

BANCO
DE
ESPAÑA

boletín económico

febrero 1989

SIGNOS UTILIZADOS

- ... Dato no disponible.
- Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
- » Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.
- ∅ Referido a datos anuales (1970 ∅) o trimestrales indica que éstos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que éstos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
- * Indica que la serie se refiere a datos desestacionalizados.
- m.m. Miles de millones de pesetas.
- p Puesta detrás de una fecha (enero (p)), indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente ésta es provisional.
- M_1 Oferta monetaria = Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
- M_2 M_1 + Depósitos de ahorro.
- M_3 Disponibilidades líquidas = M_2 + Depósitos a plazo.
- ALP Activos líquidos en manos del público = M_3 + OAL (otros activos líquidos en manos del público).
- T_1^1 Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie de datos mensuales $\left[\left(\frac{\text{Feb}}{\text{Ene}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (febrero).
- T_6^1 Tasa intersemestral de variación, elevada a tasa anual, de una serie de datos mensuales $\left[\left(\frac{\text{Jun}_t}{\text{Dic}_{t-1}} \right)^2 - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (junio_t).
- T_{12}^1 Tasa interanual de variación de una serie de datos mensuales $\left[\frac{\text{Ene}_t}{\text{Ene}_{t-1}} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (enero_t).
- T_1^3 Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales $\left[\left(\frac{\text{Feb} + \text{Mar} + \text{Abr}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar}} \right)^2 - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (abril).
- T_3^3 Tasa intertrimestral de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales $\left[\left(\frac{\text{Abr} + \text{May} + \text{Jun}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar}} \right)^4 - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (junio).
- T_1^6 Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles semestrales $\left[\left(\frac{\text{Feb} + \text{Mar} + \text{Abr} + \text{May} + \text{Jun} + \text{Jul}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar} + \text{Abr} + \text{May} + \text{Jun}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (julio).
- T_{12}^{12} Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles anuales $\left[\left(\frac{\text{Ene}_t + \text{Feb}_t + \text{Mar}_t + \text{Abr}_t + \text{May}_t + \text{Jun}_t + \text{Jul}_t + \text{Ago}_t + \text{Sep}_t + \text{Oct}_t + \text{Nov}_t + \text{Dic}_t}{\text{Dic}_{t-1} + \text{Ene}_t + \text{Feb}_t + \text{Mar}_t + \text{Abr}_t + \text{May}_t + \text{Jun}_t + \text{Jul}_t + \text{Ago}_t + \text{Sep}_t + \text{Oct}_t + \text{Nov}_t} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (diciembre_t).
- T_{12}^{12} Tasa interanual de variación de una serie mensual formada por medias móviles anuales $\left[\frac{\text{Ene}_t + \text{Feb}_t + \text{Mar}_t + \text{Abr}_t + \text{May}_t + \text{Jun}_t + \text{Jul}_t + \text{Ago}_t + \text{Sep}_t + \text{Oct}_t + \text{Nov}_t + \text{Dic}_t}{\text{Ene}_{t-1} + \text{Feb}_{t-1} + \text{Mar}_{t-1} + \text{Abr}_{t-1} + \text{May}_{t-1} + \text{Jun}_{t-1} + \text{Jul}_{t-1} + \text{Ago}_{t-1} + \text{Sep}_{t-1} + \text{Oct}_{t-1} + \text{Nov}_{t-1} + \text{Dic}_{t-1}} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (diciembre_t).

ADVERTENCIAS

- 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.
- Los datos de los cuadros y gráficos donde no aparece ninguna fuente han sido elaborados en el Banco de España.

Indice

	<u>Página</u>
Evolución monetaria	5
Un avance de los nuevos factores estacionales de ALP	11
Tendencia inflacionista: medición y comparaciones internacionales	17
Inversiones de España en el exterior y su comparación con otros países europeos	29
Rentabilidad y financiación de las empresas que facilitan información a la Central de Balances (1984-1987)	47
Información del Banco de España	57
Tipos de interés activos libres declarados por bancos, cajas de ahorro y bancos oficiales. Situación a 31 de enero de 1989	58
Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España	63
Registros oficiales de entidades de crédito. Variaciones producidas durante el mes de febrero de 1989	64
Indicadores económicos	65
Artículos y publicaciones del Banco de España	111



Evolución monetaria

Los activos líquidos en manos del público crecieron en el mes de enero un 14,7 %, en tasa intermensual elevada a anual, según cifras provisionales obtenidas con los nuevos factores estacionales que se publican en otro artículo de este Boletín Económico. Este comportamiento expansivo del agregado monetario tiene dos componentes diferentes. Por un lado, refleja el fortalecimiento de los ritmos de actividad que se viene registrando en los últimos meses y, por otro, es el resultado de ciertos desplazamientos financieros hacia ALP inducidos por alteraciones recientes en las rentabilidades financiero-fiscales de algunos instrumentos incluidos en su definición.

El crecimiento relativamente dispar que muestran las tasas de los diversos componentes de ALP en los meses de diciembre y enero refleja los fuertes desplazamientos ocurridos en el seno de ALP en dichos meses. En enero, los títulos del Estado en poder del público aumentaron su saldo en 412 m.m., frente a una variación media mensual de 66 m.m. en el año 1988. En esta evolución ha influido el aumento que se ha producido en la rentabilidad de estos activos, que, además, ha venido a coincidir con una disminución de la rentabilidad financiero-fiscal que ofrecían los seguros de prima única, ante las reiteradas manifestaciones del Ministerio de Hacienda sobre su intención de perseguir el fraude fiscal que pudiera estar encubierto en este tipo de operaciones. Esta evolución de los títulos públicos fue el resultado de fuertes incrementos en el saldo de pagarés y letras del Tesoro, por valor de 135 m.m. y 190 m.m., respectivamente, que fueron acompañados por un crecimiento en las cesiones temporales de deuda de 87 m.m. El mes de enero de 1989 ha sido, por tanto, la

1. Agregados monetarios (∅) (*)

	Saldos m.m.		Variación intermensual (T _i) %		Variación acumulada desde DIC de 1987 %	
	ENE (p)	NOV	DIC (p)	ENE (p)	NOV	DIC (p)
Activos líquidos en manos del público (ALP)	36.298	11,7	12,3	14,7	10,9	11,0
Disponibilidades líquidas (M ₃)	26.710	8,8	11,2	9,6	11,2	11,2
<i>Efectivo</i>	3.141	19,6	17,5	26,1	18,1	18,0
<i>Depósitos de la banca</i>	11.626	3,3	7,1	7,4	8,4	8,3
<i>Depósitos de las cajas</i>	10.590	13,9	17,0	7,3	13,6	13,8
<i>Otros depósitos (a)</i>	1.353	-3,5	-8,2	11,4	4,0	3,0
Otros activos líquidos	9.660	25,9	19,9	50,7	9,6	10,4
<i>Títulos públicos (b)</i>	6.802	34,7	32,4	111,8	12,7	14,2
<i>Otros activos (c)</i>	2.858	9,5	-3,0	-30,4	3,6	3,1

(a) Banco de España, cooperativas y otras instituciones.

(b) Pagarés y letras del Tesoro (adquiridos en firme o temporalmente) y cesión temporal de deuda a medio y largo plazo.

(c) Pasivos bancarios: empréstitos, avales prestados a pagarés de empresa, cesión temporal y participaciones de activos privados, letras endosadas y pasivos por operaciones de seguros.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 6 a 11. *Boletín Estadístico*, cuadros IX-1, IX-2 y IX-4.

primera vez que se registra un crecimiento notable y simultáneo de estos tres tipos de activos.

La explicación de este hecho se relaciona con los paralelos descensos que se produjeron en los empréstitos de la banca y las cajas de ahorro, con la moderación en los ritmos de crecimiento de los depósitos en estas últimas instituciones y con la reducción en las operaciones de seguro denominadas de prima única que realizan tanto las cajas de ahorro como las entidades aseguradoras. En enero los pasivos por operaciones de seguro de las cajas de ahorro disminuyeron su saldo medio mensual en 22 m.m., mientras que los empréstitos lo hacían en 58 m.m.

Como resultado final de todo el conjunto de desplazamientos, M1 creció un 18,6 %, impulsada por el fuerte crecimiento del efectivo (26 % en tasa intermensual), M2 lo hizo tan sólo en un 8 % y M3 registró una variación del 10 %, según cifras provisionales, mientras que el resto de activos líquidos crecía en un 50,7 %. El efecto neto del desplazamiento hacia ALP de los fondos materializados en seguros de prima única en compañías aseguradoras se ha estimado que supuso en torno a 1,5 puntos del crecimiento intermensual de ALP en diciembre y entre 3 y 4 puntos del correspondiente al mes de enero.

En relación con las contrapartidas de ALP, la información provisional disponible refleja un crecimiento moderado en las necesidades financieras del Estado en el primer mes del año, que han quedado muy por debajo de las previsiones. En cambio, la financiación otorgada a empresas y familias por el sistema crediticio y los mercados monetarios experimentó en dicho mes un notable avance, que situó la tasa intermensual en un 23 %. En este sentido debe destacarse que las cajas de ahorro continúan siendo las instituciones que están mostrando un comportamiento más dinámico en la expansión crediticia.

Los tipos negociados en el mercado interbancario a muy corto plazo se movieron de forma relativamente errática, en torno al marginal de la subasta de préstamos del Banco de España, según las necesidades de cobertura del coeficiente de caja y los excedentes de liquidez existentes. En cambio, los tipos negociados en operaciones de depósito a más de tres meses han aumentado por encima del medio punto, situándose en un entorno del 14,5 %-14,8 %. El tipo de interés marginal de la subasta de préstamos del Banco de España se mantuvo en el 12,4 % durante todo el mes de enero, e igualmente ocurrió con el tipo marginal de las cesiones temporales de letras a tres meses. Sin embargo, en la primera decena de febrero, el Banco de España decidió elevar

2. Financiación a empresas y familias (a)

	Saldos en m.m.			Tasas de crecimiento (%)			Tasa acumulada desde DIC de 1987 (%)	
	1988		1989	1988		1989	1988	
	NOV (p)	DIC (p)	ENE (p)	NOV (p)	DIC (p)	ENE (p)	NOV (p)	DIC (p)
				T ₁				
Serie desestacionalizada								
Financiación total	29.048	29.322	29.831	17,3	11,9	22,9	15,9	15,5
				T ₁₂				
Series originales								
Financiación total	29.080	29.706	29.870	16,1	15,5	16,7		
Crédito	26.851	27.450	27.606	15,8	15,4	16,8		
<i>Banca</i>	16.078	16.410	16.455	15,3	14,5	16,5		
<i>Cajas</i>	7.444	7.676	7.777	24,0	24,3	25,6		
<i>Resto</i>	3.329	3.364	3.374	2,8	2,4	1,9		
Valores y mercados monetarios	2.229	2.256	2.264	18,8	17,4	14,9		

(a) Se ha modificado este cuadro, adaptándolo a la nueva presentación de las estadísticas sobre crédito interno. Al abandonarse la desestacionalización de los diversos componentes, sustituyéndola por una desestacionalización conjunta, sólo es posible presentar tasas intranuales de la serie de financiación total. Todas las series están ajustadas. Para más información sobre los ajustes de estas series ver nota al indicador económico anexo núm. 13.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 13 y 14.
Boletín Estadístico, cuadros II-12 a II-15, III-12 a III-14, IV-7, VI-8 y IX-3.

3. Tipos de interés (Ø)

%

	Plazo d=día m=més a=año	1987 DIC	Medias mensuales			Medias decenales		
			1988		1989	ENE 1989		
			NOV	DIC	ENE	1 dec.	2 dec.	2 dec.
BANCO DE ESPAÑA:								
Préstamos de regulación monetaria	1 d.	13,9	11,5	12,4	12,4	12,4	—	—
Intervención con deuda	7 d.	—	—	12,2	12,1	12,0	—	12,3
	3 m.	13,1	11,7	12,3	12,5	12,5	12,5	12,5
TESORO:								
Subasta de pagarés	18 m.	7,3	5,5	5,5	5,5	—	5,5	5,5
Subasta de letras	12 m.	12,4	11,7	12,6	13,0	13,0	13,0	—
INTERBANCARIO:								
Depósitos	1 d.	14,0	11,4	12,4	12,3	12,4	12,6	12,1
	3 m.	13,6	12,6	13,6	14,1	14,2	14,1	14,1
	6 m.	13,4	13,0	13,8	14,6	14,6	14,6	14,6
Dobles con letras del Tesoro	3 m.	12,8	11,4	12,2	12,3	12,4	11,9	12,3
	6 m.	12,1	11,5	12,3	12,4	12,4	12,4	—
Dobles con pagarés del Tesoro	3 m.	7,2	5,5	5,3	5,3	—	5,5	5,3
	6 m.	7,2	5,5	5,3	5,1	5,0	5,2	—
Letras del Tesoro al vencimiento	12 m.	12,3	11,6	12,4	12,6	12,6	12,4	12,7
BANCARIOS:								
Depósitos de la banca	1 a.	9,7	9,1	9,0	...	...	...	...
Depósitos de las cajas	1 a.	9,3	9,1	9,1	...	...	...	...
Crédito de la banca residente								
<i>A interés fijo</i>	1-3 a.	16,0	15,0	15,0	...	...	...	...
<i>Preferencial</i>	1 a.	17,2	13,0	13,2	13,3	...	...	...
Cto. de la b. extranjera a int. vble.		15,1	12,8	13,7	...	...	...	...
Crédito de las cajas a interés fijo	1-3 a.	15,7	14,8	14,8	...	...	...	...
OTROS:								
Deuda pública anotada	2 a. o más	13,4	12,5	12,8	13,2	...	...	...
Obligaciones eléctricas	3 a. o más	16,1	14,3	14,4	13,9	...	...	...

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 1 a 4.
Boletín Estadístico, cuadros capítulos XI a XIII.

en un punto el tipo marginal de la subasta de préstamos, situándolo en un valor del 13,4 %.

Respecto a los tipos de emisión del Tesoro únicamente se modificaron los tipos marginales de los bonos del Estado, que se elevaron en casi medio punto. Este aumento se trasladó rápidamente al mercado de deuda pública en anotaciones en cuenta, que experimentó una elevación similar en este período. Los tipos de las instituciones financieras se mantuvieron prácticamente inalterados en los dos últimos meses del año 1988.

Los mercados cambiarios favorecieron el carácter expansivo del sector exterior en su contribución al crecimiento de la liquidez interna. En esta evolución tuvo especial influencia el aumento en el diferencial de tipos de interés con el exterior, que propició la entrada de capital extranjero. Este aumento fue el resultado de unas elevaciones en los tipos de interés de los mercados interiores, que superaron las subidas generalizadas de los tipos en el exterior, auspiciadas por diversos bancos centrales para mantener

4. Tipos de interés extranjeros

%

	1987 DIC	Medias mensuales		
		1988		1989
		NOV	DIC	ENE
EUROMERCADOS A 3 MESES:				
Dólar	7,9	8,9	9,3	9,3
Franco suizo	3,6	4,2	4,9	5,4
Marco	3,6	4,8	5,3	5,6
Yen	4,4	4,4	4,5	4,5
Franco francés	8,9	8,1	8,4	8,6
Libra esterlina	8,7	12,2	13,1	13,0
Media ponderada (a)	5,7	6,6	7,0	7,1
Diferencial medio (b)	8,1	6,0	6,5	7,0

- (a) Media de los tipos de las seis monedas antes citadas, ponderadas por su participación (66 %, 15 %, 13 %, 4 %, 1 % y 1 % respectivamente) en la deuda exterior de España (media de saldos a 31-XII de 1980, 1981 y 1982).
- (b) Tipo interbancario español correspondiente a operaciones de depósito (véase cuadro 2), menos tipo medio ponderado exterior.

sus respectivas monedas en un contexto de fuerte apreciación del dólar en todos los mercados. En efecto, el dólar, ante las fuertes expectativas alcistas de los tipos de interés americanos, emprendió una senda ascendente en sus cotizaciones frente a las principales monedas, que revistió una especial relevancia frente a la divisa alemana, apreciándose un 4,3 %.

La peseta, por su parte, si bien acusó una moderada depreciación frente al dólar, 0,8 %, en relación al resto de las monedas experimentó una apreciación, que fue especialmente relevante con respecto al franco suizo, el marco alemán y el franco francés (véase cuadro 5). El tipo de cambio efectivo nominal de la peseta frente a la CEE se apreció un 1,3 % en el mes de diciembre y un 3,0 % en el mes de enero. La evolución del tipo de cambio real continuó en diciembre la trayectoria apreciadora, registrando un nuevo incremento del 2 % en relación a las monedas

de los países de la CEE. De esta forma, a lo largo de 1988 la peseta se ha apreciado en términos reales un 6,6 % frente a la CEE y un 4,1 % frente a los países desarrollados.

La instrumentación de la política monetaria durante el mes de enero estuvo condicionada por el exceso de liquidez existente en el mercado. Ello obligó al Banco de España a realizar frecuentes operaciones de drenaje mediante la cesión temporal de deuda, cuyo saldo se incrementó en 413 m.m. en este período, al tiempo que convocaba subasta de préstamos en cinco de los veinticinco días hábiles del mes. No obstante, la intervención neta media en enero ha tenido un signo menos restrictivo que en meses anteriores. Tanto el sector público como el sector exterior contribuyeron de forma fuertemente expansiva a la creación de liquidez, y la circulación fiduciaria compensó en 135 m.m. la disminución de activos de caja resultante de las operaciones de drenaje.

5. Tipos de cambio (Ø)

	Situación en ENE 1989	Variaciones (%) (a)				
		Mensuales			Mensuales acumuladas desde DIC 1987	
		1988		1989	1988	
		NOV	DIC	ENE	NOV	DIC
TIPOS DE CAMBIO NOMINALES:						
Del dólar frente a:						
Marco	1,83	-4,1	0,6	4,3	6,8	7,5
Yen	127,05	-4,7	0,5	2,8	-4,3	-3,8
Países desarrollados (b)	66,70	-3,2	-0,2	3,6	-0,2	-0,4
De la peseta frente a:						
Dólar	114,69	4,5	1,0	-0,8	-3,7	-2,6
Franco suizo	73,65	-0,5	2,0	4,1	5,8	7,8
Marco	62,63	0,4	1,6	3,3	3,0	4,5
Yen	90,28	-0,2	1,5	1,9	-8,3	-6,6
Libra esterlina	203,76	0,3	0,4	1,7	-2,7	-2,3
Franco francés	18,38	0,6	1,6	3,0	3,7	5,3
CEE (b)	80,43	0,4	1,3	3,0	2,6	3,9
Países desarrollados (b) (d)	74,81	1,3	1,2	2,1	0,8	2,1
Principales acreedores (c) (e)	56,08	1,8	1,4	1,5	-1,3	0,1
TIPOS DE CAMBIO REALES (f):						
De la peseta frente a:						
Dólar	...	4,6	1,5	...	-3,4	-1,4
CEE (b)	...	0,1	2,0	...	4,5	6,6
Países desarrollados (b)	...	0,9	1,9	...	2,2	4,1

(a) Apreciación (+) o depreciación (-) del dólar o de la peseta, según el caso.

(b) Medias ponderadas por el comercio exterior.

(c) Índice base: Ø 1980/82=100.

(d) Índice base: Ø 1980=100.

(e) Media de seis monedas ponderadas por su participación en la deuda exterior [véase nota (a) del cuadro 4].

(f) Medidos con precios de consumo. Los valores correspondientes a los dos últimos meses son estimaciones provisionales.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 20 a 23. *Boletín Estadístico*, cuadros XX-21 a XX-23.

6. Intervención del Banco de España

	OCT 1988 Saldo a fin de mes	1988		1989	ENE 1989		
		NOV	DIC	ENE	1 dec.	2 dec.	3 dec.
		Variaciones absolutas (a)					
Activos de caja	3.565	50	120	-305	-27	363	-641
CONTRAPARTIDAS:							
Circulación fiduciaria (b)	-3.318	-8	-304	185	10	173	2
Otros factores	7.307	-178	157	445	482	229	-266
Sector exterior	4.429	21	66	194	34	68	92
Sector público	1.062	-260	97	250	571	-109	-212
Cartera de letras del Tesoro	1.691	0	-140	-36	-35	231	-232
Otros fondos públicos	238	-1	0	199	177	22	0
Cuentas diversas (b)	224	96	128	-165	256	28	-119
Efectivo en caja del sistema bancario (b)	-337	-34	6	3	-9	46	-34
Operaciones con las instituciones financieras	-424	236	267	-934	-519	-39	-376
Préstamos de regulación monetaria	0	0	0	0	0	0	0
Cesiones temporales de deuda (b)	-1.206	240	79	-413	-38	-44	-332
Otros	782	-4	188	-521	-482	5	-44
Niveles medios en porcentajes							
EXCEDENTES DE CAJA (∅) (c):							
Sistema bancario	...	0,037	0,055	0,053	0,044	0,070	0,050
Banca	...	0,054	0,074	0,065	0,062	0,096	0,048
Cajas	...	0,018	0,035	0,040	0,024	0,040	0,052

(a) Referidas a saldos a final de decena o mes.

(b) Aumento (-).

(c) Los datos decenales se refieren a decenas legales.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núm. 5. *Boletín Estadístico*, cuadros I-1 a I-13, y IX-9.

Al finalizar el mes de enero, el Banco de España decidió adoptar un conjunto de medidas encaminadas a acentuar el carácter restrictivo de la política monetaria, contribuyendo, así, a frenar el crecimiento del gasto nominal. Tales medidas han consistido en una elevación del tramo no remunerado del coeficiente de caja de un punto y medio y en la obligatoriedad de constituir un depósito en el Banco de España por un importe del 30 % de las operaciones que supongan una toma de préstamos en moneda extranjera o en pesetas convertibles por el sector privado no financiero. Asimismo, las entidades delegadas deben mantener un depósito en el Banco de España, equivalente, en pesetas, como mínimo, al 20 % del posible incremento que registre su posición corta vencida de cada día respecto a la existente al cierre del 31 de enero de 1989.

ciones en los tipos de interés del mercado interbancario que fueron más acusados en las operaciones a plazos cortos.

15-II-1989.

En los días posteriores a la adopción de estas medidas y a la simultánea elevación en el tipo marginal de la subasta de préstamos, se produjeron eleva-



Un avance de los nuevos factores estacionales de ALP

Los datos de los agregados monetarios que se publican en el artículo sobre la Evolución monetaria del mes de enero se han obtenido con los nuevos factores estacionales estimados para 1989. Esta actualización de los factores estacionales se ha aprovechado para incorporar un cambio importante en la estrategia de desestacionalización seguida en años anteriores. En el próximo número del Boletín Económico se publicará un artículo en el que se dará una explicación más detallada del nuevo método empleado, así como de los criterios técnicos que han justificado la opción adoptada. Sin embargo, parece conveniente acompañar la presentación de los nuevos factores, recogidos en los cuadros adjuntos, de una exposición sintética de los principales rasgos del cambio introducido.

La serie desestacionalizada de ALP se obtenía, hasta ahora, de forma indirecta como suma de las respectivas series desestacionalizadas de sus componentes, de acuerdo con un criterio de desagregación previamente establecido. Esta estrategia desagregada implicaba que algunos de los componentes, para los que no se detectaba comportamiento estacional (títulos públicos y otros de menor entidad), se incorporaban en términos originales a la serie desestacionalizada de ALP.

La nueva estrategia de desestacionalización se basa en la estimación del comportamiento estacional de ALP a través de un ajuste directo del agregado, con independencia de las estimaciones que se realicen de las respectivas series desestacionalizadas de sus componentes.

El cambio de método ha sido consecuencia de las frecuentes modificaciones en la estructura interna de ALP debidas a la aparición de nuevos instrumentos incorporados en su definición (pagarés y letras del Tesoro, cesiones de deuda pública a medio y largo plazo, pasivos por operaciones de seguro que realizan las cajas de ahorro, cesiones y participaciones de activo, cuentas financieras...) y a las alteraciones en el tratamiento legal a las que han estado sometidos algunos de los activos integrantes en el agregado.

Los frecuentes desplazamientos del público entre los diversos componentes han tenido efectos importantes que han erosionado la validez del método que se venía utilizando para obtener la serie desestacionalizada de ALP. Estos efectos pueden resumirse en los siguientes puntos:

- 1) La calidad de la estimación del patrón estacional de cada uno de los componentes se ha visto afectada por los procesos de sustitución que han ex-

perimentado los mismos. Una prueba de ello es el hecho de que, con los métodos de estimación disponibles, las revisiones de los factores estacionales son habitualmente mayores en aquellos componentes que han registrado cambios más bruscos en sus ritmos de crecimiento. La desestacionalización directa de ALP presenta menores problemas de deterioro en la calidad de la estimación del perfil estacional, produciendo errores de revisión moderados en los últimos años, en los que se han observado desplazamientos importantes y de naturaleza diferente.

2) En términos abstractos, la estrategia óptima para estimar el patrón estacional de un agregado integrado por varias series es la desestacionalización conjunta de todos sus componentes a partir de un modelo que integre todas las interacciones entre los mismos (1). Sin embargo, la complejidad técnica y computacional de este método obliga a utilizar otras aproximaciones. Los estudios realizados muestran que el método de desestacionalizar cada serie integrante de ALP por separado, tal y como venía realizándose hasta ahora, no es una buena aproximación a la estrategia óptima cuando existe una fuerte correlación entre dichas series. Cuando se registran procesos de sustitución entre unos componentes y otros, que dan lugar a correlaciones de cierta magnitud, el método de desestacionalización desagregada se encuentra más alejado del óptimo que una desestacionalización directa del agregado, la cual permite tener en cuenta las interacciones que originan estos procesos de sustitución, aunque sea de una forma relativamente ineficiente.

3) La pérdida de calidad de los factores estimados por un método desagregado es especialmente acusada cuando los desplazamientos dentro de ALP se producen entre instrumentos cuyas series están ajustadas de estacionalidad e instrumentos cuyas series, a pesar de tener una estacionalidad débil e irregular, se incorporan en términos originales, dadas las dificultades para captar su patrón estacional. Este ha sido el caso de los procesos de sustitución entre los pasivos monetarios del sistema bancario y los títulos públicos, los cuales muestran indicios de una débil estacionalidad que se comporta de forma compensatoria de la que presenta el agregado M2, cuyos componentes son, precisamente, los que muestran un perfil estacional más marcado. Esta estacionalidad de los títulos públicos parece el reflejo de ciertas prácticas de tesorería de grandes empresas y de otros inversores privados que han su-

puesto desplazamientos frecuentes y relativamente sistemáticos, vinculados a sus necesidades cíclicas de liquidez, entre títulos públicos y depósitos bancarios. El antiguo método de desestacionalización, al no tener en cuenta este hecho e incorporar los títulos públicos en datos originales, resultaba especialmente distorsionador en aquellos meses en los que M2 registra una variación importante de carácter estacional. Dicha distorsión se debía a que las oscilaciones estacionales de M2 eran corregidas al obtener la serie desestacionalizada de ALP, mientras que las variaciones de signo contrario que se registran en los títulos públicos en esos mismos meses eran incorporadas sin ajuste alguno a dicha serie desestacionalizada, con lo que ésta tendía a reproducir en exceso el perfil de los títulos públicos a lo largo del año.

El comportamiento débilmente estacional que se observa en los títulos públicos puede ser adecuadamente considerado a través de una desestacionalización directa del agregado que, de forma implícita, otorga un patrón estacional homogéneo a todos y cada uno de sus componentes.

Paralelamente al cambio en el método de desestacionalización, se han introducido algunas modificaciones de menor importancia en algunos componentes de ALP. La primera de ellas ha consistido en fijar el factor estacional de las operaciones de seguro en el valor 100 desde enero de 1987, por considerar que a partir de esa fecha estos pasivos bancarios no muestran un perfil estacional. La opacidad fiscal, que impulsó la expansión reciente de este instrumento financiero, supuso la práctica desaparición del patrón estacional que le había caracterizado hasta 1986. La segunda modificación se refiere a los factores estacionales de los depósitos en las cooperativas de crédito. Hasta ahora, venían publicándose los correspondientes a la media mensual, aproximada por la semisuma de los datos del último día del mes que proporcionan los balances de estas instituciones. Para la obtención de una proyección anual de los factores, se utilizaban tanto los factores de la serie fin de mes, como una predicción de dicha serie con un horizonte temporal de un año. Dado que el error de predicción en un horizonte de tiempo tan dilatado es muy elevado, este año se ha optado por publicar los factores estacionales correspondientes a la serie fin de mes e ir obteniendo los de la serie que aproxima la media mensual a partir de predicciones con horizonte temporal de uno y dos meses, que se irán realizando a medida que se vaya disponiendo de la información sobre depósitos de los balances mensuales.

Además de los factores estacionales de ALP y de sus componentes, se presentan este año los corres-

(1) Véase John Geweke, «The Temporal and Sectoral Aggregation of Seasonally, Adjusted Time Series», en *Seasonal Analysis of Economic Time Series*, ed. Arnold Zellner (1978).

pondientes a los agregados más reducidos: M1 y M2. En ambos casos, se han obtenido a partir de un ajuste directo de cada agregado. Para M3 no se presentan factores estacionales, ya que la correspondiente serie desestacionalizada continúa obteniéndose como suma de las respectivas series desestacionalizadas de sus componentes: efectivo en manos del público, depósitos del sector privado y otras instituciones financieras en bancos, cajas de ahorro y cooperativas de créditos, y depósitos de particulares en el Banco de España.

En todos los casos los factores estacionales se han obtenido con la metodología de extracción de señales basada en modelos univariantes, que empezó a utilizarse en 1988 (1). Dichos modelos univariantes se publicarán en el Boletín Económico del próximo mes de marzo.

Por último, se ha realizado una ligera modificación en la serie de ALP, debida a la inclusión de las cesiones de deuda a medio y largo plazo que realizan las SMMD. Hasta ahora, estas operaciones no habían sido incorporadas al agregado, debido a ciertos retrasos en la disponibilidad de la información relativa a las mismas. En todo caso se trata de un cambio de escasa entidad, ya que el saldo medio de estas operaciones se sitúa en torno a 25-30 m.m., y las variaciones intermensuales, habitualmente, son muy pequeñas.

15-II-1989.

(1) Véase «La desestacionalización de los agregados monetarios», en *Boletín Económico*, marzo de 1988.

ANEXO

ACTIVOS LIQUIDOS EN MANOS DEL PUBLICO												
Fecha	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC
1979	100.900	99.597	99.700	100.120	99.451	99.518	101.320	100.550	99.638	99.564	98.924	100.730
1980	100.940	99.547	99.612	100.030	99.416	99.333	101.090	100.630	99.861	99.799	99.075	100.660
1981	100.990	99.546	99.572	99.985	99.534	99.293	100.980	100.650	99.943	99.870	99.049	100.590
1982	101.020	99.565	99.591	100.010	99.671	99.353	100.970	100.520	99.950	99.869	98.941	100.540
1983	101.070	99.669	99.677	100.000	99.600	99.302	101.000	100.430	99.992	99.868	98.872	100.530
1984	100.990	99.700	99.695	99.859	99.392	99.320	101.160	100.470	100.120	99.949	98.873	100.470
1985	100.720	99.682	99.807	99.949	99.540	99.506	101.140	100.330	100.060	99.900	98.904	100.460
1986	100.630	99.743	100.000	100.140	99.726	99.610	100.970	100.110	99.885	99.808	98.915	100.460
1987	100.660	99.706	100.020	100.200	99.826	99.662	100.840	100.000	99.804	99.831	98.971	100.480
1988	100.740	99.705	100.030	100.170	99.813	99.675	100.750	99.977	99.788	99.843	99.016	100.500
1989	100.770	99.705	100.040	100.160	99.807	99.679	100.730	99.973	99.785	99.837	99.022	100.500
EFFECTIVO EN MANOS DEL PUBLICO												
1979	99.736	96.973	97.620	99.023	97.873	99.083	104.950	104.550	101.260	99.447	97.241	102.240
1980	99.580	96.875	97.748	98.509	97.886	99.163	104.990	104.650	101.360	99.555	97.369	102.310
1981	99.749	97.037	97.511	98.880	97.984	99.110	104.750	104.370	101.200	99.549	97.454	102.410
1982	100.000	97.302	97.759	99.037	98.103	99.076	104.510	104.030	100.990	99.466	97.385	102.350
1983	100.150	97.441	98.601	98.484	98.127	99.094	104.420	103.940	100.990	99.410	97.236	102.100
1984	100.170	97.486	97.840	98.955	97.973	99.062	104.360	104.000	101.220	99.558	97.310	102.060
1985	100.250	97.594	98.050	98.683	98.005	99.074	104.260	103.940	101.270	99.569	97.328	101.990
1986	100.300	97.651	98.555	98.144	98.080	99.106	104.110	103.790	101.220	99.574	97.426	102.040
1987	100.420	97.689	97.723	98.891	98.066	99.125	104.020	103.670	101.170	99.614	97.518	102.090
1988	100.470	97.651	98.384	98.129	98.002	99.120	104.040	103.650	101.230	99.628	97.566	102.130
1989	100.510	97.678	97.643	98.826	97.968	99.133	104.010	103.620	101.200	99.643	97.558	102.210
DEPOSITOS EN COOPERATIVAS (FACTORES FIN DE MES)												
1979	99.526	99.585	99.278	99.438	99.131	98.936	100.690	101.420	101.310	100.390	99.629	101.020
1980	99.661	99.668	99.289	99.361	98.944	98.774	100.670	101.410	101.380	100.320	99.506	101.050
1981	99.818	99.804	99.444	99.384	98.838	98.808	100.730	101.350	101.270	100.140	99.283	100.930
1982	99.955	99.953	99.720	99.525	98.865	99.935	100.700	101.210	101.120	99.977	99.106	100.770
1983	100.010	100.080	99.995	99.700	98.975	99.060	100.570	100.980	100.900	99.889	99.069	100.620
1984	99.949	100.140	100.210	99.909	99.211	99.281	100.480	100.800	100.690	99.820	99.048	100.460
1985	99.811	100.090	100.300	100.010	99.406	99.514	100.400	100.660	100.630	99.869	99.173	100.470
1986	99.791	100.050	100.390	100.060	99.482	99.640	100.240	100.440	100.510	99.749	99.134	100.400
1987	99.822	100.090	100.530	100.200	99.632	99.791	100.200	100.280	100.390	99.609	99.049	100.330
1988	99.864	100.150	100.610	100.260	99.692	99.815	100.180	100.250	100.410	99.653	99.115	100.310
1989	99.871	100.130	100.560	100.220	99.706	99.812	100.160	100.220	100.380	99.683	99.190	100.290
DEPOSITOS DE PARTICULARES EN EL BANCO DE ESPAÑA												
1979	97.083	100.160	102.740	97.107	100.130	102.740	97.119	100.120	102.770	97.082	100.120	102.840
1980	96.972	100.130	102.860	96.846	100.230	102.930	96.650	100.360	103.000	96.456	100.520	103.050
1981	96.205	100.740	103.010	95.962	101.060	102.990	95.696	101.240	103.100	95.535	101.230	103.230
1982	95.449	101.260	103.330	95.334	101.330	103.340	95.300	101.360	103.330	95.323	101.270	103.380
1983	95.449	101.210	103.400	95.591	101.170	103.240	95.758	101.200	103.030	95.910	101.250	102.790
1984	96.156	101.270	102.580	96.395	101.260	102.320	96.641	101.290	102.050	96.843	101.310	101.880
1985	96.965	101.340	101.700	97.112	101.350	101.530	97.283	101.350	101.360	97.425	101.370	101.210
1986	97.558	101.370	101.080	97.748	101.250	101.000	97.967	101.080	100.950	98.210	100.860	100.920
1987	98.396	100.700	100.880	98.539	100.590	100.860	98.640	100.520	100.840	98.687	100.500	100.850
1988	98.653	100.520	100.830	98.588	100.590	100.830	98.534	100.630	100.830	98.521	100.630	100.840
1989	98.523	100.640	100.840	98.519	100.650	100.840	98.515	100.650	100.830	98.514	100.650	100.830

ANEXO (continuación I)

ACTIVOS LIQUIDOS COMPUTABLES EN LAS CAJAS

Fecha	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC
1979	101.420	100.170	100.090	99.730	99.264	98.587	100.400	100.800	100.290	99.916	99.056	100.270
1980	101.470	100.050	100.150	99.793	99.208	98.676	100.330	100.820	100.330	99.885	99.066	100.220
1981	101.440	100.040	100.170	99.801	99.324	98.640	100.460	100.800	100.310	99.854	98.947	100.220
1982	101.300	100.150	100.160	99.941	99.368	98.768	100.560	100.740	100.240	99.849	98.832	100.090
1983	101.230	100.180	100.250	100.000	99.430	98.750	100.600	100.680	100.210	99.755	98.770	100.150
1984	101.070	100.390	100.350	100.120	99.417	98.840	100.630	100.540	100.140	99.651	98.677	100.170
1985	100.870	100.270	100.260	100.040	99.353	98.957	100.730	100.610	100.250	99.710	98.731	100.230
1986	100.830	100.030	100.140	99.827	99.161	99.007	100.810	100.700	100.410	99.937	98.776	100.360
1987	100.760	99.939	99.994	99.740	99.215	99.090	101.010	100.820	100.520	99.982	98.744	100.190
1988	100.660	99.747	99.817	99.726	99.163	99.097	101.150	100.950	100.600	100.080	98.758	100.260
1989	100.640	99.743	99.822	99.709	99.174	99.136	101.150	100.960	100.600	100.050	98.754	100.260

ACTIVOS LIQUIDOS COMPUTABLES EN LA BANCA

1979	101.140	99.948	99.704	100.430	99.818	99.774	100.880	99.581	99.146	99.652	99.226	100.700
1980	101.120	99.862	99.670	100.420	99.830	99.689	100.760	99.608	99.269	99.786	99.296	100.690
1981	101.130	99.781	99.633	100.380	99.880	99.630	100.640	99.595	99.387	99.917	99.346	100.680
1982	101.150	99.704	99.605	100.340	99.912	99.576	100.530	99.525	99.495	100.040	99.399	100.730
1983	101.200	99.710	99.649	100.340	99.892	99.498	100.410	99.410	99.539	100.110	99.449	100.800
1984	101.160	99.673	99.699	100.310	99.843	99.477	100.350	99.330	99.584	100.180	99.497	100.890
1985	101.180	99.666	99.754	100.300	99.790	99.463	100.240	99.199	99.587	100.240	99.577	101.010
1986	101.220	99.687	99.842	100.350	99.697	99.432	100.210	99.165	99.617	100.270	99.557	100.960
1987	101.140	99.596	99.809	100.340	99.669	99.559	100.400	99.305	99.710	100.260	99.430	100.780
1988	101.030	99.489	99.711	100.320	99.656	99.631	100.530	99.402	99.782	100.280	99.411	100.760
1989	101.030	99.478	99.702	100.310	99.652	99.641	100.550	99.413	99.785	100.260	99.413	100.770

DEPOSITOS EN LA BANCA

1979	101.170	99.871	99.626	100.370	99.757	99.734	100.890	99.600	99.196	99.712	99.289	100.790
1980	101.150	99.770	99.576	100.330	99.757	99.641	100.780	99.631	99.328	99.859	99.376	100.810
1981	101.160	99.660	99.505	100.270	99.782	99.566	100.670	99.626	99.462	100.010	99.453	100.840
1982	101.180	99.530	99.421	100.190	99.772	99.489	100.570	99.574	99.602	100.170	99.552	100.950
1983	101.260	99.458	99.379	100.110	99.686	99.369	100.460	99.478	99.695	100.300	99.673	101.130
1984	101.280	99.361	99.357	100.030	99.596	99.330	100.450	99.435	99.784	100.400	99.732	101.240
1985	101.280	99.337	99.374	99.999	99.571	99.337	100.390	99.324	99.803	100.460	99.786	101.330
1986	101.330	99.375	99.447	100.020	99.484	99.299	100.380	99.299	99.851	100.480	99.739	101.300
1987	101.260	99.315	99.424	100.020	99.465	99.422	100.620	99.470	99.955	100.440	99.540	101.070
1988	101.140	99.203	99.342	100.020	99.498	99.518	100.780	99.583	100.020	100.420	99.473	101.000
1989	101.110	99.172	99.318	100.020	99.500	99.530	100.800	99.601	100.040	100.420	99.478	101.010

DEPOSITOS EN LAS CAJAS

1979	101.460	100.130	100.090	99.720	99.220	98.588	100.380	100.790	100.310	99.924	99.079	100.310
1980	101.450	100.060	100.100	99.759	99.217	98.624	100.380	100.800	100.340	99.918	99.066	100.280
1981	101.410	100.030	100.100	99.784	99.270	98.647	100.460	100.790	100.330	99.903	98.993	100.270
1982	101.300	100.040	100.080	99.851	99.305	98.716	100.560	100.770	100.310	99.898	98.925	100.240
1983	101.210	100.010	100.070	99.866	99.293	98.716	100.620	100.740	100.330	99.908	98.918	100.330
1984	101.150	100.060	100.130	99.932	99.277	98.775	100.680	100.670	100.300	99.848	98.840	100.330
1985	100.890	99.971	100.050	99.873	99.235	98.897	100.830	100.760	100.410	99.921	98.832	100.330
1986	100.770	99.822	99.920	99.721	99.113	98.949	100.950	100.860	100.540	100.080	98.868	100.400
1987	100.700	99.760	99.835	99.697	99.147	99.040	101.120	100.970	100.600	100.090	98.772	100.270
1988	100.600	99.644	99.730	99.699	99.152	99.106	101.230	101.080	100.650	100.110	98.733	100.260
1989	100.580	99.625	99.717	99.698	99.155	99.114	101.250	101.100	100.660	100.110	98.725	100.260

ANEXO (Continuación II)

M2												
Fecha	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC
1979	102.180	98.547	98.498	99.197	98.354	98.507	101.980	101.190	100.440	100.310	98.682	102.110
1980	102.180	98.555	98.491	99.185	98.353	98.470	101.940	101.170	100.450	100.350	98.724	102.130
1981	102.230	98.586	98.502	99.186	98.370	98.433	101.900	101.120	100.440	100.370	98.721	102.150
1982	102.270	98.601	98.521	99.194	98.373	98.416	101.880	101.050	100.440	100.390	98.690	102.170
1983	102.300	98.597	98.526	99.187	98.341	98.402	101.890	101.000	100.480	100.410	98.665	102.200
1984	102.300	98.577	98.535	99.159	98.279	98.424	101.920	100.960	100.530	100.430	98.648	102.240
1985	102.270	98.572	98.562	99.128	98.248	98.504	101.950	100.940	100.580	100.420	98.604	102.230
1986	102.210	98.552	98.581	99.117	98.233	98.584	102.010	100.940	100.610	100.410	98.556	102.200
1987	102.170	98.541	98.569	99.117	98.241	98.622	102.070	100.970	100.630	100.410	98.519	102.140
1988	102.130	98.513	98.532	99.106	98.241	98.641	102.110	101.020	100.660	100.410	98.512	102.120
1989	102.120	98.505	98.525	99.096	98.236	98.644	102.120	101.030	100.670	100.410	98.515	102.130
M1												
1979	102.130	97.361	97.814	99.404	98.344	98.852	103.850	101.240	99.703	100.130	98.288	102.890
1980	102.140	97.368	97.767	99.383	98.401	98.692	103.650	101.250	99.739	100.250	98.442	102.920
1981	102.320	97.468	97.791	99.439	98.593	98.506	103.410	101.080	99.691	100.330	98.406	102.960
1982	102.560	97.530	97.869	99.527	98.705	98.387	103.280	100.770	99.687	100.400	98.250	103.030
1983	102.770	97.541	97.871	99.515	98.607	98.255	103.270	100.590	99.830	100.450	98.107	103.190
1984	102.880	97.457	97.859	99.359	98.308	98.256	103.330	100.500	100.060	100.560	98.068	103.450
1985	102.780	97.510	97.978	99.191	98.177	98.531	103.350	100.410	100.220	100.460	97.881	103.520
1986	102.630	97.453	98.062	99.138	98.112	98.830	103.530	100.460	100.360	100.380	97.673	103.370
1987	102.480	97.435	98.004	99.155	98.182	98.976	103.790	100.680	100.410	100.320	97.453	103.120
1988	102.340	97.347	97.883	99.132	98.226	99.080	103.940	100.870	100.530	100.250	97.308	103.100
1989	102.290	97.287	97.900	99.113	98.206	99.113	103.980	100.910	100.550	100.240	97.288	103.110
OPERACIONES DE SEGURO												
1979	102.660	107.580	106.570	104.650	101.460	98.011	99.420	100.370	97.728	95.077	92.350	94.131
1980	102.610	107.320	106.320	104.480	101.470	98.166	99.453	100.250	97.853	95.297	92.490	94.294
1981	102.380	106.730	105.780	104.180	101.550	98.619	99.630	100.100	98.080	95.750	92.844	94.355
1982	101.860	105.730	105.010	103.820	101.800	99.455	100.090	100.070	98.387	96.251	93.300	94.223
1983	101.010	104.470	104.000	103.550	102.140	100.520	100.770	100.180	98.629	96.815	93.883	94.027
1984	99.960	103.030	103.030	103.350	102.540	101.710	101.600	100.620	98.914	97.138	94.290	93.830
1985	98.957	101.870	102.280	103.230	102.850	102.640	102.310	101.200	99.148	97.325	94.575	93.612
1986	98.246	101.170	101.880	103.060	103.000	103.160	102.810	101.780	99.441	97.353	94.667	93.441
1987	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
1988	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
1989	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000

Tendencia inflacionista: medición y comparaciones internacionales

Este artículo ha sido elaborado por Antoni Espasa y M.ª de los Llanos Matea (1), del Servicio de Estudios del Banco de España.

1. RESUMEN

El diseño y la evaluación de políticas para reducir la tasa de inflación requieren medidas del proceso inflacionista que se puedan calcular con prontitud. Esto último determina que tales medidas se tengan que calcular a partir de los índices mensuales de precios al consumo. En Espasa *et al.* (1987), se propuso analizar la inflación excluyendo del índice global de precios al consumo (IPC) los precios de alimentos no elaborados y bienes energéticos (es decir, sobre la base del IPSEBENE, el índice de precios de servicios y bienes elaborados no energéticos). También se propuso una medida de la tendencia inflacionista, o *inflación subyacente*. En este trabajo se utilizan estos conceptos para medir la evolución del proceso inflacionista en España a lo largo de 1988, y para comparar la tendencia inflacionista en nuestro país con la de la Comunidad Económica Europea, Estados Unidos y Japón.

Durante 1988 ha habido un aumento de la tendencia inflacionista. La inflación subyacente ha pasado del 5,3 % en diciembre de 1987 al 5,8 % en diciembre de 1988. Este rebrote inflacionista ha repercutido de forma distinta en los precios de los distintos artículos, con lo que se ha producido una tendencia a la baja en el precio relativo de los bienes frente a los servicios, y en particular de los bienes que entran en el comercio internacional. La aceleración en los precios ha conducido a que la reducción del diferencial de inflación con la CEE ocurrido a lo largo de 1987 se paralizara. En diciembre de 1988 ese diferencial se evalúa en 1,7 puntos porcentuales. En relación con Alemania el diferencial de inflación ha aumentado respecto a finales de 1987, y en diciembre de 1988 se evalúa en 4,3 puntos porcentuales.

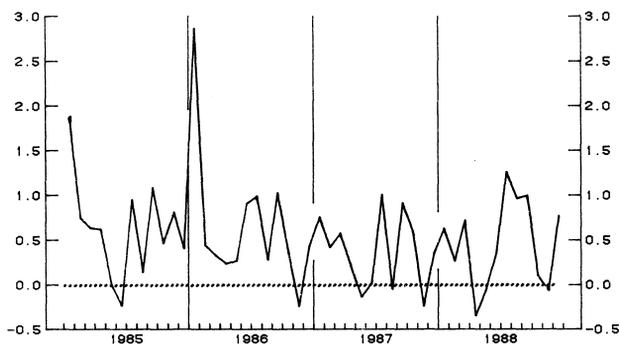
2. INTRODUCCION

La tasa de inflación en 1988 según el IPC, en términos del nivel medio en 1988 sobre el nivel medio en 1987, fue del 4,8 %, frente al 5,2 % en 1987. De diciembre a diciembre, la tasa fue del 5,8 % en 1988, frente al 4,6 % en 1987. Esta última aceleración de la evolución de los precios se observó, a partir de julio

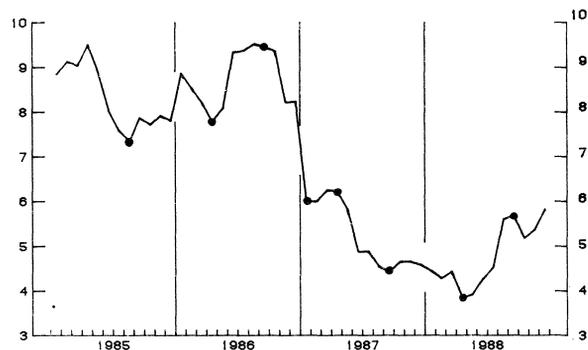
(1) Los autores desean expresar su agradecimiento a Constantino Lluch por sus comentarios y sugerencias a versiones previas de este trabajo. Como es habitual, los autores nos consideramos los únicos responsables de los errores que este artículo contenga.

1. Tasas de crecimiento en el IPC y en el IPSEBENE

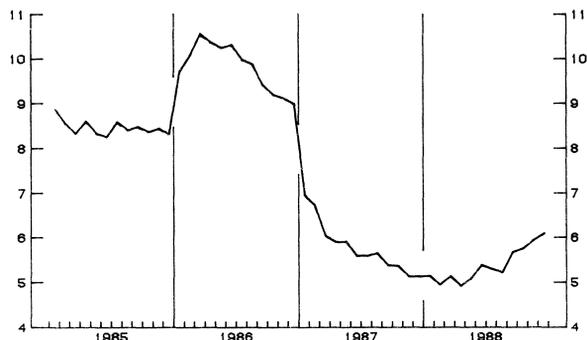
A. CRECIMIENTO MENSUAL DEL IPC



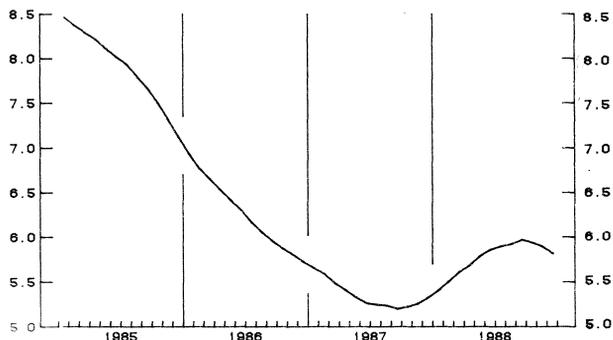
B. CRECIMIENTO ACUMULADO EN DOCE MESES EN EL IPC T_{12}^1



C. CRECIMIENTO ACUMULADO EN DOCE MESES EN EL IPSEBENE T_{12}^2



D. INFLACION SUBYACENTE EN EL IPSEBENE
(Calculada a diciembre de 1988)



de 1988, en los datos mensuales del IPC, coincidiendo con la aceleración de su componente alimenticio.

Las tasas de crecimiento mensuales del IPC son los datos básicos sobre la inflación, ya que contienen la información más reciente sobre el proceso inflacionista. Sin embargo, la mera inspección de dichas tasas no permite evaluar el grado de aceleración, o desaceleración, en ese proceso, ni cambios en su tendencia. A estos efectos, es útil transformar la serie del crecimiento mensual del IPC representada por m_t (véase gráfico 1A).

Una transformación simple de esa serie es la que resulta del crecimiento experimentado cada mes respecto del mismo mes del año anterior. Esta tasa de crecimiento se denomina T_{12}^1 , y es una media ponderada de los doce m_t , observados en el período correspondiente (véase Poveda-Martínez Méndez, 1973) (1).

(1) Una tasa representada por T_{12}^n indica, en series mensuales, el crecimiento experimentado por el nivel medio de una serie durante un período de m meses consecutivos, sobre el nivel medio de los m meses consecutivos, h meses antes.

Las tasas anuales T_{12}^1 se representan en el gráfico 1B, que es más informativo que el gráfico 1A. No obstante, la tasa T_{12}^1 del IPC presenta todavía dos inconvenientes. Primero, el IPC contiene componentes que pueden cambiar muy bruscamente de un mes a otro, causando oscilaciones en la tasa T_{12}^1 del IPC que se cancelan en períodos de tiempo relativamente cortos. Segundo, los puntos marcados en grueso en el gráfico 1B corresponden a puntos de giro, por lo que extrapolar en ellos el comportamiento que venía registrando la tasa T_{12}^1 conduce a errores.

La primera dificultad mencionada se minora excluyendo del índice los bienes cuyos precios oscilan más o se mueven de forma escalonada —precios que representan el 22,46 % del IPC—. La tasa T_{12}^1 del índice resultante —IPSEBENE— se da en el gráfico 1C, y a la justificación de dicho índice se dedica la sección 3.

La segunda dificultad se resuelve en gran parte utilizando una medida de la tendencia inflacionista, o inflación subyacente (ver gráfico 1D). Esta medida se basa en tasas de crecimiento de la media de doce meses consecutivos de un índice de precios sobre la

media de los doce meses inmediatamente anteriores (tasa T_{12}^1) (1).

Los crecimientos mensuales (m_t), las tasas acumuladas anuales (T_{12}^1) y las tasas sobre medias anuales (T_{12}^2) son todas ellas medidas que se utilizan con frecuencia. La tasa m_t se usa cuando se quiere la información más reciente y novedosa sobre la inflación. La tasa T_{12}^1 se usa al relacionar los objetivos y realizaciones sobre inflación y agregados monetarios. La tasa T_{12}^2 se usa al comparar los crecimientos del IPC con los deflatores de la Contabilidad Nacional.

Conviene que las tres tasas, m_t , T_{12}^1 y T_{12}^2 , se presenten en fase, es decir, que los picos y valles de los movimientos cíclicos significativos coincidan en el tiempo en las tres series. Es natural que la fase se determine por el perfil temporal de la serie m_t . Esto implica que las restantes tasas deben centrarse, y esto se consigue asignando cualquier tasa al mes intermedio de todos los que intervienen en el cálculo (2). Como se verá en la sección 4, la construcción de las series T_{12}^m en los últimos meses, para los que se dispone de datos de precios, requiere hacer predicciones sobre éstos.

El propósito de este artículo es evaluar la tendencia inflacionista (tasa T_{12}^2 del IPSEBENE) en España, sobre la base de la información más reciente, poniendo énfasis en su evolución a lo largo de 1988. Además, se presenta una comparación de la tendencia inflacionista entre España, la Comunidad Económica Europea, USA y Japón. La sección 3 se dedica a la justificación y el cómputo del IPSEBENE. En la sección 4 se analiza la medición de la tendencia inflacionista y su evolución a lo largo de 1988. En la sección 5 se compara la tendencia inflacionista entre España y otros países.

3. EL IPSEBENE: INDICE DE PRECIOS AL CONSUMO DE LOS SERVICIOS Y BIENES ELABORADOS NO ENERGETICOS

Razones económicas y estadísticas (véase Espasa *et al.*, 1987) aconsejan estudiar el IPC a partir de una desagregación del mismo en *cinco componentes básicos*, que se recogen en el cuadro 1, donde se se-

(1) Para el cálculo de estas tasas las observaciones del correspondiente índice de precios se han corregido de movimientos bruscos con efecto pasajero en la inflación, como son los debidos a la implantación del impuesto sobre el valor añadido en enero de 1986.

(2) Cuando el número de meses que entran en la tasa es par asignaremos ésta al segundo de los meses centrales.

ñala el porcentaje de participación de cada componente en el índice global. La tasa de variación T_{12}^1 para cada uno de ellos se da en el gráfico 2.

1. Componentes básicos del IPC y su participación en el total

- | |
|--|
| A) ALIMENTOS SIN ELABORAR (15,46 %) |
| B) ALIMENTOS ELABORADOS (17,56 %) |
| C) INDUSTRIALES NO ENERGETICOS (25,74 %) |
| D) SERVICIOS (34,24 %) |
| E) ENERGIA (7,00 %) |

En el gráfico 2B se puede apreciar que el índice de alimentos sin elaborar (ANE) es el componente más errático del IPC. Esta mayor erraticidad es causada por varios factores. El primero es que incluye en su cesta bienes estacionales. Por tanto, los productos y su participación varían de mes a mes. Esta característica explica, en parte, el comportamiento enormemente oscilante del ANE, e invalida la representatividad de sus tasas de crecimiento intermensuales (véase Camio, 1987; Camio y Rodríguez de Pablo, 1988).

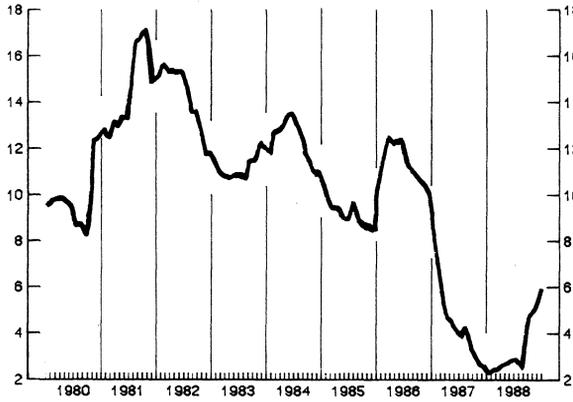
Otro factor importante es el impacto de variaciones de la oferta. Los precios reflejan las condiciones climatológicas o las importaciones de choque realizadas para paliar la inflación.

El componente de alimentos no elaborados induce una oscilación en el IPC, debido al método de construcción y a condiciones puntuales de la oferta. Por ello, en la medida en que la evolución de los precios relativos de los alimentos no elaborados respecto a los de los restantes bienes y servicios viene siendo relativamente estable (véase gráfico 3, en Espasa *et al.*, 1987) en los últimos años y no existen causas previsibles para que esa dicha estabilidad desaparezca en un futuro próximo, es recomendable medir la tendencia inflacionista usando un índice de precios al consumo que excluya el ANE.

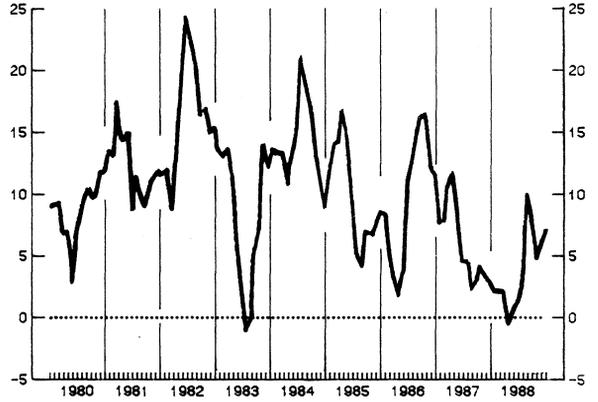
El índice de precios de la energía también requiere un tratamiento especial. El índice de energía incluye únicamente bienes cuyos precios son administrados, con lo que su movimiento es de forma escalonada. Su evolución debe tratarse separadamente. Si el índice de precios de los bienes energéticos incluidos en el IPC sigue, a medio plazo, el movimiento de los restantes precios, la tendencia inflacionista se mide mejor eliminando también del IPC los precios energéticos. La variable resultante -IPSEBENE- es el componente de servicios y bienes elaborados no energéticos del IPC, que representa el 77,54 % del agregado.

2. Tasas de crecimiento (T_{12}) de los componentes básicos del índice de precios al consumo

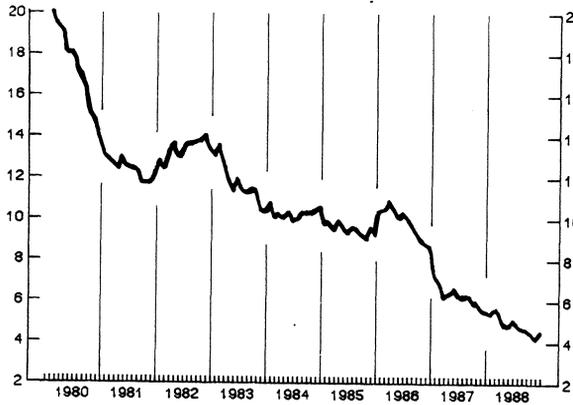
A. ALIMENTOS ELABORADOS



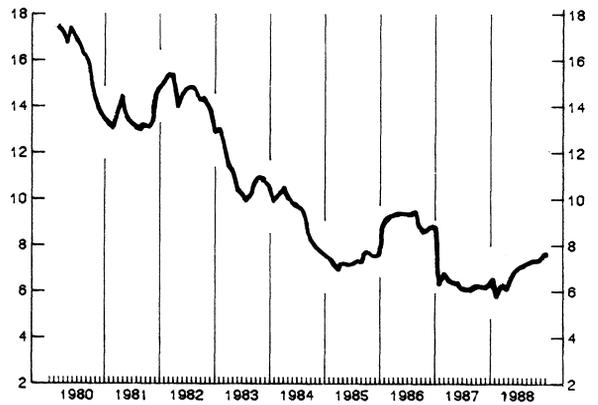
B. ALIMENTOS NO ELABORADOS



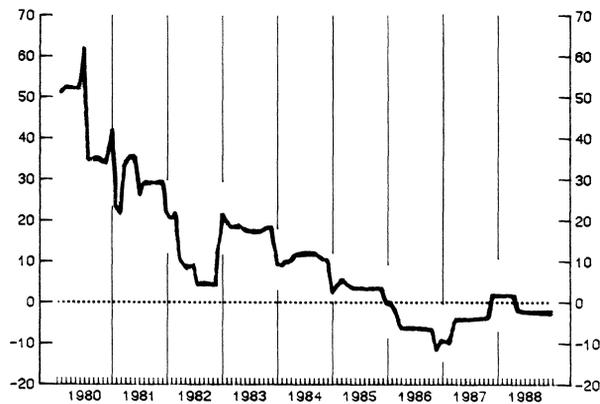
C. BIENES INDUSTRIALES NO ENERGETICOS



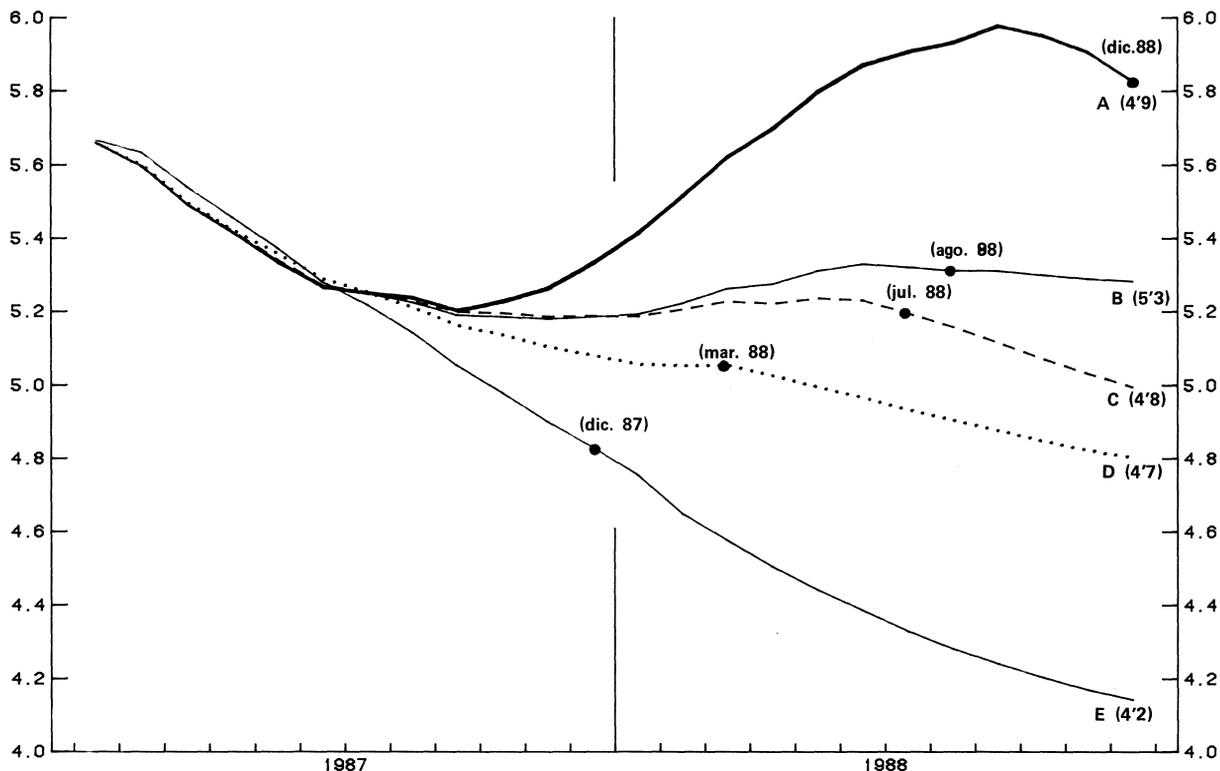
D. SERVICIOS



E. ENERGIA



3. Inflación subyacente en el IPSEBENE



- (a) Estimación realizada en diciembre de 1988.
- (b) Estimación realizada en agosto de 1988.
- (c) Estimación realizada en julio de 1988.
- (d) Estimación realizada en marzo de 1988.
- (e) Estimación realizada en diciembre de 1987.

El IPSEBENE es la variable que se utiliza en el resto de este artículo para medir la tendencia inflacionista, o *inflación subyacente*. Sin embargo, si se espera que los precios de bienes energéticos (derivados del petróleo, gas, carbón y electricidad) evolucionen a medio plazo de forma diferente al resto de los precios, es importante incluir tales precios en la medida de inflación subyacente. En tal caso sólo eliminaremos del IPC el índice de precios de alimentos no elaborados (1). En el resto del artículo se analiza la inflación subyacente a partir del IPSEBENE, pero, cuando sea pertinente, el estudio se debe realizar incluyendo los precios de bienes energéticos.

El efecto de estos ajustes sobre la tasa T_{12}^1 del IPC se recoge en el gráfico 1C, que contiene el IPSEBENE para la economía española en el período 1985-1988.

El desglose del IPC recogido en el cuadro 1 es importante para detectar cambios significativos en los

(1) Como el crecimiento de los precios energéticos se produce a saltos, su crecimiento tendencial se mide de forma diferente al del resto de precios. Sobre este punto véase Espasa *et al.* (1987).

precios relativos. En la sección siguiente se comentan ciertas características de la evolución reciente de dichos precios relativos.

4. MEDICIÓN DEL REBROTE INFLACIONISTA EN 1988

La tasa T_{12}^1 de un índice de precios es una media ponderada de las doce tasas m_1 que se han registrado en el año correspondiente (1). A partir de una transformación de la serie T_{12}^1 del IPSEBENE, se puede obtener una medida de la tendencia inflacionista o *inflación subyacente*. Esta transformación se denomina T_{12}^2 y es el crecimiento del nivel medio del IPSEBENE durante doce meses consecutivos respecto del nivel medio de los doce meses inmediata-

$$(1) T_{12}^1 = \frac{X_t - X_{t-12}}{X_{t-12}} = \sum_{n=0}^{n=11} \frac{X_{t-n} - X_{t-n-1}}{X_{t-n-1}} \cdot \frac{X_{t-n-1}}{X_{t-12}}$$

$$= \sum_{n=0}^{n=11} m_{1n} \cdot \frac{X_{t-n-1}}{X_{t-12}}$$

Donde las X denotan el nivel del índice de precios.

mente anteriores. La tasa T_{12}^{12} es una media ponderada de las doce tasas T_{12}^1 comprendidas en un período de 24 observaciones consecutivas del IPSEBENE (1).

En el gráfico 1D se representa la inflación subyacente en la economía española, desde 1985 hasta finales de 1988, calculada con información a diciembre de 1988, y corrigiendo los datos originales por el efecto transitorio de la introducción del impuesto sobre el valor añadido (2).

El centrado de la tasa T_{12}^{12} implica que para la última observación del IPSEBENE, dígame la correspondiente al mes t , el último valor observado de la inflación subyacente corresponde al mes $t-11$. Para poder calcular la inflación subyacente correspondiente al mes t , si éste es el último mes para el cual se dispone de datos observados, se necesita predecir el valor del IPSEBENE en $t+1$, $t+2$, ... $t+11$. El IPSEBENE se puede predecir con once meses de antelación, utilizando, como se hace en Matea (1989), el índice de precios industriales de bienes de consumo como indicador adelantado. Con el paso del tiempo las predicciones se sustituyen por realizaciones y se desplaza el período base de la predicción. Con ello el perfil de la inflación subyacente va cambiando, ya que los valores no son definitivos hasta pasados once meses (3). Los modelos de predicción de precios utilizados para España se dan en el Apéndice. Para los modelos de otros países, véase Matea y Espasa (1989).

Como se comenta más adelante, es también útil comparar la estimación contemporánea de la ten-

(1) La tasa T_{12}^{12} es una media ponderada de doce tasas T_{12}^1 , tal como se desprende de la siguiente expresión:

$$T_{12}^{12} = [\sum_{j=0}^{11} X_{t+j} - \sum_{n=1}^{12} X_{t-n}] / \sum_{n=1}^{12} X_{t-n} =$$

$$= \sum_{j=0}^{11} \left(\frac{X_{t+j} - X_{t+j-12}}{X_{t+j-12}} \right) \left(\frac{X_{t+j-12}}{\sum_{n=1}^{12} X_{t-n}} \right),$$

donde el último término de la igualdad es un sumatorio de 12 términos, en los que el primer paréntesis es una tasa T_{12}^1 y el segundo su correspondiente ponderación.

(2) La tasa T_{12}^{12} del IPSEBENE eliminando los efectos del IVA es un buen indicador de la tendencia inflacionista, pues se comprueba que dicha tasa es una buena aproximación del crecimiento anual de la tendencia del IPSEBENE (véase Espasa *et al.*, 1987). La medida propuesta en el texto para obtener la inflación subyacente tiene la ventaja de que se calcula sobre datos originales.

(3) La tasa T_{12}^{12} , debidamente centrada, y calculada con predicciones es una generalización de la medida propuesta por Moore (1983), y utilizada por diversos autores (véase Roth, 1986), consistente en medir el crecimiento comparando el valor del índice de precios observado en t con la media de los doce valores inmediatamente anteriores.

dencia inflacionista con las estimaciones pasadas, para ver el efecto que han tenido los errores de predicción sobre esa tendencia (1).

A partir de la inflación subyacente representada en el gráfico 1D se puede analizar la situación inflacionista actual de la economía española. Para centrarse en la evolución más reciente la línea A del gráfico 3 recoge el gráfico 1D a partir de 1987. En el gráfico 3 se representa también la inflación subyacente tal como se estimaba en algunos meses entre diciembre de 1987 y diciembre de 1988, señalando en cada línea con un punto grueso el valor correspondiente a ese mes. Finalmente, en cada línea del gráfico 3 se especifica entre paréntesis el valor de la inflación al que tiende a estabilizarse cada línea según los modelos de predicción de precios. Este valor se puede denominar expectativa inflacionista a medio plazo.

La línea 3A muestra el rebrote inflacionista acaecido en la economía española a lo largo de 1988. Otro perfil de ese empeoramiento se obtiene siguiendo los puntos gruesos del gráfico 3. Comparando tales puntos se puede apreciar el impacto que han tenido los movimientos inesperados (errores de predicción) de los precios sobre la tendencia inflacionista medida a lo largo de 1988.

En diciembre de 1987, los modelos de predicción de precios, que se recogen en el Apéndice, daban un valor esperado de la tasa T_{12}^{12} del IPSEBENE para 1988, media anual sobre media anual (asignada al mes de enero con el centrado de la tasa) de 4,8 %. En lugar de eso, ha sido del 5,4 % (2). Nótese que este rebrote inflacionista se detectó a partir de febrero de 1988, mientras que la T_{12}^1 del IPC (gráfico 1B) no muestra un empeoramiento hasta junio de 1988.

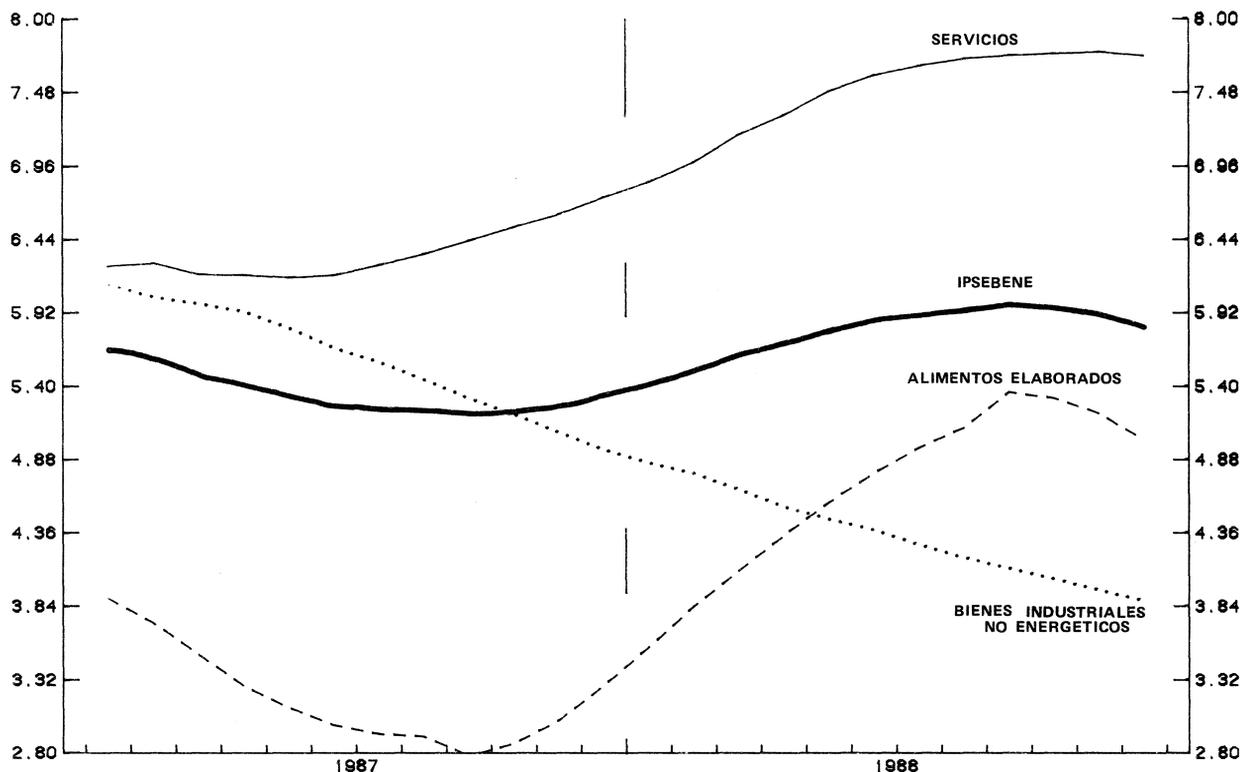
El rebrote inflacionista de 1988, ha repercutido en un empeoramiento de las expectativas inflacionistas a medio plazo. Esto se puede analizar a partir de los valores señalados entre paréntesis en el gráfico 3. De ellos se deduce que esas expectativas han empeorado también, pasando de un 4,2 % en diciembre de 1987 a un 4,9 % en diciembre de 1988.

(1) Obsérvese que los precios se pueden estar desacelerando según la estimación actual de la inflación subyacente y haber empeorado las perspectivas de inflación, en el sentido de que la desaceleración actual es menor a la estimada en los meses anteriores. Estos son dos mensajes distintos y ambos tienen importancia para evaluar la situación inflacionista. Así en el ejemplo anterior, la inflación subyacente indica que los precios se están desacelerando, pero el empeoramiento de las perspectivas indica que tal desaceleración se está debilitando.

(2) Para el IPC la correspondiente predicción era del 4,7 % y el valor observado ha sido del 4,8 %.

4. Inflación subyacente en el IPSEBENE y en sus componentes básicos

(Calculadas a diciembre de 1988)



El gráfico 4 contiene, a escala diferente a la del gráfico 3, las T_{12}^{12} del IPSEBENE y de sus tres componentes básicos —servicios, bienes elaborados alimenticios y bienes industriales no energéticos—, estimadas a diciembre de 1988. La tendencia inflacionista del IPSEBENE (línea gruesa del gráfico 4) resulta de tendencias divergentes de sus componentes. La aceleración mayor se observa en los alimentos elaborados, seguida de los servicios. De otra parte, hay una desaceleración en los bienes industriales no energéticos. Todo esto indica una tendencia a la baja en el precio relativo de los bienes frente a los servicios, y en particular de los bienes que entran en el comercio internacional. A medio plazo el crecimiento de los precios de los servicios tiende a consolidarse sobre el 7 %, mientras que en los precios de los bienes su crecimiento tiende a situarse por debajo del 4 %.

Con datos a diciembre de 1988, el último valor observado de la inflación subyacente es el de enero de 1988 (crecimiento del nivel medio del IPSEBENE en 1988 sobre el nivel medio de 1987). Los valores posteriores son provisionales, y se obtienen utilizando predicciones generadas por los modelos que se des-

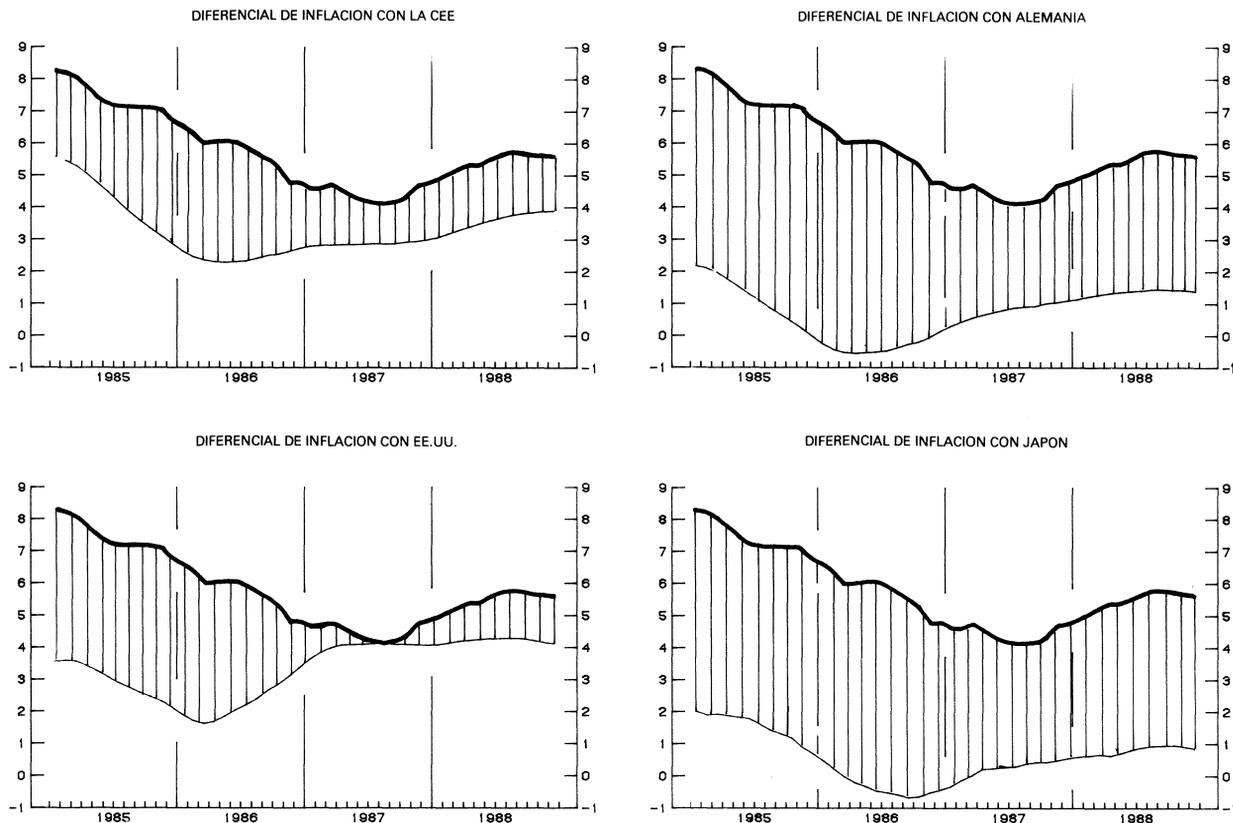
criben en el Apéndice. Con estas predicciones, se estima que el crecimiento de la media del IPSEBENE en 1989, sobre la correspondiente media en 1988, sea del 5,7 %. A medida que se disponga de datos adicionales sobre el IPSEBENE, irá cambiando esta estimación. Por el momento, estos valores provisionales de la inflación subyacente proporcionan ya un baremo —que irá cambiando a lo largo del año— contra el que medir los objetivos de la lucha contra la inflación, y la política económica asociada con esos objetivos.

5. EL DIFERENCIAL DE INFLACION CON OTROS PAISES

En esta sección se analiza el diferencial de inflación con los países miembros de la CEE, USA y Japón. Esto se realiza a partir de la inflación subyacente de cada país (1). Dado que para los países extranjeros no se tiene información para desglosar el IPC en alimentos no elaborados, energía e IPSE-

(1) En el momento de confeccionar este artículo se disponía para todos los países de información hasta diciembre de 1988.

5. Diferencial de inflación de España respecto a la CEE, Alemania, USA y Japón



BENE, el análisis se hace a partir de la inflación subyacente que se deriva de IPC de todos los países, incluida España, eliminando en este último caso el efecto de la introducción del impuesto sobre el valor añadido (1).

En el gráfico 5 se ofrece la evolución del diferencial de inflación de España con la CEE, Alemania, USA y Japón (2). La tendencia inflacionista en España se representa por la línea gruesa.

(1) La utilización del IPC constituye un intento de unificar la medida de inflación entre los distintos países. No obstante, esta unificación sólo se consigue parcialmente, debido a que las ponderaciones con las que se agregan los distintos precios varían de un país a otro (esto ocurre con cualquier índice de precios o deflactor de las Contabilidades Nacionales), y debido, también, a que el cálculo y tratamiento de ciertos precios, como los de la vivienda o los de bienes estacionales, son distintos en otros países.

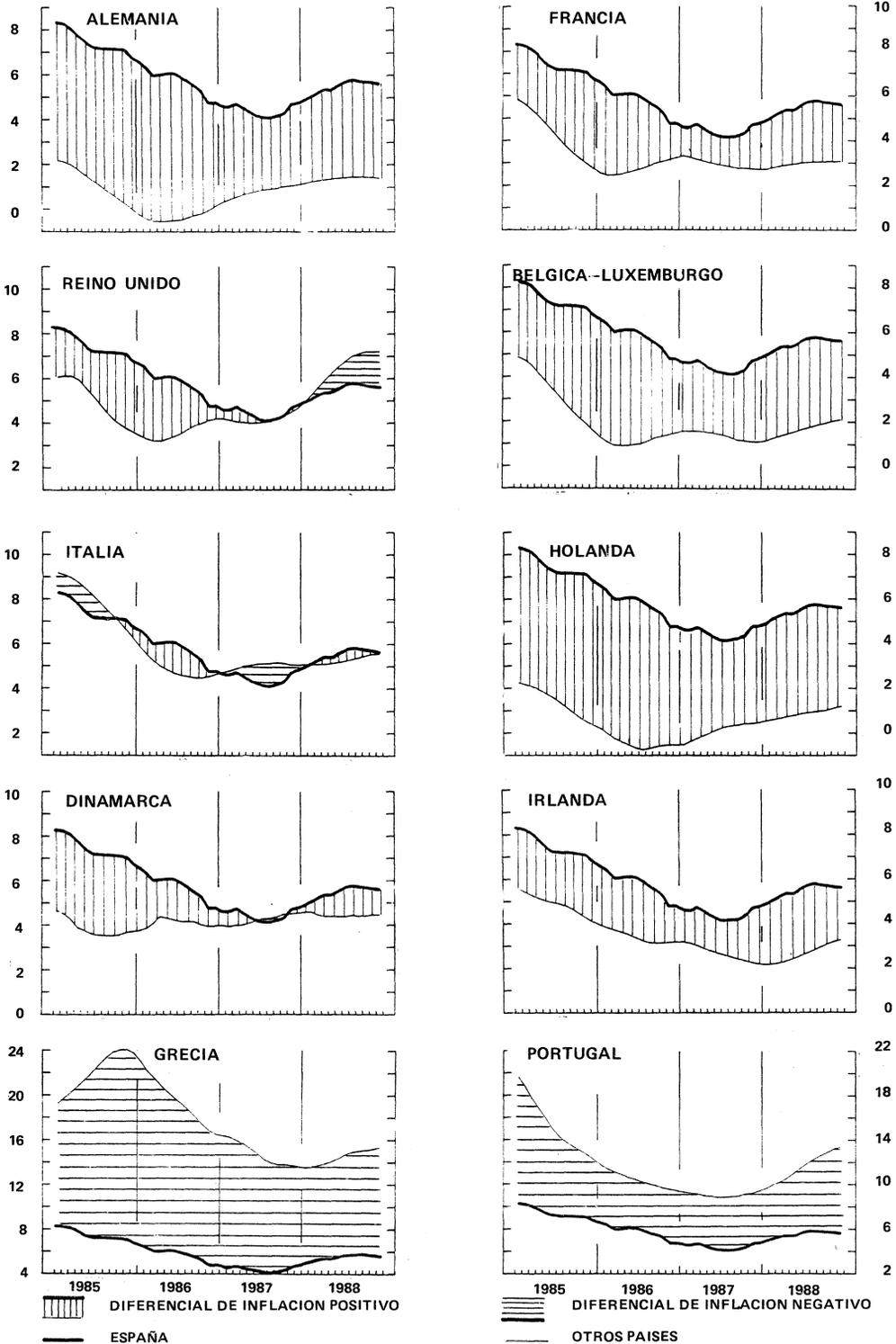
(2) El IPC de la Comunidad, excluida España, se obtiene como la media geométrica de cada uno de los países miembros. Las ponderaciones utilizadas corresponden a la participación porcentual de estos países dentro del comercio exterior de España durante 1985. La serie que aquí se presenta para la CEE, excluida España, incluye, desde el principio, a Portugal.

Se puede observar cómo la importante mejora, iniciada a principios de 1986, del diferencial de inflación con la CEE tocó fondo en el verano de 1987. A partir de finales de dicho año se ha mantenido prácticamente estable en valores ligeramente inferiores a dos puntos porcentuales. Los diferenciales de inflación respecto a Estados Unidos y Japón han seguido, en dichos años, un perfil similar aunque con órdenes de magnitud diferentes.

Es importante señalar que la aceleración registrada en los índices de precios de todos estos países ha sido un indicador adelantado de la aceleración acaecida posteriormente en España. Esta relación no es necesariamente estable en períodos de tiempo amplios, pero puede ser muy significativa en momentos en los que tasas de inflación moderadas constituyen un objetivo prioritario en la política económica española.

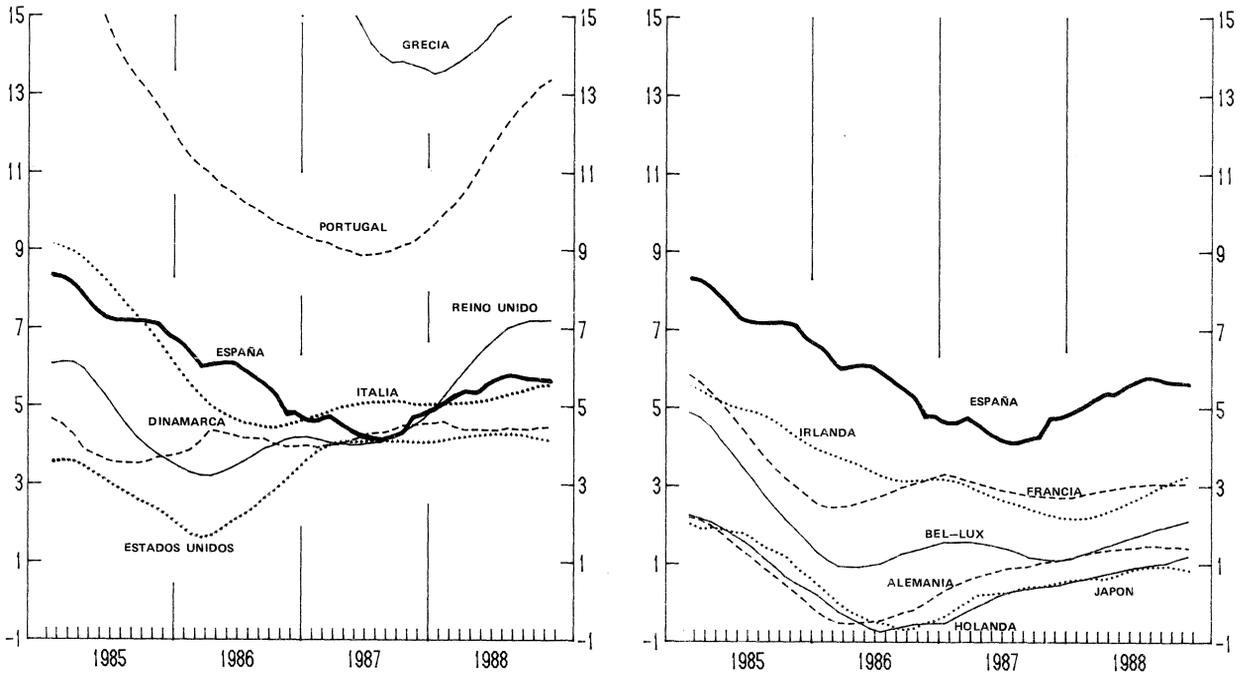
Respecto de Alemania, el diferencial de inflación ha sido en todos estos años importante, no habiendo bajado nunca de 3,2 puntos porcentuales (verano de 1987) y superando los 4 puntos desde junio de 1988.

6. Diferencial de inflación respecto a los países de la CEE (a)



(a) Grecia y Portugal están a mitad de escala. Previsiones con base diciembre de 1988.

7. Inflación subyacente



Nota: El origen de predicción es diciembre de 1988.

En el desglose por países (véase gráfico 6) existe un amplio espectro de diferenciales con España, siendo de destacar los diferenciales negativos o nulos que se tienen con Grecia, Portugal, Italia y Reino Unido. En este último país no ha sido hasta 1988 cuando la situación inflacionista ha empeorado en términos relativos en comparación a España.

Para diciembre de 1988, el diferencial de inflación de España con los otros países miembros de la Comunidad se cuantifica en 1,7 puntos, cifra que comprende valores como el 4,5 respecto a Holanda y el 4,3 en relación a Alemania o el -9,7 % en comparación a Grecia. El diferencial de inflación con Japón ha empeorado desde el verano de 1987, situándose actualmente en 4,8 puntos, y el diferencial con Estados Unidos ha ido creciendo desde entonces, momento en que registró el valor cero, hasta estancarse actualmente en un 1,5 puntos porcentuales.

Finalmente, el gráfico 7 presenta, de una forma compacta, las inflaciones subyacentes de todos los países considerados. La parte derecha del gráfico agrupa a aquellos países que tienen una situación inflacionista inferior a la española y en la parte derecha del gráfico se incluyen aquellos países con una situación similar o superior.

BIBLIOGRAFIA

- CAMIO, J. J. (1987): «El índice de precios al consumo y los productos estacionales», en *Boletín Económico*, Banco de España, febrero de 1987.
- CAMIO, J. J., y RODRÍGUEZ DE PABLO, J. (1988): «El consumo de alimentos no elaborados en España: análisis de la información de Mercasa», en *Documento de trabajo*, número 8802, Banco de España.
- ESPASA, A.; MANZANO, M. C.; MATEA, M.^a LL., y CATAJUS, V. (1987): «La inflación subyacente en la economía española: estimación y metodología», en *Boletín Económico*, Banco de España, marzo de 1987.
- MATEA, M.^a LL., y ESPASA, A. (1988): «El proceso inflacionista en la Comunidad Económica Europea y el diferencial de inflación con España», en *Boletín Económico*, Banco de España, julio-agosto de 1988.
- MATEA, M.^a LL., y ESPASA, A. (1989): «Los diferenciales de inflación de la economía española con los principales países industrializados», de próxima publicación.
- MATEA, M.^a LL. (1989): «Funciones de transferencia simultáneas del índice de precios al consumo de bienes elaborados no energéticos», de próxima publicación.

MOORE, G. (1983): *Business cycles, inflation and forecasting*, NBER, Cambridge, Mass.

OJEDA, A. (1988): *Indices de precios en España en el período 1913-1987*, «Estudios de Historia Económica», número 17, Banco de España.

POVEDA, V., y MARTINEZ MENDEZ, P. (1973): *El empleo de tasas de variación como indicadores cíclicos*, «Estudios Económicos», n.º 2, Banco de España.

ROTH, H. L. (1986): «Leading indicators of inflation», en *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, noviembre. Una traducción al castellano ha sido publicada en ICE, n.º 2.082, 27 abril-3 mayo de 1987.

APENDICE

MODELIZACION DEL INDICE DE SERVICIOS Y BIENES ELABORADOS NO ENERGETICOS

El índice de servicios y bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE) engloba dos sectores con características muy diferentes, el sector de servicios y el de bienes elaborados no energéticos, que aconseja su modelización diferenciando entre ambos.

Para el índice de servicios se dispone de un modelo ARIMA más análisis de intervención, mientras que para el índice de bienes elaborados no energéticos se posee un modelo bivariante en el que aparece como señal el índice de precios industriales de bienes de consumo (1). Dada la inexistencia de solapamiento entre los bienes y servicios sobre los que se construye el índice de precios al consumo de servicios y los distintos índices de precios al por mayor existentes en la economía española, con periodicidad mensual, no se ha podido construir un modelo con indicador para el referido componente del IPC. El modelo univariante de servicios se ofrece en el cuadro A.1. Una referencia aparte requiere el reducido período muestral considerado de este índice, que responde a la conveniencia de ceñirse a una muestra que recoja un comportamiento homogéneo del mismo. La dimensión del período muestral considerado obliga a fijar el parámetro estacional en 0,85, que es el valor que se obtiene con una muestra anterior.

Igualmente en el cuadro A.2 se facilitan las dos funciones de transferencia simultáneas del índice de alimentos elaborados y del índice de bienes industriales no energéticos (componentes básicos del

(1) En Matea (1989) se realiza un estudio pormenorizado de la construcción y validación de las funciones de transferencia simultáneas del índice de precios al consumo de bienes elaborados no energéticos. Lo que aquí se dice está tomado de dicho trabajo.

Cuadro A.1

IPCSER = INDICE DE PRECIOS AL CONSUMO DE SERVICIOS (34,24 %)

$$\Delta\Delta_{12} \log \text{IPCSER}_t = 0,0119\Delta_{12} D8601_t - 0,0090\Delta_{12} D8701_t +$$

(7,52)	(-8,91)
--------	---------

$$+ (1+0,2899L)(1-0,85L^{12})$$

(-1,64)	(fijo)
---------	--------

muestra: 198405 - 198712

número de residuos: 31 (198506 - 198712)

$\sigma_a = 0,00131632$

entre paréntesis el estadístico t

estadístico Box-Pierce-Ljung 14 retardos = 14,0

26 retardos = 26,5

correlograma residual: ningún valor significativamente distinto de cero

correlación entre parámetros, en valor absoluto: todas inferiores a 0,43

residuos superiores a $2\sigma_a$ en valor absoluto:

número de observación	fecha	valor de residuos
17	8509	2,961

DX (X = año, mes): variable impulso con el valor unidad en la fecha recogida en X y con valores cero en los demás meses.

agregado de bienes elaborados no energéticos). (Las causas de las intervenciones que aparecen tanto en este modelo bivariante como en el ARIMA de servicios se pueden obtener mediante petición a los autores.)

Las funciones de respuestas de ambos índices de bienes elaborados no energéticos ante variaciones de los precios al por mayor se caracterizan por agotarse en el transcurso de un trimestre. La elasticidad a largo plazo del índice de alimentos elaborados respecto al índice de precios industriales de bienes de consumo es del 0,85, aceptándose al 95 % de nivel de confianza la elasticidad unitaria (el intervalo de confianza comprende desde el 0,60 al 1,04), mientras que la elasticidad del índice de bienes industriales no energéticos respecto al mismo índice de precios al por mayor se estima en el 0,97, no pudiéndose refutar nuevamente la elasticidad unitaria al 95 % de nivel de confianza, puesto que el intervalo asociado va del 0,82 al 1,12. Por tanto, en ambos casos se acepta que una variación en el índice de precios industriales de bienes de consumo se transmite íntegramente a los correspondientes componentes del IPC en el plazo de tres meses.

Cuadro A.2

IPCAE = INDICE DE PRECIOS AL CONSUMO DE ALIMENTOS ELABORADOS (17,56 %)

IPICIN = INDICE DE PRECIOS AL CONSUMO DE BIENES INDUSTRIALES NO ENERGETICOS (25,74 %)

IPIC = PRECIOS INDUSTRIALES DE BIENES DE CONSUMO

$$\Delta \log \text{IPCAE}_t = 0,0137 \text{ D8011}_t + 0,0119 \text{ D8108}_t + 0,0064 \text{ D8309}_t +$$

(2,19) (4,32) (2,33)

$$+ (0,0189 + 0,0137L + 0,0108L^2) \text{ D8601}_t +$$

(6,59) (5,10) (4,00)

$$+ (0,2643 + 0,2785L + 0,3061L^2) \Delta \log \text{IPIC}_t +$$

(2,95) (3,19) (3,39)

$$+ \frac{a_{1t}}{(1 - 0,5196L^{12})}$$

(5,65)

$$\Delta \log \text{IPICIN}_t = (0,0123 + 0,0068L^2) \text{ D8601}_t +$$

(3,83) (2,30)

$$+ (0,4068 + 0,2995L + 0,2593L^2) \Delta \log \text{IPIC}_t +$$

(4,69) (3,58) (2,81)

$$+ \frac{(2,43) (1 + 0,2566L^{12}) a_{2t}}{(1 - 0,2619L)}$$

(2,35)

muestra: 198001 – 198712

entre paréntesis el estadístico t

número de residuos: 81 (8104 – 8712)

$$\Sigma_a = \begin{bmatrix} 0,914 \text{ E-05} & 0,639 \text{ E-07} \\ 0,639 \text{ E-07} & 0,980 \text{ E-05} \end{bmatrix} \quad \Omega = \begin{bmatrix} 1 & 0,0068 \\ 0,0068 & 1 \end{bmatrix}$$

correlación entre parámetros, en valor absoluto: todos inferiores a 0,45

Σ_a = matriz de varianzas y covarianzas

Ω = matriz de correlaciones contemporáneas

DX (X = año, mes): variable impulso con el valor unidad en la fecha recogida en X y con valores cero en los demás meses.

10-II-1989.

Inversiones de España en el exterior y su comparación con otros países europeos

Este artículo ha sido elaborado por Aurora Alejano Grosso, del Servicio de Estudios.

1. INTRODUCCION

La publicación en la OM del 22 de diciembre de 1988 de una nueva normativa legal sobre las inversiones de España en el exterior constituye un avance adicional en el proceso de reducción de los controles de cambios sobre los movimientos de capital iniciado en 1986, tras la incorporación de España a la CEE. El carácter marcadamente liberalizador de la nueva norma ahonda las líneas básicas del primer impulso aperturista importante, que se produjo en noviembre de 1986, a raíz de la entrada en vigor del RD 2374/1986. Las consecuencias sobre la balanza de capitales de las nuevas disposiciones son difíciles de evaluar en estos momentos. No obstante, la reciente regulación marca un hito en los flujos de capitales de España con el exterior, que sirve de límite natural para realizar una recapitulación del curso histórico de estas partidas de la balanza de pagos hasta el cierre del año 1988, momento de entrada en vigor de la nueva normativa.

La liberalización llevada a cabo por los países comunitarios —en 1979 por Alemania y el Reino Unido y, a partir de 1986, por el resto de los miembros— constituye un marco de referencia de la creciente apertura de los movimientos de capital de España al exterior, ya que sirve de término de contraste y ofrece unas pautas sobre la futura evolución de las inversiones españolas en el extranjero.

Este artículo pretende conjugar este doble aspecto —de análisis del pasado y de comparación con el resto de los países comunitarios—, para ofrecer una descripción más cumplida de la realidad. Por ello, este trabajo se ha marcado un doble objetivo: en primer lugar, pretende realizar un repaso de la evolución seguida por las inversiones españolas en el exterior a lo largo de los últimos años, de manera que, a medida que los efectos de la nueva orden vayan produciéndose, se disponga de un marco de referencia para evaluar su impacto. Y, en segundo lugar, incluye un estudio de las inversiones exteriores realizadas por los países pertenecientes a la CEE, de modo que puedan compararse sus niveles con los registrados por las inversiones españolas en el exterior, extraer unas conclusiones sobre su importancia relativa y servir de referencia para valorar futuros desarrollos de las inversiones de los residentes en los mercados exteriores.

2. EVOLUCION DE LAS INVERSIONES ESPAÑOLAS EN EL EXTERIOR

En este epígrafe se analiza la evolución seguida por las inversiones de España en el exterior desde 1970 hasta 1988, de acuerdo con la última información disponible contenida en el Registro de Caja del Banco España. Asimismo, se estudia el influjo de la reforma liberalizadora llevada a cabo con la publicación del real decreto 2374/1986, de 7 de noviembre. Para ofrecer unas referencias útiles y para analizar su posible complementariedad o sustituibilidad, este estudio se acompaña de una breve descripción de los créditos otorgados al exterior y de las entradas de capital que se han registrado en los últimos años.

En el cuadro 1 se recogen las cifras de inversiones y créditos de España en el exterior, así como la proporción de ambos con respecto al PIB (1). Como puede verse en dicho cuadro, las salidas de capital a largo plazo llevadas a cabo en el período 1970-1988, si bien muestran una tendencia creciente en términos netos, han tenido una importancia cuantitativa modesta, como se deriva de su escasa proporción con respecto al PIB. Dichas salidas se han instrumentado bajo la forma de inversiones y créditos con cuantías similares en ambas partidas, si bien la tendencia uniforme observada para las inversiones contrasta con la alta variabilidad experimentada por los créditos.

La evolución seguida por las inversiones españolas en el exterior, entre 1970 y 1988, puede dividirse en cuatro fases bien diferenciadas, con años de cierre en los ejercicios 1973, 1977, 1982 y 1988, respectivamente. Hasta el año 1973, el volumen de inversión se situó, en el promedio del período, en torno a 50 millones de dólares, con una proporción sobre el PIB de tan sólo 0,1 puntos porcentuales. Entre 1974 y 1977 se experimentó un importante avance relativo, con un incremento de 130 millones de dólares en relación al nivel registrado anteriormente, pasando a representar un 0,2 % sobre el PIB en el promedio del segundo tramo acotado.

A partir de 1978, y hasta 1982, se localiza el tercer período señalado, en el que se observa un nuevo impulso de la actividad inversora, destacando el volumen registrado en el año 1982, que constituye el máximo hasta entonces contabilizado, tanto en tér-

(1) Actualmente, el Banco de España está procediendo a una depuración de las cifras de inversiones totales, correspondientes a los años 1987 y 1988 (enero-noviembre), que presentan un problema de sobrevaloración como consecuencia de una errónea asignación de códigos. Dichas cantidades, que se estiman en torno a los 270 y 600 millones de dólares, respectivamente, serán publicadas con carácter definitivo cuando dicho proceso haya concluido.

minos absolutos (814 millones de dólares), como en términos relativos (0,5 puntos porcentuales sobre el PIB).

El importante incremento observado durante 1979 viene explicado, básicamente, por el crecimiento de las inversiones directas. El dinamismo mostrado por este tipo de inversión responde, por una parte, al aumento de las exportaciones y a la necesidad de apoyarlo con la constitución de delegaciones y servicios en el exterior y, por otra, a la fuerte expansión en el extranjero de la banca española. Asimismo, este mayor impulso encontró cauce legal en la liberalización llevada a cabo durante dicho año con la publicación del real decreto 2236/1979.

Durante los años 1980 y 1981 se registraron niveles similares al observado en 1979. Las inversiones directas crecieron a niveles más moderados, concentrándose en la financiación de prospecciones mineras y petrolíferas. A su vez, las inversiones de cartera, que hasta 1979 sólo estaban autorizadas para algunos residentes (compañías de seguros, fondos de inversión y sociedades de cartera, Cartex, etc.), registraron un notable incremento a raíz de la supresión de dicha limitación.

En 1982, coincidiendo con unas expectativas muy arraigadas de depreciación de la peseta, se experimentó un aumento en el flujo anual de 500 millones de dólares, que se tradujo en un incremento, en términos de su proporción sobre el PIB, de 0,3 puntos porcentuales, respecto al nivel registrado en 1981. A partir del segundo semestre de este año, los principales mercados bursátiles iniciaron una tendencia al alza ante la mejora del clima económico de los países de la OCDE, del descenso de la inflación y de los tipos de interés, y del aumento de los beneficios empresariales. Dicha recuperación, unida a la escalada iniciada por el dólar, con unas expectativas a corto plazo claramente alcistas, determinaron el fuerte crecimiento registrado.

El aumento de las inversiones directas en 284 millones de dólares, se explica por el excepcional nivel que, en ese año, tomó el proceso de penetración de la banca española en las redes bancarias de los países latinoamericanos. Las inversiones de cartera experimentaron también un importante incremento, cifrado en 215 millones de dólares. Debe destacarse, sin embargo, que dichas inversiones sirvieron básicamente como operaciones de cobertura de riesgo de cambio llevadas a cabo a través de la adquisición de activos financieros denominados en moneda extranjera. En efecto, la legislación de control de cambios sometía el reembolso anticipado de los créditos en moneda extranjera a autorización previa, que, a

1. Inversiones y créditos de España en el exterior (a)

Millones de dólares

	Total	% PIB	Inversiones				Créditos				
			Total	Privadas	Públicas	% PIB	Total	Privados (b)	Públicos (c)	Sistema bancario (d)	% PIB
1970	94,3	0,2	43,0	43,0	—	0,1	51,3	11,2	40,1	...	0,1
1971	159,6	0,4	25,9	25,9	—	0,1	133,7	56,4	77,3	...	0,3
1972	171,6	0,3	56,5	56,5	—	0,1	115,1	79,4	35,7	...	0,2
1973	271,7	0,4	90,9	90,9	—	0,1	180,8	123,3	57,5	...	0,3
1974	268,3	0,3	151,0	151,0	—	0,2	117,3	65,9	48,3	3,1	0,1
1975	423,2	0,4	189,4	189,4	—	0,2	233,8	151,9	15,0	66,9	0,2
1976	593,1	0,6	207,0	207,0	—	0,2	386,1	173,3	60,9	151,9	0,4
1977	550,2	0,5	185,0	185,0	—	0,2	365,2	10,1	1,6	353,5	0,3
1978	1.104,6	0,8	249,0	249,0	—	0,2	855,6	60,4	190,5	604,7	0,6
1979	681,7	0,4	338,6	338,6	—	0,2	343,1	-32,6	-25,1	400,8	0,2
1980	781,8	0,3	307,0	307,0	—	0,1	474,8	50,2	-27,7	452,3	0,2
1981	927,6	0,4	313,5	313,5	—	0,2	614,1	107,6	24,1	482,4	0,3
1982	2.110,3	1,2	813,8	813,8	—	0,5	1.296,5	185,3	164,3	946,9	0,7
1983	555,6	0,4	322,1	322,1	—	0,2	233,5	2,1	78,0	153,4	0,2
1984	778,8	0,5	419,2	419,2	—	0,3	359,6	226,6	150,9	-17,9	0,2
1985	1.071,7	0,7	589,9	588,7	1,2	0,4	481,8	421,7	138,7	-78,6	0,3
1986	861,3	0,4	930,3	927,1	3,2	0,4	-69,0	-417,0	320,5	27,5	—
1987	1.201,2	0,4	716,3	679,8	36,5	0,2	484,9	-201,9	275,5	411,3	0,2
1988	3.292,6	1,0	1.370,0	1.371,2	-1,2	0,4	1.922,6	553,9	788,3	580,4	0,6

(a) Incluye capital a largo plazo.

(b) Incluye créditos no intermediados por el sistema bancario.

(c) Incluye los créditos otorgados por el ICO.

(d) Incluye los créditos «comprador extranjero».

Fuente: Registro de Caja. Banco de España.

medida que se acentuaban los problemas de financiación de la balanza de pagos, era otorgada de forma cada vez más restrictiva. Ante el deseo de acelerar el reembolso del endeudamiento o de cubrir el riesgo de cambio del mismo, las empresas adquirieron títulos de renta fija, en moneda extranjera, para realizar dicha cobertura.

Los años comprendidos entre 1983 y 1988 han constituido el cuarto y último período, en el que se han localizado las mayores salidas de capital bajo la forma de inversiones.

Durante 1983 se observó una importante caída en el volumen de inversiones en el exterior. La disminución de 200 millones de dólares registrada por las inversiones de cartera en dicho período tiene su explicación en la limitación a que quedaron sometidas éstas, tras la suspensión temporal que el real decreto 1955/82 estableció sobre la adquisición de determinados títulos de renta fija en moneda extranjera, previamente liberalizada por el real decreto 2236/79. A través de esta norma trataron de evitarse las operaciones de cobertura señaladas. Posteriormente, la normalización parcial de las inversiones en cartera, en 1984, posibilitó la recuperación de dichas adquisiciones, que experimentaron un considerable crecimiento con compras de títulos en divisas emitidos por organismos internacionales y por empresas españolas. Dichas compras se aceleraron tras la supre-

sión total de la prohibición impuesta con el real decreto 1955/82 en febrero de 1985.

A partir de 1986 se desarrolló un fuerte impulso de la actividad inversora, con una mayor presencia en el exterior, de los residentes españoles, que estuvo estrechamente relacionada con el cambio llevado a cabo en la normativa legal. España ha mantenido tradicionalmente un rígido sistema de control de cambios. La incorporación a la Comunidad Económica Europea y la globalización de las transacciones financieras hicieron conveniente una adaptación progresiva al régimen de liberalización de los movimientos de capital vigente en los países del entorno europeo. En este sentido, el actual proceso de liberalización de los movimientos de capital discurre de forma gradual bajo cuatro disposiciones fundamentales, que, por orden cronológico, son:

- Real decreto 2374/1986, de 7 de noviembre, sobre inversiones españolas en el exterior.
- Directiva aprobada por el Consejo Europeo el 17 de noviembre de 1986. Esta directiva comunitaria ha tenido reflejo en nuestra regulación a través de la orden ministerial de 25 de mayo de 1987.
- Directiva comunitaria de 13 junio de 1988.
- Orden ministerial del 19 de diciembre de 1988 sobre inversiones españolas en el exterior.

En el cuadro 2, de acuerdo con la información suministrada por el Registro de Caja del Banco de España para el período 1970-1988, se recoge la evolución seguida por las inversiones españolas en el exterior según las cuatro rúbricas contempladas en la legislación vigente: inversiones directas, de cartera, en inmuebles y otras. En dicho cuadro, se ofrece una definición de los conceptos incluidos en cada una de ellas.

Las medidas liberalizadoras introducidas con el RD 2374/1986 tuvieron un impacto diferente según las distintas rúbricas. Como puede observarse en dicho cuadro y en el gráfico 1, mientras que las inversiones directas aumentaron de manera lenta y gradual, en torno a 86 millones de dólares en 1986, las inversiones de cartera y la adquisición de títulos a corto plazo experimentaron un crecimiento espec-

taular, evaluado en unos 210 millones de dólares, y 40 millones de dólares, respectivamente. Este incremento pone de manifiesto la mayor sensibilidad de éstas al marco regulador existente y a las expectativas de rendimientos por intereses y depreciación de la peseta (gráfico 2).

Con posterioridad a 1986 no se ha hecho notar tanto el influjo de este impulso liberalizador, aunque por razones ajenas al proceso normativo. En efecto, durante 1987, el ritmo de avance de las inversiones españolas en el exterior fue inferior al de 1986 en 214 millones de dólares. La peculiar situación económica que atravesó España en dicho período, que se expresó en un alto diferencial de intereses con el exterior, fuertes presiones a favor de la apreciación de la peseta y una elevada rentabilidad ofrecida por los activos denominados en moneda nacional, fomentó

2. Inversiones de España en el exterior (a) (% respecto al PIB)

Millones de dólares

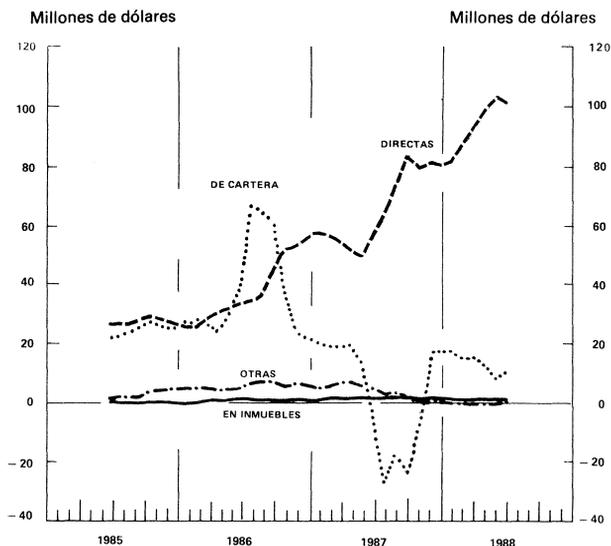
	Total	% PIB	Directas	Cartera	Inmuebles	Otras
1970	43,0	0,1	43,4	-0,3	-0,1	-
1971	25,9	0,0	25,1	0,4	0,4	-
1972	56,5	0,1	56,5	-0,4	0,3	0,1
1973	90,9	0,1	79,3	11,2	0,3	0,1
1974	151,0	0,2	127,9	18,2	1,0	3,9
1975	189,4	0,2	167,6	18,6	0,6	2,6
1976	207,0	0,2	184,8	13,6	1,4	7,2
1977	185,0	0,1	247,1	2,2	0,4	-64,7
1978	249,0	0,2	306,7	4,0	-1,3	-60,4
1979	338,6	0,2	419,5	15,6	1,4	-97,9
1980	307,0	0,1	267,8	34,3	1,5	3,4
1981	313,5	0,2	260,5	47,3	2,0	3,7
1982	813,8	0,5	545,4	261,7	1,3	5,4
1983	322,1	0,2	256,8	60,6	1,1	3,6
1984	419,2	0,3	243,4	168,5	0,5	6,9
1985	588,7	0,4	317,2	258,6	-0,6	13,6
1986	927,1	0,4	403,1	468,7	2,0	53,3
1987	679,8	0,2	675,3	-70,8	21,7	53,6
1988	1.371,2	0,4	1.215,0	134,5	15,3	6,3

(a) Incluye capital privado a largo plazo.

Fuente: Registro de caja. Banco de España.

- **INVERSIONES DIRECTAS:** Incluye las inversiones de capital españolas en el extranjero, destinadas a la investigación y explotación de hidrocarburos y minería, y aquellas participaciones españolas en el extranjero que, de conformidad con las normas reguladoras en cada momento, tengan la consideración de inversiones directas. Asimismo, se incluyen las siguientes operaciones: dotación a sucursales y establecimientos; aportaciones y participaciones españolas en el capital de empresas que no adopten la forma de sociedad por acciones; compras, en bolsa o fuera de ella, de títulos extranjeros de cualquier clase de renta variable y derechos de suscripción cuando la participación alcance, al menos, el 20 % del capital social; inversiones de carácter duradero, que permitan al inversor español una influencia efectiva en la gestión de la sociedad; concesión de préstamos financieros con un período de amortización igual o superior a cinco años a empresas filiales; y las reinversiones en la misma entidad extranjera.
- **INVERSIONES EN CARTERA:** Participación de residentes en fondos de inversión mobiliaria extranjeros; participaciones en el capital de sociedades, representado por acciones o similares que, de conformidad con las normas reguladoras, tengan dicha consideración, siempre y cuando esta participación no pueda calificarse de inversión directa. Por último, adquisición de títulos de renta fija o variable, emitidos en el exterior por no residentes.
- **INVERSIONES EN INMUEBLES:** Compras de inmuebles en el extranjero, por personas residentes, para uso propio o para el ejercicio de una actividad empresarial.
- **OTRAS INVERSIONES:** Hasta diciembre de 1984 se incluyen: aportaciones a cuentas en participación, no incluidas como inversiones directas. Estas aportaciones se componen de capitales puestos a disposición de un comerciante no residente por un residente y la financiación española de películas en coproducción rodadas en el extranjero. A partir de enero de 1985, además de lo anterior, se incluyen: fondos anticipados por residentes, como consecuencia de sus inversiones en sociedades en el extranjero; y aquellas otras formas de inversiones españolas en el extranjero, no incluidas expresamente en el resto ya comentado.

1. Inversiones de España en el exterior (a)



(a) Medias móviles anuales de variaciones en millones de dólares, centradas seis meses antes del último dato disponible.

Fuente: Registro de Caja y elaboración propia.

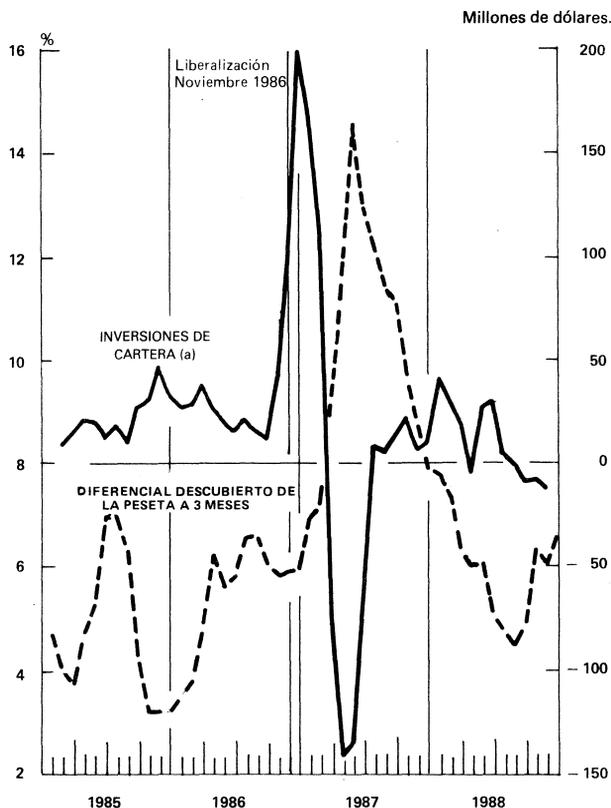
la confianza de los extranjeros en el futuro de la economía española e incentivó sus inversiones, al tiempo que desanimó las inversiones de España en el exterior. Como resultado de todo ello, se inició un proceso de venta de títulos, previamente adquiridos por los sectores residentes en los mercados internacionales, que culminó en una desinversión neta en cartera de 71 millones de dólares. Como cabía prever, las inversiones directas mostraron una menor sensibilidad a las modificaciones en los diferenciales de intereses y, en 1987, la inversión directa en el exterior continuó experimentando una tendencia creciente, con un incremento en torno a los 270 millones de dólares respecto al flujo neto observado en 1986; cifra esta ligeramente inferior al aumento registrado en 1982.

Como puede apreciarse en el gráfico 1, en el cuarto trimestre de 1987, desaparecidas las condiciones excepcionales de rentabilidad ofrecidas por los títulos emitidos en el mercado nacional, tras el «crash» bursátil, la inversión de cartera registró una importante recuperación. A lo largo de 1988, las inversiones directas siguieron, asimismo, una tendencia claramente creciente, con importantes volúmenes, superiores a los registrados en el año 1987.

Para desarrollar las razones que subyacen al débil curso ascendente, que ha ido señalándose en los párrafos anteriores, conviene distinguir las dos vías principales de inversión utilizadas por el sector residente: las inversiones directas y las de cartera.

Es difícil achacar la escasa relevancia de las inversiones directas a la sola actuación de los controles de cambios. Hasta 1979, el rígido control existente pudo tener un impacto importante, sobre todo en los primeros años de la década de los setenta, tras los problemas de Matesa. A partir de dicha fecha, sin embargo, la legislación y la actuación de las autoridades han sido cada vez más abiertas y los flujos de adquisición de empresas y de instalación de sucursales no han respondido en la misma medida. Cabe encontrar las razones de esta pobre capacidad de respuesta en otros factores, que pueden denominarse «estructurales», tales como el hecho de que la actividad exportadora española no haya necesitado para su desarrollo de la creación de grandes redes comerciales en el exterior, dado el escaso valor añadido de los productos exportados, que no precisaron de canales de distribución propios, o al hecho de que el mayor impulso exportador haya venido impartido por filiales españolas de empresas multinacionales, que han utilizado la infraestructura extranjera de la matriz en el proceso de comercialización; o, quizás, al simple hecho de que, a partir de los años ochenta, los exportadores españoles no se han mostrado dis-

2. Inversiones de cartera de España en el exterior



(a) Medias móviles trimestrales de variaciones mensuales centradas en el dato medio.

Fuente: Registro de Caja y elaboración propia.

puestos a asumir riesgos en los mercados tradicionales de Latinoamérica o en las naciones productoras de petróleo, a la vista de sus problemas de deuda externa.

La evolución de las inversiones de cartera, por el contrario, ha sido más sensible a la legislación de control de cambios vigente en cada momento. Las regulaciones específicas, que dificultaron este tipo de colocaciones hasta el año 1979, explican los bajos niveles registrados; mientras que el fuerte aumento experimentado con posterioridad a esta fecha encubre, parcialmente, operaciones de cobertura de riesgo de cambio realizadas al amparo de una normativa más liberal. No obstante, cabe señalar la lenta respuesta que han emitido los residentes españoles a las distintas posibilidades de colocación de fondos en el exterior, que pone de manifiesto que el proceso de aprendizaje de nuevos mercados, asimilación de otros hábitos operativos y el uso de otras oportunidades de inversión es un desarrollo complejo.

Hay que señalar, no obstante, que la propia evolución de la regulación ha condicionado el comportamiento de los inversores españoles, que se han visto inducidos a buscar y utilizar, en cada momento, los posibles resquicios legales remanentes.

En el Anexo se ofrece un resumen de la evolución histórica de la normativa reguladora. La selección de normas y de conceptos se ha llevado a cabo con el criterio de simplificar un conjunto de disposiciones inevitablemente farragoso.

Tal como puede observarse en el cuadro 1, la evolución seguida por los créditos a largo plazo, concedidos a no residentes, no obedece a una tendencia tan uniforme, y contrasta con el curso descrito para las inversiones, observándose períodos muy localizados de contratación de volúmenes relativamente importantes, junto a otros de vencimientos netos, que reflejan la sensibilidad mostrada por este tipo de operaciones a las variaciones registradas por los tipos de interés, a las expectativas sobre el tipo de cambio de la peseta y a la calidad y solvencia de los prestatarios.

Como se recoge en el cuadro 1 (1), entre 1971 y 1975, se registró un montante de créditos bastante homogéneo, entre 100 y 200 millones de dólares,

(1) Hay que señalar que las cifras de créditos otorgados al exterior sólo recogen movimientos de entrada y salida de capitales y, por tanto, no incluyen los créditos en divisas otorgados por el sistema bancario, con fondos obtenidos previamente en el exterior. (Circular 5/87, anteriormente denominada 9-DE.)

con una proporción sobre el PIB situada entre 0,2 y 0,3 puntos porcentuales. Posteriormente, entre 1976 y 1982, su volumen experimentó un nuevo avance, impulsado por los créditos a comprador extranjero intermediados por el sistema bancario, figura que mostró un crecimiento continuo desde 1974. De nuevo, la debilidad mostrada por la peseta y las expectativas de los operadores sobre su posible depreciación fueron las razones principales del incremento contabilizado en los créditos al exterior durante el año 1982. También, en esta ocasión, la mayor parte del aumento se canalizó a través de bancos y cajas de ahorro, con una fuerte expansión de los créditos a comprador extranjero, que registraron un importe neto superior al contabilizado en 1981, en torno al 200 %.

A partir de 1983, tras la depreciación de la peseta, se experimentó una importante reducción en el importe de los activos crediticios otorgados al exterior por los sectores residentes, en torno a los 1.000 millones de dólares. La crisis financiera internacional iniciada en 1982 y la insolvencia de los países en vías de desarrollo explican dicha disminución. Esta reducción en la financiación otorgada por el sector privado condicionó la actuación de los poderes públicos que, por el contrario, aumentaron sus préstamos exteriores. Asimismo, se observó un descenso de la actividad de intermediación de la banca española en los mercados internacionales. Finalmente, durante 1988, se observa una importante recuperación, apoyada en la reducción de los tipos de interés interiores que se desarrolló a lo largo de los tres primeros meses del año, y, posiblemente, en la valoración de algunos operadores de la evolución futura de la peseta en un horizonte temporal dilatado. Durante este año, al igual que en 1987, el montante de créditos concedidos a no residentes intermediados por el sistema bancario español aumentó de forma considerable.

En resumen, debe destacarse que la financiación crediticia concedida al exterior ha mostrado una mayor semejanza a los procesos de inversión financiera, que a los apoyos a la penetración de los exportadores residentes en los mercados extranjeros. En todo caso, hay que destacar que las salidas de capital a largo plazo de España al exterior han sido relativamente reducidas. No hay que olvidar que todo ello se enmarca en el mantenimiento de un sistema de control de cambios, que ha impuesto dificultades a la salida de capitales, pero sólo en casos excepcionales, y por motivos muy coyunturales, a su entrada.

Para valorar la escasa importancia de los activos financieros de la economía española frente al exterior, en relación con sus pasivos financieros, en el cuadro 3 se recogen las estadísticas de inversiones y

3. Inversiones y créditos del exterior en España

Millones de dólares

	Total	% PIB	Inversiones			Créditos			
			Privadas	Públicas	% PIB	Privados	Públicos	EEDD (a)	% PIB
1970	730,8	1,9	355,4	—	0,9	296,6	12,8	66,0	1,0
1971	778,3	1,9	497,0	—	1,2	223,1	-28,4	86,6	0,7
1972	957,7	1,8	707,1	—	1,3	179,7	62,6	8,3	0,5
1973	1.071,8	1,6	1.122,3	—	1,6	-202,7	71,7	80,5	0,1
1974	2.930,9	3,3	793,2	—	0,9	1.006,6	235,1	895,9	2,4
1975	2.630,2	2,5	609,3	—	0,6	1.400,7	206,8	413,4	1,9
1976	2.883,5	2,7	394,6	—	0,4	1.420,4	775,9	292,6	2,3
1977	3.600,5	2,9	637,8	—	0,5	1.382,1	1.452,5	128,1	2,4
1978	3.128,8	2,2	1.228,4	31,8	0,9	1.641,3	-347,3	574,6	1,3
1979	4.186,8	2,2	1.484,4	2,4	0,8	1.886,3	331,8	481,9	1,4
1980	6.432,5	3,0	1.501,3	-0,1	0,7	3.136,0	338,7	1.406,6	2,3
1981	6.044,6	3,3	1.818,4	—	1,0	2.499,9	938,8	787,5	2,3
1982	4.384,5	2,5	1.782,3	0,3	1,0	655,8	1.441,2	504,7	1,5
1983	3.675,2	2,4	1.673,1	0,8	1,1	807,7	1.161,6	32,0	1,3
1984	3.804,1	2,5	1.999,3	1,9	1,3	1.213,7	927,5	-338,3	1,2
1985	-1.651,9	-1,0	2.458,3	3,7	1,5	-2.594,2	-232,6	-1.287,1	2,5
1986	-2.256,5	-1,0	5.150,2	14,9	2,3	-4.026,7	-1.699,2	-1.695,7	3,2
1987	10.075,8	3,5	7.989,0	329,7	2,9	2.049,0	39,5	-331,4	0,6
1988	14.095,6	4,2	9.128,2	330,2	2,8	3.654,8	-202,6	1.184,3	1,4

(a) Créditos a largo plazo de la circular 9-DE.

Fuente: Registro de Caja. Banco de España.

créditos del exterior en España de acuerdo a los datos suministrados por el Registro de Caja del Banco de España. Estas cifras contrastan enormemente, por su tamaño, con las incluidas en las rúbricas equivalentes en términos de salidas de capital. Si se comparan dichas cifras con las que aparecen en el cuadro 1, anteriormente comentado, se observan importantes discrepancias de magnitud, con una tendencia creciente y uniforme por parte de las importaciones de capital, que desde 1982 han adoptado básicamente la forma de inversiones, tomando claramente el relevo a los créditos.

3. EVOLUCION DE LAS INVERSIONES EN EL EXTERIOR DE LOS PAISES DE LA CEE

La creación de un mercado de capitales unificado entre los países comunitarios se contemplaba en el Tratado de Roma (1959), en los artículos 67 a 73, ambos inclusivos. Su desarrollo reglamentario quedó plasmado en las directivas de 1 de mayo de 1960 y de 18 de diciembre de 1962. Pese a esta concepción liberal de los tratados fundacionales, han sido muchos los impedimentos que han existido para alcanzar una integración efectiva de los mercados financieros europeos.

A comienzos de la década de los setenta y ante las profundas alteraciones que se sucedieron en el panorama económico internacional, como consecuencia de los intensos desequilibrios de la subida

de los precios de las materias primas, los países adoptaron medidas restrictivas que supusieron el reforzamiento de los controles de cambios ya existentes. Dichas medidas se establecieron bajo la forma de cláusulas de salvaguardia previstas en el artículo 108 del Tratado. Aunque, en principio, su aplicación debía ser de carácter temporal y en unas circunstancias muy determinadas, su uso se generalizó, convirtiéndose en una práctica habitual. Más tarde, la instauración, en 1979, del Sistema Monetario Europeo hizo necesario el mantenimiento de los controles de cambios como medio de evitar fluctuaciones excesivas en las cotizaciones de las monedas participantes. Posteriormente, la creciente coordinación entre las políticas económicas de los estados miembros, así como la considerable reducción en el diferencial de inflación permitieron, de nuevo, plantear el proceso de liberalización de los movimientos de capital.

La actual normativa comunitaria se basa en dos nuevas directivas: la de 1986 (1) y la del 24 de junio de 1988 (2), ambas diseñadas para la puesta en práctica del artículo 67 del Tratado constitutivo de la CEE. La directiva de junio de 1988 mantiene como principio básico la liberalización total de los movimientos de capitales entre los estados miembros antes del 31 de diciembre de 1992.

(1) 86/566/CEE.

(2) 88/361/CEE.

4. Inversiones en el exterior de los países pertenecientes a la CEE (a)

Millones de dólares

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Reino Unido	12.823	21.356	22.759	21.892	19.684	20.511	35.501	45.554	42.483
Alemania	9.496	15.881	12.239	11.555	14.353	14.432	21.097	25.416	28.109
Holanda	4.218	5.794	6.210	5.444	4.426	3.473	6.873	12.928	8.497
Francia	9.886	15.977	15.726	12.557	10.753	6.107	6.165	14.117	16.419
Bélgica-Luxemburgo	2.313	1.126	1.836	2.466	4.446	2.739	6.550	9.058	...
Italia	1.502	1.758	815	-338	260	86	3.186	6.157	5.821
España	339	307	314	814	322	419	589	927	680
Dinamarca	0	206	158	174	225	240	0	0	...
Irlanda	0	-39	-180	-118	77	161	269	499	919
Portugal	25	0	0	0	0	0	84	21	...
Grecia	0	0	0	0	0	0	0	0	0

(a) Incluye inversiones directas, de cartera y otros capitales a largo plazo. Un signo (-) indica una desinversión.
Fuente: «Balance of Payments», Eurostat y elaboración propia.

Este es el objetivo final que se han planteado los estados miembros. Sin embargo, los puntos de partida del proceso de liberalización son muy diferentes. A comienzos de 1988 cabía distinguir tres categorías de países dentro de las Comunidades Europeas, de acuerdo con su mayor o menor apertura en relación a las transacciones internacionales de capital:

1. Países con ausencia de controles de cambios, tales como Alemania y Reino Unido, que suprimieron dichas restricciones en el año 1979. Holanda mantiene, asimismo, una legislación cambiaria prácticamente liberalizada.
2. Países que, a pesar de haber avanzado en un proceso de supresión de las trabas a los movimientos de capital, mantienen restricciones. Este es el caso de Bélgica-Luxemburgo, Francia, Italia, Dinamarca y España.
3. Países, como Irlanda, Portugal y Grecia, que mantienen fuertes medidas de control de cambios, si bien han contraído compromisos políticos de liberalización, a través de la directiva de junio de 1988.

De acuerdo con esta última directiva, todos los Estados deberán haber liberalizado sus movimientos de capital con los países miembros el 31 de diciembre de 1992, salvo Portugal y Grecia, cuyos calendarios de liberalización pueden prolongarse hasta 1995, previo juicio de las autoridades comunitarias.

El análisis de la situación comparativa de las inversiones exteriores de los países europeos, que va a realizarse en los próximos párrafos, utilizará como referencia el cuadro 4 (1). Según puede observarse

(1) Asimismo, se adjuntan los cuadros 5, 6 y 7, donde se desglosa el total de inversiones exteriores en las rúbricas de directas, de cartera y otros capitales a largo plazo.

en dicho cuadro, la actividad inversora ha sido muy diferente, según los países, destacando Alemania, Reino Unido, Holanda y Francia, que constituyen el grupo con mayores salidas de capital. Pese a las diferencias apuntadas entre los distintos países, cabe destacar que, a partir del año 1985, se aprecia una tendencia creciente motivada por el inicio de un proceso de desmantelamiento de los controles de cambios, en respuesta al compromiso adquirido con la firma del Acta Unica Europea, en febrero de 1986. Una excepción a esta regla es la situación del Reino Unido y Alemania, en los que la liberalización se había producido en 1979. El avance registrado en los intercambios de capitales externos quedó interrumpido, sin embargo, a lo largo de 1987, apreciándose en todos los países una disminución del porcentaje de participación de las inversiones en el exterior sobre el PIB. La incertidumbre existente en el panorama internacional, la continua caída del dólar americano, la tendencia apreciatoria de monedas como la libra esterlina, el marco alemán y la peseta, junto con el fuerte impacto del «crash» bursátil del mes de octubre, se pueden apuntar como causas explicativas del repliegue de capitales observado al cierre del año 1987.

El Reino Unido constituye el país con mayores salidas de capital, sin duda estimuladas por la situación de absoluta ausencia de trabas a su movilidad exterior a partir del año 1979. La supresión de dichos controles, aparte de reflejar el carácter liberal de la administración inglesa, respondió a la necesidad de mantener la tradición de Londres como uno de los principales centros financieros internacionales, creando las condiciones de movilidad de los flujos financieros necesarias para que pudiera llevarse a cabo el negocio de intermediación de capitales internacionales.

Entre 1979 y 1980, las inversiones inglesas experimentaron un aumento de 8.500 millones de dólares.

5. Inversiones directas (a)

Millones de dólares

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987 (b)
Reino Unido	4.876	11.448	12.211	7.373	7.736	7.693	11.325	15.510	26.195
Alemania	3.778	4.084	3.881	2.482	3.163	3.105	4.831	9.445	9.165
Holanda	1.793	3.283	3.280	2.024	1.681	2.608	3.510	4.189	4.344
Francia	1.580	3.137	4.589	3.058	1.848	2.127	2.237	5.223	8.140
Bélgica-Luxemburgo	923	61	30	-76	358	282	232	1.629	...
Italia	449	-588	-1.133	-637	-1.186	-1.290	1.804	2.667	4.618
España	420	269	261	545	257	243	317	403	675
Dinamarca	...	195	140	79	160	95	0	0	...
Irlanda	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Portugal	10	0	0	0	0	0	22	0	...
Grecia	...	0	0	0	0	0	0	0	0

(a) El signo (-) significa una desinversión.

(b) Para el año 1987 los datos únicamente incluyen hasta el tercer trimestre, excepto para Alemania, Francia y Reino Unido que incluyen el año completo.

Fuente: «Balance of Payments», Eurostat.

6. Inversiones en cartera (a)

Millones de dólares

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987 (b)
Reino Unido	1.553	7.438	8.254	10.813	9.217	11.747	23.530	30.032	15.287
Alemania	1.331	4.251	2.664	4.664	4.051	5.533	10.772	9.920	13.774
Holanda	-574	-168	94	1.048	1.008	907	2.157	6.710	2.788
Francia	1.559	2.081	2.180	-234	1.661	463	2.461	5.996	4.017
Bélgica-Luxemburgo	310	801	1.104	1.260	1.642	1.978	2.066	3.734	...
Italia	-41	407	563	-65	164	206	723	2.212	0
España	16	34	47	262	61	169	259	469	-71
Dinamarca	...	11	18	95	65	145	0	0	...
Irlanda	0	44	115	108	90	84	131	238	319
Portugal	1	0	0	0	0	0	0	0	...
Grecia	...	0	0	0	0	0	0	0	0

(a) El signo (-) significa una desinversión.

(b) Para el año 1987 los datos únicamente incluyen hasta el tercer trimestre, excepto para Alemania, Francia y Reino Unido que incluyen el año completo.

Fuente: «Balance of Payments», Eurostat.

7. Otros capitales a largo plazo (a)

Millones de dólares

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987 (b)
Reino Unido	6.394	2.470	2.294	3.706	2.731	1.071	646	12	1.001
Alemania	4.387	7.546	5.694	4.409	7.139	5.794	5.494	6.051	5.170
Holanda	2.999	2.679	2.836	2.372	1.737	-42	1.206	2.029	1.365
Francia	6.747	10.759	8.957	9.733	7.244	3.517	1.467	2.898	4.262
Bélgica-Luxemburgo	1.080	264	702	1.282	2.446	479	4.252	3.695	...
Italia	1.094	1.939	1.385	364	1.282	1.170	659	1.278	1.203
España	-97	5	6	7	5	7	13	55	75
Dinamarca	...	0	0	0	0	0	0	0	...
Irlanda	0	-83	-295	-226	-13	77	138	261	600
Portugal	14	0	0	0	0	0	62	21	...
Grecia	...	0	0	0	0	0	0	0	0

(a) El signo (-) significa una desinversión.

(b) Para el año 1987 los datos únicamente incluyen hasta el tercer trimestre, excepto para Alemania, Francia y Reino Unido que incluyen el año completo.

Fuente: «Balance of Payments», Eurostat.

Centrando la atención en el tramo 1980-1987, pueden distinguirse dos subperíodos: mientras que entre 1980-1984 se observan salidas anuales por importes en torno a los 20.000 millones de dólares, en los años 1985 y 1986 se desarrolló un crecimiento espectacular, con incrementos sobre los niveles anteriores de 14.000 y 10.000 millones de dólares, respectivamente, manteniéndose el Reino Unido a la cabeza de países inversores en el exterior (ver cuadro 4).

En el cuadro 8, se recoge la proporción con respecto al PIB de las inversiones exteriores de los países comunitarios. Como puede observarse, en el caso inglés dicho porcentaje pasó de niveles del 5 %, en los primeros años de la década, a niveles de 11 puntos porcentuales, en los años 1985 y 1986. Sin embargo, en 1987, como consecuencia de la reducción en el ritmo de avance de estas inversiones, dicha proporción sufrió una caída de 2,3 puntos porcentuales en relación al año anterior.

Como causas explicativas del volumen alcanzado por las inversiones inglesas en el exterior habría que añadir, a la propia liberalidad de su normativa, las fuertes depreciaciones registradas por la libra a lo largo del período comentado (motivadas, en parte, por su carácter de «petromoneda») y los fuertes superávit por cuenta corriente mantenidos entre 1980 y 1986, que, sin duda, estimularon la colocación de sus excedentes en el resto del mundo.

El caso de Alemania es similar. El desmantelamiento de los controles llevado a cabo en 1979, supuso, en el año 1980, un incremento en el volumen de inversión exterior de 6.400 millones de dólares, manteniendo hasta 1984 niveles de inversión relativamente homogéneos y elevados (aunque inferiores a los ingleses), en torno a los 13.500 millones de dólares, en promedio. Destaca la tendencia creciente iniciada a partir de 1985, con un avance en el importe de las inversiones exteriores de 7.000 millones de dólares en relación al valor de 1984, que cabe atribuir,

principalmente, al crecimiento de las inversiones de cartera.

Hay que señalar que, a pesar de la situación de ausencia de restricciones a la movilidad de capitales y del diferencial negativo de tipos de interés —de 5 puntos porcentuales— mantenido frente a la media comunitaria a lo largo del período comentado (ver cuadro 9), Alemania no ha experimentado exportaciones de fondos tan fuertes como las contabilizadas por el Reino Unido. La proporción con respecto al PIB de sus inversiones exteriores se ha situado, desde comienzos de los años ochenta, en niveles bastante uniformes, en torno a un 2-3 %. De nuevo, tanto la situación de su control de cambios, como el resultado de sus cuentas exteriores constituyen algunas de las razones explicativas de la magnitud alcanzada por estas inversiones. Hay que destacar, aunque no aparece en los cuadros, que en 1988 han aumentado fuertemente las salidas de capitales al exterior como respuesta al proyecto gubernamental de establecer retenciones sobre las rentas de capital y lograr, por tanto, un mayor control fiscal sobre los patrimonios de los residentes en Alemania.

Otro de los países que ha registrado un montante de salidas de capital relativamente considerable ha sido Holanda, que impulsó una liberalización importante a partir de 1983. En los años 1985 y 1986, las salidas de capital experimentaron un fuerte dinamismo. Así, mientras que en el período 1980-1984 las inversiones exteriores supusieron alrededor de un 4 % del PIB, en el año 1985 dicha proporción mostró un crecimiento adicional de 2,5 puntos porcentuales.

Cabe señalar que, en estos años, Holanda ha mantenido importantes diferenciales de tipos de interés nominales negativos (ver cuadro 9), no sólo respecto a la media comunitaria —en torno a 3 puntos porcentuales—, sino en relación a países como el Reino Unido, Francia, y Bélgica. En este sentido, la eco-

8. Inversiones en el exterior de los países pertenecientes a la CEE

	Reino Unido	Alemania	Holanda	Francia	Bélgica-Lux.	Italia	España	Dinamarca	Irlanda	Portugal
1980	4,0	1,9	3,4	2,4	0,9	0,4	0,1	0,3	0,2	0,0
1981	4,9	1,9	4,6	3,0	2,0	0,2	0,2	0,3	1,2	0,0
1982	5,4	1,9	4,4	2,8	3,2	0,1	0,5	0,4	0,8	0,0
1983	5,4	2,5	3,8	2,8	6,5	0,1	0,2	0,5	0,6	0,0
1984	6,3	2,7	3,2	1,8	4,4	0,0	0,3	0,6	1,5	0,0
1985	10,8	3,9	6,4	1,8	10,7	1,4	0,4	—	2,5	1,1
1986	11,9	3,4	8,8	3,2	3,6	2,1	0,4	—	3,6	—
1987	9,6	3,1	5,7	3,1	—	1,7	0,2	—	—	—

Fuentes: «Balance of Payments», Eurostat, «Estadísticas financieras internacionales», FMI y elaboración propia.

9. Tipos de interés a largo plazo (a)

%

	Alemania	Bélg.-Lux.	Dinamarca	España	Francia	Grecia	Italia	Irlanda	Holanda	Portugal	R. Unido	USA	Japón
1979	7,4	8,3	15,9	...	10,0	...	14,3	14,9	8,8	...	13,0	...	...
1980	8,5	9,8	18,7	...	13,7	17,1	16,1	15,4	10,7	...	13,8	10,8	9,2
1981	10,4	11,2	19,3	...	16,3	17,1	20,6	17,2	12,2	...	14,8	12,9	8,7
1982	9,0	11,9	20,5	...	16,0	15,4	20,9	17,0	10,5	...	12,7	12,2	8,1
1983	7,9	10,8	14,4	...	14,4	18,2	18,0	13,9	8,8	...	10,8	10,8	7,4
1984	7,8	11,2	14,0	...	13,4	18,5	14,9	14,6	8,6	...	10,8	11,2	6,3
1985	6,9	10,1	11,6	13,4	11,9	15,8	13,0	12,7	7,8	25,4	10,6	10,8	6,5
1986	5,9	8,3	10,5	11,4	8,4	15,8	11,7	11,1	6,4	17,9	9,8	8,1	5,2
1987	5,8	7,9	11,9	12,8	9,4	17,3	11,3	11,3	6,4	15,4	9,5	8,7	5,0

(a) Rendimiento de obligaciones del sector público.

Fuente: «European Economy».

nomía holandesa ha seguido los pasos de la alemana, con importantes superávits por cuenta corriente, así como con fuertes apreciaciones de su moneda, que ha acompañado en sus movimientos al marco alemán.

Francia, por su parte, aunque ha ido instrumentando medidas liberalizadoras progresivas, mantiene todavía un sistema de restricciones relativamente estricto. Pese a ello, en el período considerado, se coloca entre los países que han registrado mayores salidas de capital, junto con el Reino Unido y Alemania.

Entre 1979 y 1981, las inversiones francesas aumentaron en respuesta, posiblemente, a las medidas más permisivas adoptadas en relación a empresas y particulares durante la presidencia de Giscard d'Estaing. En esta época, se amplió el montante libre de inversiones directas en el exterior hasta 5 millones de francos. Posteriormente, a raíz de las dificultades exteriores sufridas por el gobierno socialista en 1981, se establecieron medidas restrictivas sobre la adquisición de valores mobiliarios en el exterior, así como respecto a las inversiones directas, reduciéndose el importe autorizado desde 5 millones a 1 millón de francos. Ello explica la tendencia decreciente mantenida en 1984 y 1985, con una disminución en términos relativos sobre el PIB de 1 punto porcentual respecto a los niveles de 1983.

En 1986 se restauró la libertad de adquisición de títulos extranjeros, de inversiones en inmuebles y de concesión de préstamos de tipo personal a no residentes. De esta manera, en el período 1986-1987, el total de las inversiones exteriores registró un aumento, en términos absolutos, de 8.000 millones de dólares respecto a 1985, con un incremento en la proporción sobre el PIB de 1,4 puntos porcentuales.

Las colocaciones de capital francés en el exterior han tomado tradicionalmente la forma de inversiones directas. Las inversiones en cartera, por el

contrario, han mostrado una importancia marginal ante las mayores restricciones legales impuestas.

Mientras que en el período 1980-1984 las inversiones de Italia en el exterior registraron montantes irrelevantes, con una participación sobre el PIB de tan sólo 0,2 puntos porcentuales, a partir de 1985 se experimentó un fuerte incremento, cifrado en 3.100 millones de dólares. Durante ese año, la relajación del marco legal, tras la adopción de ciertas medidas liberalizadoras, supuso un incremento de 1,4 puntos porcentuales en la proporción de las inversiones exteriores sobre el PIB.

Las medidas adoptadas en este sentido fueron la reducción del 50 % al 25 % de los depósitos no remunerados para la adquisición de valores extranjeros (medida reforzada posteriormente en 1986 con una segunda reducción hasta el 15 %), y la disminución del límite de los depósitos obligatorios, en el caso de las inversiones realizadas en fondos de pensiones, hasta el 12,5 %.

Entre las razones explicativas de la escasa cuantía de las salidas de capital cabe señalar, por una parte, el estricto sistema de control de cambios vigente a lo largo del período, y, por otra, las fuertes necesidades de financiación originadas por los abultados déficit por cuenta corriente registrados hasta el año 1986. Asimismo, habría que apuntar el alto diferencial de tipos de interés nominales mantenido frente al resto de países de su entorno durante los años comentados (ver cuadro 9).

El caso de la unión económica belgo-luxemburguesa presenta un rasgo diferenciador: si bien no dispone de un mecanismo de control de cambios en sentido estricto, el sistema dual de tipos de cambio, vigente desde 1955, ha otorgado a las autoridades monetarias un margen adicional de maniobra en momentos de dificultades.

Durante todo el período considerado, el valor absoluto de las inversiones en el exterior de ambas economías fue inferior al importe alcanzado por los tres países más liberalizados, si bien su participación en el PIB mantuvo tasas relevantes, de acuerdo con la tradición belga de intensas y permanentes inversiones en el exterior (sólo por debajo del 2 % en 1980). Al igual que en casos anteriores, a partir de 1985 se produjo un fuerte aumento de las inversiones en cartera, que elevaron el porcentaje de participación del total de inversiones sobre el PIB desde el 4,4 %, en 1984, al 10,7 %, en 1985. Este incremento es atribuible, sin duda, a su condición de país inversor en el exterior, así como al superávit por cuenta corriente registrado en 1985, tras varios años de fuertes necesidades de financiación exterior.

Por último, existe otro grupo de países, entre los que se incluyen España, Irlanda, Dinamarca, Portugal y Grecia, que mantienen importantes restricciones a los movimientos de capital, y cuyas inversiones en el exterior han sido, muy moderadas.

Dinamarca adoptó medidas liberalizadoras en 1985: se amplió el montante libre de inversiones directas a 10 millones de coronas, y se introdujo la posibilidad de adquirir títulos cotizados en bolsas extranjeras bajo ciertas condiciones de autorización. Sin embargo, desde 1984, coincidiendo con el mantenimiento de altos tipos de interés en el interior, así como con el fuerte aumento experimentado en el déficit por cuenta corriente, no ha contabilizado salidas de capital.

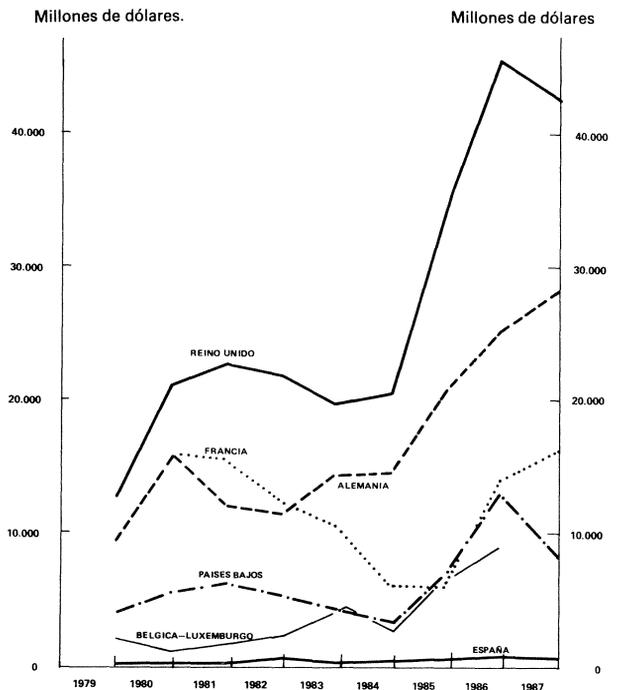
En el período comentado, 1980-1987, Portugal, Irlanda y Grecia han registrado escasas exportaciones de capital. Irlanda realizó desinversiones durante los primeros años considerados, y en el transcurso de los cuatro años siguientes llevó a cabo inversiones en el exterior, aunque a niveles muy reducidos. Portugal y Grecia (1) han experimentado salidas prácticamente nulas a lo largo de los últimos años, como se desprende de lo contabilizado en las estadísticas de «Balance of Payments».

4. COMPARACION DE LAS INVERSIONES EXTERIORES DE ESPAÑA Y PAISES MIEMBROS DE LA CEE

Para llevar a cabo una breve comparación de las inversiones de España en el exterior con las reali-

(1) Hay que señalar que las inversiones griegas en el exterior se registran contablemente como menores entradas de capital bajo la rúbrica de remesas de emigrantes, ya que, normalmente, se atienden con los recursos de los trabajadores griegos en el exterior.

3. Inversiones en el exterior de los países de la CEE

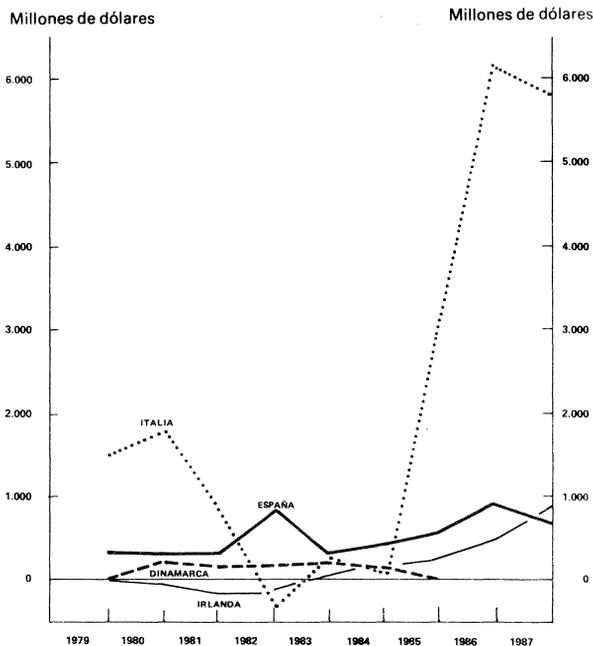


Fuente: «Balance of Payments», Eurostat y elaboración propia.

zadas por el grupo de países incluidos en la CEE se han elaborado los gráficos 3 y 4, donde se representan las inversiones de dichos países en el exterior, en millones de dólares, y el gráfico 5, que recoge su proporción sobre el PIB. Como se desprende de dichos gráficos, existe un grupo de países fuertemente inversores en el exterior (gráfico 3), y otros, entre los cuales se incluye España, que, por el contrario, han mantenido niveles muy bajos de adquisición de activos frente a no residentes (gráfico 4).

Como ya se ha comentado anteriormente, los volúmenes de inversiones españolas en el exterior no han superado, en ningún año del período considerado, los 1.000 millones de dólares. Si se compara dicho nivel con los representados en el gráfico 3, se observan fuertes diferencias de magnitud entre la inversión de España y las del resto de los países incluidos. Las diferencias son mucho menores en relación al grupo de países recogidos en el gráfico 4. Respecto a estos últimos, España ha mantenido una posición inversora superior a la de Dinamarca, Irlanda, Grecia y Portugal. Dentro de este grupo, cabe señalar el caso de Italia que, a partir del año 1984, experimentó un crecimiento espectacular, situándose en niveles comparables con los registrados por Francia, Holanda y Bélgica-Luxemburgo.

4. Inversiones en el exterior de los países de la CEE



Fuente: «Balance of Payments», Eurostat y elaboración propia.

El encuadramiento de España en el área de países menos inversores es atribuible tanto al nivel de desarrollo relativo, como a una legislación de control de cambios fuertemente restrictiva. Buena prueba de ello la constituye el hecho de que en 1982, cuando los sectores residentes mostraron una mayor preferencia por la adquisición de activos en el exterior (1) (gráfico 4), las autoridades establecieron una nueva traba que supuso un importante repliegue de capitales hasta 1986, año en que entró en vigor una regulación más liberal. Hay que señalar, sin embargo, que el grupo representado en el gráfico 3 ha mantenido controles de cambios (especialmente en el caso de Francia) durante la mayor parte del período considerado, con la excepción del Reino Unido y Alemania.

A la anterior causa explicativa habría que añadir la tradicional necesidad de financiación exterior mostrada por la economía española, que, normalmente, ha presentado déficit por cuenta corriente. A este respecto, cabe señalar que, durante el período considerado todos los demás países, a excepción del Reino Unido, Alemania y Holanda, han registrado, asimismo, fuertes necesidades de financiación, en particular Francia y Bélgica-Luxemburgo.

(1) Como se ha señalado anteriormente, estas medidas adoptaron, principalmente, la forma de inversiones de cartera, que encubrían operaciones de cobertura de riesgo de cambio.

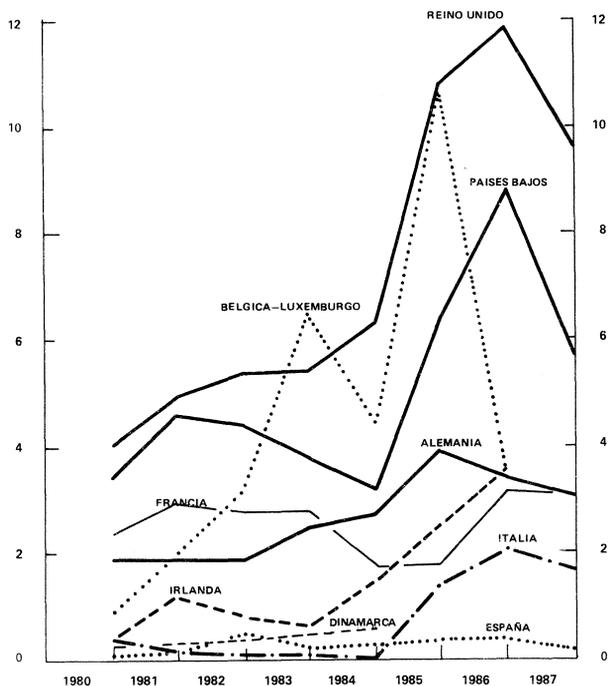
Las fuertes diferencias de nivel observadas en los gráficos 3 y 4 se ven amortiguadas y alteradas en el gráfico 5, donde se relacionan los flujos de inversiones con el PIB. Si bien el Reino Unido continúa ocupando el primer lugar, le sigue Bélgica-Luxemburgo, que desde el año 1982 hasta 1985 se ha mantenido por encima de Alemania; así como Irlanda que, a pesar de registrar un volumen de inversión en el exterior muy bajo, e incluso negativo hasta 1983, su proporción sobre el PIB se coloca por encima de Italia, Dinamarca, España e, incluso, de Francia desde 1984.

Por último, si se compara el impacto, en términos de volumen de inversión en el exterior, de los dos impulsos liberalizadores llevados a cabo en 1979 por Alemania y Reino Unido, y en 1985-1986 por el resto de países, hay que señalar que, en términos absolutos, el primero ha tenido, al parecer, un mayor influjo, con incrementos de 6.000 y 8.000 millones de dólares, respectivamente.

Por otra parte, el impacto sobre las inversiones en el exterior, derivado de la gradual liberalización que viene registrándose desde 1986, parece haber sido

5. Inversiones en el exterior de los países pertenecientes a la CEE

Porcentajes PIB



Fuentes: «Balance of Payments», Eurostat, «Estadísticas financieras internacionales», FMI y elaboración propia.

menor en España que en países como Francia y Holanda; si bien todo ello depende del ámbito de la liberalización en cada país y, en el caso particular de España, de un conjunto de circunstancias excepcionales que confluyeron en la primavera de 1987 y que determinaron unos niveles promedios comparativamente superiores de los tipos de interés en los mercados interiores, que tendieron a desanimar las inversiones en el exterior y a mantener una cotización de la peseta relativamente elevada. Una vez que desaparezcan dichas condiciones excepcionales y se haya desmantelado nuestro sistema de control de cambios, es de esperar que la adquisición de activos exteriores por parte de los sectores residentes aumente, como puede derivarse de la última información disponible concerniente al año 1988.

ANEXO

LEGISLACION ACTUAL DE LAS INVERSIONES ESPAÑOLAS EN EL EXTERIOR, TRAS LA LIBERALIZACION DE DICIEMBRE DE 1988

La publicación del real decreto 2374/1986, de 7 de noviembre, posteriormente desarrollado en la orden del 25 de mayo de 1987, supuso un importante avance en la flexibilización del marco regulador existente hasta el momento. La principal restricción operativa es la cláusula de salvaguardia de «no retorno de pesetas durante seis meses», con el fin de evitar la especulación cambiaria. El 19 de diciembre de 1988 ha aparecido una nueva norma que amplía el marco liberalizador existente hasta el momento.

En estas normas se contemplan cuatro tipos de inversiones: inversiones directas de cartera, en inmuebles y otras formas de inversión.

Según la regulación existente en la actualidad, las inversiones directas están totalmente liberalizadas, si bien se mantiene el requisito de autorización previa para la modificación de las condiciones de los préstamos, con vencimiento pactado a más de cinco años, que impliquen reembolso anticipado de la financiación. Dentro del ámbito de las inversiones de cartera, la presente orden supone un mayor avance, en la medida en que se amplía la liberalización de la adquisición de valores emitidos en el extranjero y denominados en divisas a todo tipo de emisores (residente y no residente), prescindiendo de los límites cuantitativos anteriormente exigidos, y liberaliza la compra de títulos denominados en pesetas y emitidos en el mercado nacional por personas o entidades no residentes. En estos momentos, por lo tanto, no existe límite patrimonial o temporal alguno para la adquisición de títulos cotizados emitidos por no residentes.

Desaparecen, asimismo, los topes cuantitativos, vigentes en la anterior legislación, respecto a la adquisición de inmuebles en el exterior, si bien continúa estando sujeta al trámite de «verificación administrativa».

Bajo la rúbrica de «otras inversiones», se contempla la libre adquisición de futuros y opciones en el exterior, quedando sometida a autorización previa la adquisición de títulos del mercado monetario, que se hallaba parcialmente liberalizada en la anterior legislación.

1. Inversiones directas

	Concepto	Sistema	Límite
DL 487/1973 Orden 7-7-1973	Aquellas que, con carácter duradero, otorguen al inversor la posibilidad de ejercer influencia directa en la gestión de la empresa destino de la inversión.	Se requiere autorización administrativa, y tan sólo están liberalizadas para aquellas empresas con «carta de exportador», en cuyo caso, gozan del «silencio administrativo positivo» (30 días).	
RD 1087/1978 Orden 2-10-1978	Dos tipos: <i>a)</i> Participación en una sociedad o entidad jurídica extranjera: constitución de una sociedad o entidad, o bien adquisición total o parcial de las acciones, y <i>b)</i> Ejercicio de la actividad empresarial en el extranjero mediante creación de sucursales, agencias o establecimientos permanentes.	Se requiere verificación administrativa previa, aunque todas las inversiones están sometidas a cierta discrecionalidad por parte de la administración.	Límite ≤ 10 millones de pesetas.
RD 2236/1979 Orden 10-12-79	Tres tipos: <i>a)</i> Participación en una sociedad o entidad jurídica extranjera con carácter duradero y con influencia efectiva en la gestión de dicha sociedad o entidad a través de: 1) Participación ≥ 20 % del capital social. 2) Intervención en los órganos de gestión y administración. 3) Utilización por parte de dicha sociedad de una tecnología aportada por el inversor, con carácter preponderante. <i>b)</i> Creación en el extranjero de sucursales, agencias y establecimientos permanentes. <i>c)</i> Concesión de préstamos a 5 años a filiales extranjeras donde el prestamista tiene la mayoría del capital.	Se requiere verificación administrativa previa, y actúa el «silencio administrativo positivo» (30 días).	Límite ≤ 10 millones de pesetas.
RD 2374/1986	Añade un tipo más al ya contemplado en el RD 2236/1979: <i>d)</i> Reinversión de beneficios, con el fin de establecer vínculos económicos duraderos.	Requieren autorización administrativa, las realizadas con el fin de adquirir valores, bienes inmuebles u otro tipo considerado como «otras inversiones», así como la modificación de las condiciones de los préstamos a más de cinco años que impliquen reembolso anticipado. El resto se someten a verificación previa con «silencio administrativo positivo» (30 días).	
Orden 25-5-1987			
Orden 19-12-1988		Requiere autorización administrativa la modificación de las condiciones de los préstamos a más de cinco años que impliquen reembolso anticipado.	

2. Inversiones en cartera

	Concepto	Sistema	Límite
RD 2236/1979 Orden 10-12-79	Adquisición de títulos públicos o privados, de renta fija o variable y participaciones en Fondos de inversión mobiliaria u otros, siempre que estas últimas no se consideren directas: a) Inversión de compañías de seguros, banca y cajas de ahorro con la condición de títulos admitidos a cotización oficial en bolsas extranjeras. b) Inversión de fondos y sociedades de inversión mobiliaria que estén inscritos en el registro especial del Ministerio de Economía y Hacienda y sean títulos de cotización calificada. En el caso de los Fondos, las acciones han de ser nominativas y el capital desembolsado de 100 millones de pesetas. c) Otras inversiones diferentes de las anteriores.	Se requiere verificación administrativa previa.	En el caso de compañías de seguros, banca y cajas de ahorro, el límite = 10 % del incremento de recursos propios. En el caso de Fondos y sociedades de inversión mobiliaria, el límite \leq 20 % del patrimonio neto de la sociedad de inversión mobiliaria, al cierre del último ejercicio, y, en el caso de los fondos, al cierre del último trimestre natural.
RD 1955/1982	Deroga el RD 2236/1979, suprimiendo su carácter liberalizador durante 6 meses.		
RD 224/1983	Prorroga el RD 1955/1982 durante 12 meses.		
RD 222/1984	Prorroga el RD 1955/1982 durante 12 meses.		
RD 1340/1984	Restablece la liberalización contemplada en el RD 2236/1979 acerca de la adquisición por parte de residentes de títulos de renta fija o variable denominados en divisas.		
RD 2374/1986	Adquisición por residentes de valores emitidos por no residentes, cualquiera que fuera el lugar de emisión, ya estuvieran denominados en divisas o en pesetas. La adquisición por residentes de valores emitidos en mercados extranjeros por residentes. La adquisición de valores emitidos en España por residentes, cuando la compra se efectúe en el extranjero con pago en divisas.	Queda liberalizada (no requiere verificación administrativa previa) la adquisición en España de valores en pesetas emitidos por organismos internacionales de los que España es miembro. Queda liberalizada la adquisición de valores denominados en alguna de las divisas admitidas a cotización en el mercado español de divisas, siempre y cuando coticen en alguna bolsa o mercado negociado en los siguientes casos: 1) Hayan sido emitidos en el extranjero por personas jurídicas españolas. 2) Hayan sido emitidos en el extranjero por organismos multilaterales de los que España forma parte. 3) Hayan sido emitidos en el extranjero por otros inversores, aunque dentro de determinados límites cuantitativos. El resto de inversiones no queda liberalizado, y en particular la adquisición de títulos denominados en pesetas.	Con carácter general, el importe vivo tiene el límite de 5 millones de pesetas, aunque puede ser rebasado, siempre y cuando: 1) en el caso de las personas físicas, no supere el 30 % del patrimonio neto de la última declaración. 2) Instituciones financieras adscritas al Ministerio de Economía y Hacienda o al Banco de España el límite = 30 % de los recursos propios, de acuerdo con el último balance. 3) Para los restantes inversores, límite = 30 % de la suma del capital desembolsado y reservas expresas que resulta de la última declaración del impuesto de sociedades.
Orden 25-5-1987	No se introduce ninguna modificación respecto a las inversiones en cartera, sino que tan sólo permite agilizar el procedimiento de «verificación administrativa previa». Introduce el llamado «no retorno de pesetas durante 6 meses», con el fin de evitar la especulación cambiaria en el plazo de 6 meses.		
Orden 19-12-1988		Requiere autorización administrativa previa la adquisición de valores denominados en pesetas emitidos en mercados extranjeros por residentes o no residentes, y la de títulos denominados en divisas emitidos en el mercado nacional de capitales.	

3. Inversiones en inmuebles

	Concepto	Sistema	Límite
RD 2374/1986	Adquisición de inmuebles sitos en el extranjero.	Se requiere verificación administrativa previa.	
Orden 25-5-1987	Además del anterior, incluye la adquisición de derechos reales o de cuotas de participación e incluso en régimen de multipropiedad sobre inmuebles sitos en el extranjero.	Se requiere verificación administrativa previa.	Límite con carácter general de 25 millones de pesetas, que podrá ser rebasado si cumple las mismas condiciones que las inversiones en cartera.
Orden 19-12-1988		Se requiere verificación administrativa previa.	No hay límite alguno.

4. Otras inversiones

	Concepto	Sistema	Límite
RD 2374/1986	Adquisición de activos financieros a corto plazo (plazo de amortización inferior a un año) y constitución de depósitos y cuentas corrientes en instituciones extranjeras.	Para la adquisición de valores a corto plazo, el régimen de liberalización aplicable es equivalente al de las inversiones de cartera. La constitución de depósitos requiere autorización administrativa.	
Orden 25-5-1987	Amplía con: compraventa de futuro en el extranjero, tanto financieros como mercancías: compraventa en el extranjero de opciones sobre valores, divisas futuros u otros activos. Y la adquisición en el extranjero de cualquier otro activo real o financiero no incluido en los anteriores.	Liberaliza la adquisición de futuros.	
Orden 19-12-1988	Se restringe la adquisición de activos financieros, a títulos negociables en el mercado monetario cuyo plazo de amortización sea inferior a dos años.	No requieren verificación administrativa previa, excepto la adquisición de títulos o instrumentos negociables en el mercado monetario, que requerirán autorización administrativa.	

16-II-1989.



Rentabilidad y financiación de las empresas que facilitan información a la Central de Balances (1984-1987)

1. INTRODUCCION

Con la presente nota sobre la evolución de las empresas que remiten sus balances y estados de resultados a la Central de Balances del Banco de España se pretende enriquecer la información que se ofreció en el avance económico-financiero, publicado el pasado mes de noviembre de 1988. En ella se pone el énfasis en la presentación de algunos datos desagregados de carácter sectorial que pueden ayudar a interpretar mejor el significado de las cifras globales contenidas en aquél. En concreto, se repasan las características básicas de la evolución reciente de la actividad, los resultados y la financiación del conjunto de empresas que contestan a los cuestionarios y se comenta la información sectorial más significativa de cada uno de esos aspectos.

Por incorporar datos sectoriales, es conveniente recordar de nuevo, y subrayar con mayor motivo que en otras ocasiones, las limitaciones de una información que está elaborada a partir de cuestionarios contestados por aquellas empresas que voluntariamente se han prestado a colaborar, pero que no constituyen una muestra representativa en sentido estadístico, ni a nivel global, ni sectorial. No obstante, es preciso señalar, al mismo tiempo, que la creciente participación de las empresas que responden a los cuestionarios anuales avala, sin duda, una mejora constante de los datos agregados que se obtienen.

Entre las múltiples posibilidades que ofrece la información disponible en las bases de datos de la Central de Balances, se ha optado por comparar el colectivo de empresas comunes de las que se tiene información para los ejercicios de 1984 a 1987. Esta aproximación, si bien reduce el número de empresas tratadas respecto a otras opciones, tiene la ventaja de garantizar la homogeneidad del colectivo analizado y constituye una desagregación de los datos ya publicados en el análisis económico-financiero correspondiente a los años 1986-1987 (1).

Como resumen, las conclusiones más significativas que pueden extractarse de los datos que se ofrecen son las siguientes:

(1) Una vez finalizadas la recepción y el procesamiento informático de los datos relativos al cuestionario correspondiente a los ejercicios de 1986-1987, el número de empresas comunes se elevará considerablemente (en el avance y en esta nota se trabaja con 2.745 empresas comunes, a mediados de enero de 1989 se dispone de más de 3.400, siendo previsible que al cierre de la base de datos 1986/87 ronde las 4.000). Sin embargo, la experiencia demuestra que, dado que las empresas que se incluyen al final suelen ser pequeñas, el sentido de los datos agregados no suele cambiar de forma significativa (véase la nota al cuadro 1 y el cuadro 2).

- a) En 1987, se incrementó el ritmo de mejora de los resultados empresariales, que vienen ele-vándose ininterrumpidamente desde 1985.
- b) Esta mejora, que en años precedentes sirvió para sanear la estructura financiera de las em-presas, está impulsando al alza la rentabilidad de las mismas.
- c) A partir de esta base, múltiples sectores em-presariales están incrementando sus niveles de inversión y de empleo, predominando, en el caso del empleo, la creación de puestos sin ca-rácter fijo.
- d) A nivel agregado, los mayores beneficios ge-nerados por las empresas se están reinvir-tiendo, estando equilibrado en el sector pri-vado, en los tres últimos años, el flujo que los accionistas reciben en dividendos y sus nuevas aportaciones por suscripción de ampliaciones de capital.
- e) La estructura financiera de las empresas ha mejorado de modo ostensible, aumentando su autonomía financiera y retrocediendo, en con-trapartida, su tasa de endeudamiento.

2. NOTA METODOLOGICA

Dada la divergencia de las estructuras de costes y patrimoniales, que caracteriza a las diferentes em-presas clasificadas por su actividad principal —aquí se les llamará sectores—, es evidente que los datos agregados del conjunto del colectivo encubren, por compensación, comportamientos y resultados dis-pares. De ahí que, en principio, se considere de in-terés efectuar una desagregación sectorial de la in-formación.

No obstante, ampliando el comentario relativo a las limitaciones de los datos que se presentan en esta nota, hay que subrayar que no cabe atribuir a todos los sectores el mismo grado de representati-vidad. De hecho, los sectores agrarios y de servicios están infrarrepresentados en la Central de Balances, mientras que las empresas de sectores básicos dentro de la industria (energía, metalurgia de trans-formación, transporte, siderometalurgia, etc.) gozan de una mayor representatividad en términos de su peso en la actividad global de la economía. Por esta razón, entre los 16 grandes sectores en los que se agrupa la información de la Central de Balances, los datos que se ofrecen están referidos únicamente a los diez que se considera que son más representa-tivos (excepto el caso especial de la construcción,

que a pesar de su menor representatividad se ha es-timado útil incluir).

En el cuadro 1 se ofrece una aproximación al ta-maño de los diferentes colectivos, en un intento de clarificar, en lo posible, el alcance de la información. En él se detalla el número de empresas incluidas en cada uno de los diez sectores seleccionados y el im-porte, en miles de millones, del valor añadido bruto generado por cada uno. Estos diez sectores cubren el 96 % del total del valor añadido correspondiente a los dieciséis sectores contenidos en el total de em-presas. Aunque, como se ha indicado, la realización del análisis sobre el colectivo de las empresas co-munes reduce el número de empresas incorporadas al análisis, el valor añadido de estas empresas co-munes supone el 84 % del correspondiente al del total de las empresas, comunes y no comunes. En la mayoría de los cuadros que se ofrecen, además de la información sectorial, se añade la relativa a los sub-totales correspondientes a los conjuntos de las em-presas privadas y públicas comunes y al total de

1. Tamaño del colectivo de empresas al que se refieren los datos sectoriales

	Valor añadido		
	Número de empresas	Importe en miles de millones	Valor añadido PIB
		1987	1987
Empresas comunes 1984-1987:			
Energía y agua caliente	75	1.072,0	
Siderometalurgia	35	175,1	
Materiales de construcción, vidrio y cerámica	112	120,5	
Productos químicos	212	317,1	
Industrias transformadoras de metales	428	853,0	
Industrias alimentarias	232	272,5	
Industrias manufactureras no alimentarias	417	346,9	
Comercio	378	304,2	
Construcción	90	220,7	
Transportes y comunicaciones	144	1.107,8	
TOTAL EMPRESAS PRIVADAS	2.522	3.076,6	
TOTAL EMPRESAS PUBLICAS	223	1.928,5	
TOTAL EMPRESAS	2.745	5.005,1	14,03
Pro memoria:			
TOTAL EMPRESAS incluidas en la base de datos	4.254 (a)	5.980,0	16,76

- (a) Este es el número de empresas a partir de las que se han obtenido las empresas comunes sobre las que se ha realizado el tra-bajo. Coincide con el del avance económico-financiero de los ejercicios de 1986 y 1987. A 18 de enero de 1989 el número de empresas procesadas, correspondientes al último cuestionario (1986-1987) ascendía a 5.049. En el cuadro 2 puede observarse el total de empresas procesadas en la base de datos para cada año.

ambas y, como pro-memoria, el total de las comunes y no comunes procesadas en la base de datos para cada ejercicio hasta mediados de enero de 1989. Esta última información permite contrastar la desviación entre la información correspondiente a uno y otro conjunto del total de empresas, que, en general, no suele ser muy relevante, como se aprecia también comparando los cuadros 2 y 2 bis donde se recoge la estructura de la cuenta de resultados para ambos grupos.

2. Estados de resultados (Total de empresas comunes)

	% valor añadido			
	1984	1985	1986	1987
Número de empresas	2.745	2.745	2.745	2.745
Valor añadido ajustado	100,00	100,00	100,00	100,00
– Gastos de personal	58,25	57,45	57,40	55,93
= Resultado económico bruto	41,75	42,55	42,60	44,07
– Amortizaciones, provisiones y provisiones	19,35	19,95	20,50	19,90
= Resultado económico neto	22,40	22,60	22,10	24,18
– Gastos financieros	29,20	25,47	22,02	20,99
+ Intereses activados	9,75	6,58	4,43	4,00
+ Resultados extraordinarios y otros	0,49	2,23	4,07	7,33
= Resultado neto total	3,45	5,96	8,59	14,53
Pro memoria:				
Tasa de variación del valor añadido: empresas comunes		10,16	9,76	10,35

2 bis. Estados de resultados (Total de empresas)

	% valor añadido			
	1984	1985	1986	1987
Número de empresas	4.119	5.120	6.371	5.049 (a)
Valor añadido ajustado	100,00	100,00	100,00	100,00
– Gastos de personal	59,17	57,89	58,09	56,81
= Resultado económico bruto	40,83	42,11	41,91	43,16
– Amortizaciones, provisiones y provisiones	19,88	20,14	19,78	19,98
= Resultado económico neto	20,94	21,96	22,13	23,18
– Gastos financieros	29,76	24,25	20,67	19,29
+ Intereses activados	8,37	5,64	3,97	3,54
+ Resultados extraordinarios y otros	2,08	2,02	3,47	6,80
= Resultado neto total	1,59	5,37	8,89	14,24
Pro memoria:				
Tasa de variación del valor añadido	12,68	8,92	11,62	12,73
Valor añadido/PIB	19,05	19,61	19,32	17,85

(a) Se espera que esta cifra se eleve a unas 7.500 empresas cuando se cierre la base de datos correspondiente a este ejercicio.

Fuente: Central de Balances.

3. RASGOS BASICOS DE LA EVOLUCION GLOBAL Y SECTORIAL

La favorable evolución registrada en los últimos años por los diversos componentes en la cuenta de resultados del conjunto de las empresas se acentuó en 1987, como se puede comprobar en el cuadro 2, que muestra el comportamiento de las rúbricas más significativas en términos del valor añadido bruto.

El incremento de la actividad, la continuación del proceso de reducción de los gastos de personal y el descenso del peso relativo de los costes financieros son los factores que han estado impulsando la mejora experimentada por el resultado neto total. A ellos hay que añadir, en 1987, el importante aumento de los resultados extraordinarios (de la cartera de valores, plusvalías llevadas a resultados, etc.). La reducción de los gastos de personal, que pasaron de representar el 58,3 % del valor añadido en 1984 al 55,9 % en 1987, responde, sobre todo, al ajuste de plantillas llevado a cabo, fundamentalmente, entre 1982 y 1985. Por su parte, el fuerte descenso de los gastos financieros, que cayeron más de 8 puntos, desde el 29,2 % hasta el 21 %, también en porcentaje del valor añadido, fue fruto de la reducción del coste de los recursos ajenos –1985 y 1986–, del incremento de la autofinanciación y, en definitiva, de la mejora de la estructura financiera.

Los avances en el saneamiento financiero se ponen de manifiesto en la evolución de los ratios de autonomía financiera y endeudamiento (véase el cuadro 3). El primero subió desde el 44 % en 1985 hasta el 50 % en 1987, mientras que, en contrapartida, el segundo registró una reducción de 26 puntos, pasando desde el 126 % al 100 % en ese mismo período. La creciente contribución de la autofinanciación y el mantenimiento de la aportación de los accionistas, que constituyeron las fuentes de recursos financieros más importantes para las empresas, especialmente en 1986 y 1987, fueron la causa de tal

3. Ratios de estructura y financiación Total de empresas comunes (a)

	%			
	1984	1985	1986	1987
Autonomía financiera (b)	45,65	44,19	47,23	50,03
Tasa de endeudamiento (c)	119,06	126,26	111,71	99,87
Cobertura de las necesidades financieras permanentes por la autofinanciación	30,77	29,49	68,35	51,62

(a) Datos correspondientes a 2.745 empresas comunes, 1984-1987.

(b) Patrimonio neto/pasivo remunerado.

(c) Recursos ajenos remunerados/recursos propios.

evolución, que condujo a una reducción en el saldo de la financiación ajena.

En 1987, el aspecto más significativo de la evolución de los componentes de la financiación ajena, dejando aparte las subvenciones de capital, fue la caída de las emisiones de obligaciones y de los préstamos a corto plazo con coste, entre los que se incluye a los pagarés de empresa. La financiación a través de préstamos a medio y largo plazo, si bien fue positiva, no compensó los descensos comentados en las obligaciones y en los préstamos a corto plazo, de los que se tratará luego más extensamente.

Una vez señaladas las características fundamentales del comportamiento global del colectivo analizado, a continuación se detallan algunos de sus rasgos, que se analizan también a nivel sectorial.

3.1. Actividad

En 1987, la actividad empresarial, medida en términos de valor añadido bruto (véase el cuadro 4), mostró un comportamiento bastante dinámico. Para el conjunto de empresas incluidas en la base de datos, comunes y no comunes, registró una tasa de crecimiento del 13 %, cifra que implica un crecimiento no inferior al 6 % en términos reales. El dato agregado correspondiente al subconjunto de las em-

4. Valor añadido (Empresas comunes)

	Tasa de variación		
	1985	1986	1987
Energía y agua caliente	8,59	17,16	8,77
Siderometalurgia	-3,21	-9,52	-1,13
Materiales de construcción, vidrio y cerámica	6,37	19,72	10,42
Productos químicos	9,61	12,02	8,37
Industrias transformadoras de metales	13,26	10,77	13,65
Industrias alimentarias	17,12	21,86	4,33
Industrias manufactureras no alimentarias	9,29	13,20	8,19
Comercio	23,05	15,50	8,52
Construcción	7,07	5,03	12,27
Transportes y comunicaciones	6,52	9,08	12,63
TOTAL EMPRESAS PRIVADAS	11,15	9,48	12,63
TOTAL EMPRESAS PUBLICAS	8,62	10,20	9,74
TOTAL EMPRESAS	10,16	9,76	10,35
Pro memoria:			
TOTAL EMPRESAS de la base de datos de cada año (a)	8,92	11,62	12,73

(a) Tasa sobre las mismas empresas en el año anterior.

presas comunes de las que se dispone de información para los años 1984 a 1987, que sirve de base a la desagregación sectorial de los datos utilizados en este trabajo, mostró, no obstante, una evolución menos vigorosa.

Por sectores, la industria transformadora de los metales (13,7 %) —en la que está incluida la rama del automóvil—, el sector de transportes y comunicaciones (12,6 %) y el sector de la construcción (12,3 %) experimentaron el mayor ritmo de crecimiento de la actividad en 1987. La industria alimentaria (4,3 %), que había mantenido las mayores tasas de crecimiento en 1985 y 1986 (17,1 % y 21,9 %), se situó muy por debajo de la media y el sector siderometalúrgico continuó mostrando tasas negativas, un año más, como consecuencia del proceso de reducción de capacidad al que se halla sometido, dentro del proceso de ajuste del sector a nivel de la propia Comunidad Económica Europea.

3.2. Rentabilidad

Como ya se ha señalado, la evolución del resultado neto total experimentó avances importantes en los últimos años y especialmente en 1987. Sin embargo, este dato tiene siempre un carácter relativo, ya que la bondad de su evolución depende, a su vez, del capital utilizado. Por ello, el análisis se va a realizar, como es habitual, estudiando el comportamiento de los ratios de la rentabilidad económica bruta, de la rentabilidad económica del activo neto y del rendimiento de los recursos propios.

En el cuadro 5 puede observarse que la evolución de estos ratios pone también de manifiesto las significativas mejoras operadas en los resultados del sector empresarial. Para valorar su alcance, basta

5. Rentabilidad (Total de empresas comunes) (a)

	1984	1985	1986	1987
Rentabilidad económica bruta (b)	10,4	10,7	11,3	12,0
Rentabilidad económica del activo neto (c)	6,6	7,1	8,0	9,3
Rentabilidad financiera de los recursos propios (d)	(e)	1,7	3,5	6,2

- (a) Datos correspondientes a 2.745 empresas comunes 1984-1987.
 (b) Resultado económico bruto/inmovilizado material bruto en explotación + activo circulante neto de la explotación (valor medio).
 (c) Resultado económico neto + ingresos financieros/activo neto medio.
 (d) Resultado neto total (después de impuestos)/patrimonio neto medio.
 (e) Dato negativo.

6. Rentabilidad del activo neto medio (a)
(Empresas comunes)

	1984	1985	1986	1987
Energía y agua caliente	4,80	4,76	5,57	6,22
Siderometalúrgicas	6,28	3,51	-0,01	1,88
Materiales de construcción, vidrio y cerámica	11,38	12,66	16,66	19,94
Productos químicos	13,92	15,00	16,97	18,42
Industrias transformadoras de metales	5,52	7,46	9,47	14,15
Industrias alimentarias	12,40	15,86	17,20	18,45
Industrias manufactureras no alimentarias	11,55	12,30	14,46	14,66
Comercio	11,61	15,69	17,89	19,36
Construcción	10,43	10,69	10,44	10,84
Transportes y comunicaciones	6,89	7,14	7,08	7,76
TOTAL EMPRESAS PRIVADAS	(b)	7,63	8,09	10,27
TOTAL EMPRESAS PUBLICAS	(b)	6,04	6,42	7,41
TOTAL EMPRESAS	(b)	7,03	7,44	9,15
Pro memoria:				
TOTAL EMPRESAS de la base de datos de cada año	6,85	7,18	7,93	9,33

(a) Resultado económico neto de la explotación + ingresos financieros/activo neto medio.

(b) Ratio no calculado por basarse en datos de ejercicios anteriores.

considerar que el colectivo de las 2.745 empresas comunes muestra un avance en la rentabilidad económica de su activo neto desde el 6,6 % hasta el 9,3 % entre 1984 y 1987, y que, en ese mismo período, la rentabilidad financiera de los recursos propios pasó de ser negativa a alcanzar un nivel del 6,2 %. Cuando se elimina de este colectivo a las empresas eléctricas y a las empresas públicas de los sectores básicos, estos ratios se sitúan en niveles mucho más elevados y, como se verá a continuación, superiores al coste de los recursos ajenos remunerados y del rendimiento alternativo de inversiones financieras sin riesgo, base necesaria para el impulso de procesos inversores y de mejora del empleo. En efecto, cuando ocurre esto es rentable acometer proyectos de inversión, ya que en tal situación existen fundadas expectativas de conseguir también un rendimiento adecuado de los recursos propios invertidos. En este sentido, el conjunto de las empresas públicas, si bien ha avanzado de forma significativa en la mejora de su rentabilidad económica, todavía tiene por delante un largo camino en el necesario proceso que debe recorrer hasta alcanzar cotas de eficiencia que les permita remunerar adecuadamente a los recursos propios, ya que todavía mantiene, en promedio, ratios de rentabilidad económica del activo neto que son incapaces de remunerar a los recursos ajenos invertidos.

Descendiendo a nivel desagregado, y centrando el análisis en la evolución de la rentabilidad del activo

neto, expresión de la capacidad de las empresas para generar beneficios, en el cuadro 6 se constata que, excepto los grandes sectores de energía y agua caliente (6,2 %), transportes y comunicaciones (7,8 %) y el caso especial de la siderometalurgia (1,9 %), el resto de los sectores habían alcanzado, en 1987, unos niveles de rentabilidad de su activo neto que superaban, en algunos casos con creces, el coste de su financiación ajena. Así, las empresas de materiales de construcción, cerámica y vidrio (19,9 %), el comercio (19,4 %), las industrias alimentarias (18,5 %) y el sector de productos químicos (18,4 %) se situaron en cabeza, con diferenciales en torno a 6 puntos porcentuales sobre el coste medio de los recursos ajenos remunerados. Tras ellos, pero también en posición ventajosa, se hallaban la industria manufacturera no alimentaria (14,7 %) y la industria transformadora de metales (14,2 %). Finalmente, cabe señalar que la construcción todavía registraba tasas de rentabilidad de su activo neto inferiores al 11 % en 1987. Aunque el avance en la mejora de este ratio puede calificarse de generalizado, fue el sector de la industria transformadora de metales, que partía de niveles altamente insuficientes (recuérdese que en alguno de sus subsectores, como por ejemplo el del automóvil, han tenido lugar procesos de saneamiento muy importantes), el que registró el crecimiento más fuerte, pasando de una rentabilidad del activo neto del 5,5 % al 14,2 % entre 1984 y 1987.

El ratio de la rentabilidad de los recursos propios mide la capacidad de la empresa para remunerar al accionista —tanto en forma de dividendo, si se decide distribuir el beneficio, como por el incremento del valor del patrimonio, si no lo distribuye—. En el cuadro 7, en el que se ofrece la evolución de este ratio, se incluye, como pro memoria, el rendimiento de la deuda del Estado, que puede considerarse como un tipo alternativo de mercado que podría marcar el coste de oportunidad de invertir en un negocio. De la comparación de dichos datos, se deduce que, en 1987, había cinco grandes sectores capaces de generar para sus accionistas rentabilidades superiores a las que hubiesen obtenido en el mercado (1).

(1) Hay que tener en cuenta que ésta es una simplificación excesiva de la realidad. De hecho, dado el contexto inflacionario en que se mueve la economía, los recursos propios obtienen una rentabilidad adicional en forma de revalorización de los activos de la que se apropian a través de las regularizaciones contables, que pasan directamente a reservas sin pasar por la cuenta de resultados. O, visto de otra forma, cuando se explicita la apropiación de esta plusvalía, implícita mediante regulaciones contables, el ratio de la rentabilidad de los recursos propios aparece más reducido, porque se calcula comparando el resultado con los recursos propios en los que se incluye el valor de dichas regularizaciones. Esto es especialmente importante en el caso de aquellos sectores básicos que suelen tener un inmovilizado muy importante y que suelen mostrar un nivel inferior de este ratio.

7. Rentabilidad de los recursos propios (a) (Empresas comunes)

	1984	1985	1986	1987
Energía y agua caliente	2,81	1,43	1,76	4,40
Siderometalurgia	(c)	(c)	(c)	(c)
Materiales de construcción, vidrio y cerámica	3,66	2,69	11,11	14,54
Productos químicos	8,00	10,15	12,52	15,27
Industrias transformadoras de metales	(c)	(c)	(c)	5,60
Industrias alimentarias	1,65	10,14	12,16	15,23
Industrias manufactureras no alimentarias	1,31	4,82	9,98	13,90
Comercio	10,01	10,54	11,77	13,79
Construcción	5,31	0,40	6,64	11,45
Transportes y comunicaciones	0,38	1,28	2,20	3,65
TOTAL EMPRESAS PRIVADAS	(b)	4,07	5,42	9,14
TOTAL EMPRESAS PUBLICAS	(b)	(c)	(c)	2,23
TOTAL EMPRESAS	(b)	1,98	3,15	6,53
Pro memoria:				
TOTAL EMPRESAS de la base de datos de cada año	(c)	1,82	3,53	6,71
Rendimiento interno de la deuda del Estado a más de 2 años	16,52	13,37	11,36	12,77

- (a) Beneficio después del impuesto sobre la renta de las sociedades/por el patrimonio neto medio.
 (b) Ratio no calculado por basarse en datos de ejercicios anteriores.
 (c) Dato negativo.

En efecto, las industrias de productos químicos (15,3 %), la industria alimentaria (15,2 %), la de materiales de construcción, cerámica y vidrio (14,5%), la industria manufacturera no alimentaria (13,9 %) y el comercio (13,8 %) alcanzaron rentabilidades de los recursos propios superiores al rendimiento de la deuda del Estado, que se situó, en media del año, en el 12,8 %.

3.3. Empleo e inversión

Las expectativas de beneficios que estaban en la base del avance de la rentabilidad del activo neto y de los recursos propios, que acaban de comentarse, fueron las que sirvieron de apoyo a las mejoras que se observan en el campo del empleo y de la inversión. Las más intensas corresponden al sector privado, como se observa en los cuadros 8 y 9. En 1986 y 1987, el sector privado incrementó en un 0,9 % y en un 1,3 %, respectivamente, el número de empleados, y registró tasas elevadas de aumento en la formación bruta de capital fijo (17 % en 1987). El sector público, sin embargo, aparecía, en esas fechas, inmerso todavía en un proceso de ajuste de plantillas, planteado de un modo menos traumático y más lento que en el sector privado. En ambos sectores se está produciendo, no obstante, un significa-

tivo retroceso en el empleo fijo frente al crecimiento del empleo eventual.

Los datos relativos a la evolución del empleo en los sectores analizados (cuadro 8) muestran que, en 1987, el comercio (4,9 %) y la construcción (2,1 %) fueron los sectores con mayor crecimiento proporcional, seguidos de las industrias alimentarias (1,8 %), materiales de construcción, cerámica y vidrio (1,1 %) y productos químicos (1 %). Por el contrario, la siderometalurgia (-7,4 %) -por las razones ya indicadas-, transportes y comunicaciones (-4,1 %), energía y agua caliente (-2,4 %) y las industrias transformadoras de metales redujeron el número de empleados. Como puede apreciarse, fueron los sectores de industrias básicas con graves problemas de ajuste, entre los que abundan las empresas públicas, los que registraron el peor comportamiento, debido, como se ha apuntado antes, a la dilación en dicho proceso de ajuste. Estos datos deben tomarse con cautela, ya que, a la hora de cumplimentar el cuestionario, la información relativa al empleo puede adolecer de problemas que sesguen su evolución. Concretamente, la demanda de datos de empleo no se hace en un contexto de encuesta especializada donde las variables se definen de forma inequívoca y donde se establecen los contrastes adecuados, sino que se trata de una información de carácter secundario en el contexto de un cuestionario de carácter económico-contable.

8. Evolución del empleo (Empresas comunes)

Gran Sector	1987
	% crecimiento
Sectores en los que ha crecido el empleo:	
Materiales de construcción, vidrio y cerámica	1,1
Productos químicos	1,0
Industrias alimentarias	1,8
Industrias manufactureras no alimentarias	0,7
Construcción	2,1
Comercio	4,9
Sectores en los que ha disminuido el empleo:	
Energía y agua caliente	-2,4
Siderometalurgia	-7,4
Industrias transformadoras de metales	-0,7
Transportes y comunicaciones	-4,1
TOTAL EMPRESAS PRIVADAS	1,3
TOTAL EMPRESAS PUBLICAS	-3,3
TOTAL EMPRESAS	-0,3
Pro memoria:	
Total empresas incluidas en la base de datos de 1986-1987 a mediados de enero de 1989	0,1

La formación bruta de capital fijo (cuadro 9) mostró también, en 1987, un comportamiento sectorial muy dispar, con ritmos de crecimiento más dinámicos en la generalidad de los sectores que se han citado antes como creadores de empleo. La construcción, que partía de niveles muy bajos, el comercio (41 %), la industria manufacturera no alimentaria (37,4 %), la industria alimentaria (32 %) y los productos químicos (20 %) registraron tasas muy elevadas, seguidos muy de lejos por el sector energético (13,6 %), que por la inercia de decisiones procedentes de años anteriores todavía se situó por encima de la media (10 %). Los sectores de la industria transformadora de metales, transportes y comunicaciones y materiales de construcción, cerámica y vidrio mantuvieron sus inversiones al nivel del ejercicio anterior y únicamente la siderometalurgia (-45,2 %) registró un acusado descenso ligado a la política comunitaria de reducción de capacidad para el sector.

10. Estructura de la financiación anual (Estado de origen y aplicación de fondos) (Total empresas comunes)

%

	1985	1986	1987
Variación del inmovilizado	54,04	105,86	75,22
Variación neta del capital circulante	45,96	-5,86	24,78
Empleos = Recursos	100,00	100,00	100,00
Recursos propios	60,60	146,33	104,74
Recursos generados	39,55	108,09	79,61
Accionistas y subvenciones	21,05	38,24	25,13
Recursos ajenos	39,40	-46,33	-4,74
Obligaciones	9,13	15,59	-5,46
Préstamos a medio y largo plazo	25,57	-51,34	3,95
Préstamos a corto con coste	4,70	-10,57	-3,22
De ellos:			
Préstamos bancarios	9,98	-42,99	8,63

3.4. Financiación

Como ya se indicó antes y se comprueba al analizar los estados de origen y aplicación de fondos, la estructura de la financiación anual de las empresas mejoró de forma notable en el periodo analizado (véase cuadro 10). El importante crecimiento de la participación de los recursos generados en la empresa, la mayor aportación de fondos por parte de los accionistas, en el caso del sector privado, y la re-

ducción del pasivo ajeno remunerado constituyen, a nivel agregado, los rasgos más sobresalientes de la evolución de los recursos utilizados en la financiación del activo.

El peso de la financiación recayó en la autofinanciación. Este concepto, entendido como porcentaje de los recursos generados mantenidos en la empresa después del pago de impuestos y de la distribución de dividendos respecto de los recursos to-

9. Formación bruta de capital fijo (Empresas comunes)

	1985	1986	1987	Tasa de variación 1987
Energía y agua caliente	195.027	275.337	312.892	13,64
Siderometalurgia	60.109	82.793	45.393	-45,17
Materiales de construcción, vidrio y cerámica	13.421	15.875	16.087	1,34
Productos químicos	27.619	35.432	42.774	20,72
Industrias transformadoras de metales	61.387	70.750	70.717	-0,05
Industrias alimentarias	28.863	34.994	46.294	32,29
Industrias manufactureras no alimentarias	33.295	34.089	46.823	37,36
Comercio	27.719	36.285	51.219	41,16
Construcción	8.094	3.059	7.075	131,28
Transportes y comunicaciones	331.046	271.119	269.320	-0,66
TOTAL EMPRESAS PRIVADAS	139.743	407.275	475.912	16,85
TOTAL EMPRESAS PUBLICAS	736.498	457.294	474.530	3,77
TOTAL EMPRESAS	876.241	864.569	950.442	9,93
Pro memoria:				
TOTAL EMPRESAS de la base de datos de cada año	1.086.932	1.097.472	1.147.228	12,93 (a)

(a) Calculado sobre el mismo número de empresas.

tales empleados, se elevó por encima del 50 % en 1987 (cuadro 11). El descenso de este ratio, respecto al 66 % que significó en 1986, fue consecuencia del crecimiento de la actividad y de la inversión, ya que en términos absolutos registró un crecimiento superior al 15 %. Por sectores, los de la construcción (64 %), la industria manufacturera no alimentaria (73 %) y la energía y agua caliente (51 %) – éste debido al menor ritmo de sus inversiones – fueron los que más elevaron la participación de la autofinanciación en 1987. El comercio y las industrias de materiales de construcción, cerámica y vidrio ofrecen también un coeficiente superior al 60 %.

Respecto al comportamiento de los accionistas, hay que resaltar que, en términos netos, las empresas del sector privado han retenido, en promedio, la totalidad de los beneficios generados (véase cuadro 12). Por un lado, los dividendos distribuidos se han elevado desde el 3,04 % en 1985 al 4,82 % de los recursos propios, en 1987, pero la mejora de los resultados ha hecho que el ratio de los dividendos sobre los beneficios después de impuestos haya disminuido desde el 52 % al 46 % en ese mismo período. Lo relevante, no obstante, es constatar que, en términos generales, la mejora de los resultados empresariales están sirviendo para sanear las empresas, para hacerlas más rentables y para invertir. Así, del análisis del comportamiento de los accio-

11. Autofinanciación (a) (Total empresas comunes)

	1984	1985	1986	1987
Energía y agua caliente	29,21	17,58	34,40	50,78
Siderometalurgia	10,61	10,57	4,56	13,95
Materiales de construcción vidrio y cerámica	65,13	58,95	77,70	64,12
Productos químicos	67,13	65,91	48,89	36,39
Industrias transformadoras de metales	-13,32	6,78	20,64	26,32
Industrias alimentarias	39,34	54,22	35,70	36,12
Industrias manufactureras alimentarias	36,22	50,64	49,96	72,72
Comercio	27,77	75,20	70,85	60,18
Construcción	29,92	26,68	27,90	63,88
Transportes y comunicaciones	29,40	39,56	45,67	57,32
TOTAL EMPRESAS PRIVADAS		35,88	66,69	54,30
TOTAL EMPRESAS PUBLICAS		20,11	55,15	48,07
TOTAL EMPRESAS		28,27	65,82	51,62
Pro memoria:				
TOTAL EMPRESAS de la base de datos de cada año		31,23	64,98	54,71

(a) Porcentaje respecto de los recursos totales.

12. Aportación de los accionistas y dividendos (Empresas comunes)

mm. y %

	1985	1986	1987
EMPRESAS PRIVADAS (a)			
Aportación accionistas	131,8	185,2	246,3
Dividendos	143,6	173,1	247,5
Aportación neta (b)	-11,7	12,0	-1,2
Ratio dividendo sobre beneficios después de impuestos	51,9	50,3	46,0
Ratio dividendo sobre recursos propios	3,0	3,6	4,8

(a) Datos correspondientes a las 2.522 empresas privadas comunes, 1984-1987.

(b) Igual a la aportación de los accionistas menos los dividendos distribuidos.

nistas del sector privado en los ejercicios de 1985 a 1987 se deduce que las empresas han retenido, en promedio y considerando los datos globales, todos los recursos generados en estos ejercicios, ya que aquéllos han reinvertido una cantidad similar a los dividendos percibidos. Esta apreciación es únicamente válida con carácter general, dadas las limitaciones que implica tratar con datos globales, y sabiendo que el comportamiento sectorial y, por supuesto de las empresas individuales, es muy diferente.

Como consecuencia del incremento de la autofinanciación y del mantenimiento de la aportación de los accionistas a la financiación del activo, la caída de la tasa de endeudamiento (cuadro 13) refleja con claridad la mejora de la estructura financiera de las empresas. En 1987, este ratio, que en 1985 se situaba en el 126 %, rondaba el 100 % para el conjunto de las empresas, lo que significa que un 50 % de los recursos empleados eran recursos propios. Desde la perspectiva sectorial, es necesario tener en cuenta que en el comercio, por ejemplo, tal estructura debe ser muy diferente de la propia de sectores que incluyen industrias básicas, ya que el peso del inmovilizado es igualmente muy distinto.

En el cuadro 13 se constata que todos los sectores, sin excepción, presentan una fuerte reducción del ratio de endeudamiento, y que el proceso de mejora ha sido más acusado en el sector de las empresas públicas, que tanto por vía de subvenciones como de aportaciones de capital han sido capitalizadas de forma importante en los últimos años.

Dejando aparte la financiación procedente de las subvenciones en capital y centrando el análisis en la evolución del de la financiación ajena con coste, en los estados de origen y aplicación de fondos (cuadro 10) se pone de manifiesto que la reducción

13. Tasa de endeudamiento (a)
(Empresas comunes)

	1984	1985	1986	1987
				%
Energía y agua caliente	134,18	170,47	158,52	152,59
Siderometalurgia	296,08	235,03	251,77	190,81
Materiales de construcción vidrio y cerámica	52,99	55,72	42,00	28,42
Productos químicos	64,74	57,36	47,06	37,37
Industrias transformadoras de metales	209,10	196,02	161,66	114,11
Industrias alimentarias	72,02	62,52	46,71	44,00
Industrias manufactureras no alimentarias	86,32	83,92	71,77	55,26
Comercio	49,62	37,45	28,74	28,38
Construcción	103,82	102,53	117,25	79,41
Transportes y comunicaciones	104,07	98,39	94,75	87,26
TOTAL EMPRESAS PRIVADAS	108,97	118,20	107,47	94,75
TOTAL EMPRESAS PUBLICAS	139,18	140,44	118,76	108,24
TOTAL EMPRESAS	119,05	126,26	111,71	99,86
Pro memoria:				
TOTAL EMPRESAS de la base de datos de cada año	117,17	120,00	106,77	96,22

(a) Recursos ajenos con coste/recursos propios (valor medio).

de ésta tuvo componentes distintos en 1986 y 1987. En ambos tuvo lugar una contracción de la financiación procedente del sistema bancario, que, en parte, es reflejo del proceso de securitización y de desintermediación –operaciones por fuera del balance bancario– propiciado por la propia banca. La financiación mediante emisión neta de obligaciones fue bastante activa en 1985 y fue todavía notable, en términos relativos, en 1986. No obstante, en términos absolutos se redujo en más de una quinta parte, en 1986, respecto al año anterior. Esta reducción fue en gran medida, consecuencia de la pérdida en 1985 de la computabilidad de los títulos del sector eléctrico para la cobertura del coeficiente de fondos públicos de las cajas de ahorro. En 1987, la emisión neta de obligaciones fue negativa, como resultado de diversas causas. Unas generales, ligadas a la instrumentación de una política monetaria restrictiva que paralizó los mercados a medio y largo plazo, y otras propias de este mercado, relacionadas con la eliminación de los apoyos administrativos que la sustentaban –coeficiente de fondos públicos y desgravación fiscal por inversión en el impuesto sobre la renta– y con la carencia de un mercado desarrollado, de difícil arranque mientras continúe primando en los mercados financieros la preferencia por la liquidez y, en consecuencia, por los instrumentos a corto plazo. La reducción de los préstamos a corto plazo con coste, incluidos los pagarés de empresa, en 1987, fue el resultado del reajuste al alza de los

tipos de interés de los instrumentos financieros a corto plazo, registrado en el segundo y tercer trimestres de ese año, y de la competencia de las letras del Tesoro cuyas características de lanzamiento al mercado la superaban con ventaja respecto a las condiciones que, en aquella circunstancia, estaban dispuestas a ofrecer las empresas.

18-I-1989.

Información del Banco de España

TIPOS DE INTERES ACTIVOS LIBRES DECLARADOS POR BANCOS Y CAJAS DE AHORRO

Situación al día 31 de enero de 1989

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
SEIS GRANDES					
BILBAO VIZCAYA	13,10	28,65	26,00	28,65	26,00
CENTRAL	12,82	25,44	24,00	26,25	24,00
ESPAÑOL DE CREDITO	12,55	23,88	22,00	23,88	22,00
HISPANO AMERICANO	13,65	26,53	24,00	26,25	24,00
POPULAR ESPAÑOL	11,46	26,00	24,50	26,84	24,50
SANTANDER	12,28	32,31	29,00	32,31	29,00
<i>Media simple</i>	<i>12,64</i>	<i>27,14</i>	<i>24,92</i>	<i>27,36</i>	<i>24,92</i>
COMERCIALES					
ABEL MATUTES TORRES	10,50	22,10	21,00	(2,52)	(2,50)
ALBACETE	-	-	-	-	-
ALICANTE	12,55	27,44	25,00	27,44	25,00
ALICANTINO DE COMERCIO	-	-	-	-	-
ANDALUCIA	11,46	26,00	24,50	26,84	24,50
ASTURIAS	12,55	27,44	25,00	27,44	25,00
ATLANTICO	12,00	22,71	21,00	22,71	21,00
B.N.P. ESPAÑA	13,50	24,32	23,00	(3,00)	-
BARCELONA	13,10	32,30	29,00	32,30	29,00
BARCI AYS S.A.E.	13,65	25,06	23,00	25,06	23,00
BILBAO MERCHANT	-	26,25	24,00	26,25	24,00
CANTABRICO	12,55	27,44	25,00	27,44	25,00
CASTILLA	11,46	26,00	24,50	26,84	24,50
CATALANA	13,10	32,30	29,00	32,30	29,00
CITIBANK ESPAÑA	14,75	25,06	23,00	(4,06)	(4,00)
COMERCIAL ESPAÑOL	12,82	32,31	29,00	32,31	29,00
COMERCIAL TRANSATLANTICO	12,28	27,44	25,00	27,44	25,00
COMERCIO	13,09	28,65	26,00	28,65	26,00
CONDAL	-	-	-	-	-
CONSOLIDADO ESPAÑA	13,00	24,32	23,00	24,32	23,00
CREDIT & COMMERCE	12,82	26,56	25,00	27,44	-
CREDITO BALEAR	12,55	26,00	24,50	26,84	24,50
CREDITO CANARIO	13,10	28,65	26,00	28,65	26,00
CREDITO Y AHORRO	13,92	28,65	26,00	28,65	26,00
DEPOSITOS	7,19	15,56	15,00	15,87	15,00
ETCHEVERRIA	11,57	21,93	-	(5,00)	-
EUROPA	13,64	25,06	23,00	25,06	23,00
EXPORTACION	12,00	22,71	21,00	22,71	21,00
EXTERIOR DE ESPAÑA	12,55	27,44	25,00	27,44	25,00
EXTREMADURA	13,10	28,65	26,00	28,65	26,00
GALICIA	11,46	26,00	24,50	26,84	24,50
GALLEGO	12,82	25,44	24,00	26,25	24,00
GENERAL	-	-	-	-	-
GUIPUZCOANO	12,55	27,41	-	(6,14)	-
HERRERO	13,37	25,06	23,00	25,06	23,00
HUELVA	-	-	-	-	-
IBERCORP	13,83	26,25	24,00	26,25	24,00
INTERNACIONAL DE COMERCIO	13,37	26,84	24,50	26,84	24,50
INVERSION HERRERO	13,37	25,06	23,00	25,06	23,00
INVERSION HUESCA	-	-	-	-	-
INVERSIONES Y SERVICIOS FINANCIEROS	-	-	-	-	-
ISLAS CANARIAS	13,64	24,00	-	24,00	-
JEREZ	13,65	25,44	24,00	26,25	24,00

(Continuación) 2
Situación al día 31 de enero de 1989

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
JOVER	12,82	32,31	29,00	32,31	29,00
MADRID	12,82	23,88	22,00	23,88	22,00
MARCH	13,50	29,86	27,00	29,86	27,00
MAS SARDA	12,55	26,25	24,00	26,25	24,00
MERCANTIL DE TARRAGONA	14,20	26,53	24,00	26,25	24,00
MERIDIONAL	12,82	28,65	26,00	28,65	26,00
MURCIA	12,82	32,31	29,00	32,31	29,00
NATWEST MARCH	14,06	27,44	25,00	27,44	25,00
NORTE	13,65	25,44	24,00	26,25	24,00
OESTE	12,00	26,25	24,00	26,25	24,00
PASTOR	12,82	26,56	25,00	27,44	25,00
PENINSULAR	—	—	—	—	—
PUEYO	9,53	26,24	—	26,24	—
SABADELL	12,82	24,47	22,50	24,47	22,50
SANTANDER NEGOCIOS	14,20	17,72	—	18,11	—
SEVILLA	—	—	—	—	—
SIMEON	12,55	27,44	25,00	27,44	25,00
SINDICATO DE BANQUEROS BARNA.	15,31	29,86	—	29,86	—
TOLEDO	12,55	30,60	27,00	30,60	27,00
VALENCIA	12,82	25,44	24,00	26,25	24,00
VASCONIA	11,46	26,00	24,50	26,84	24,50
VITORIA	12,01	22,71	21,00	(3,02)	(3,00)
ZARAGOZANO	12,55	30,60	27,00	30,60	27,00
<i>Media simple</i>	12,73	26,43	24,48	26,91	24,68
INDUSTRIALES					
BANCAPITAL	15,87	25,06	23,00	(4,06)	(4,00)
CATALA DE CREDIT	12,55	26,25	24,00	26,25	24,00
CHASE ESPAÑA	15,86	26,25	24,00	26,25	24,00
DESARROLLO ECONOMICO ESPAÑOL	13,37	22,71	21,00	22,71	21,00
EXPANSION INDUSTRIAL	12,55	23,00	—	23,00	—
FINANCIACION INDUSTRIAL	12,25	28,65	26,00	28,65	26,00
FOMENTO	12,82	25,44	24,00	26,25	24,00
GRANADA	12,82	25,44	24,00	26,25	24,00
HISPANO INDUSTRIAL	14,20	23,88	22,00	23,88	22,00
INDUSTRIAL DE BILBAO	12,55	28,65	26,00	28,65	26,00
INDUSTRIAL DE CATALUÑA	13,10	32,30	29,00	32,30	29,00
INDUSTRIAL DE GUIPUZCOA	11,46	23,88	—	23,88	—
INDUSTRIAL DEL MEDITERRANEO	13,10	32,30	29,00	32,30	29,00
INDUSTRIAL DEL SUR	12,55	28,65	26,00	28,65	26,00
INTERCONTINENTAL ESPAÑOL	13,50	27,44	25,00	(8,50)	—
NOROESTE	—	—	—	—	—
OCCIDENTAL	16,99	28,65	—	28,65	—
PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA	14,20	26,56	25,00	26,56	25,00
POPULAR INDUSTRIAL	11,46	24,30	23,00	24,30	23,00
PROGRESO	13,10	27,44	—	27,44	—
PROMOCION DE NEGOCIOS	12,00	26,25	24,00	26,25	24,00
URQUIJO-UNION	13,37	23,21	22,00	23,88	22,00
<i>Media simple</i>	13,32	26,49	24,53	26,64	24,60
EXTRANJEROS					
ALGEMENE BANK	13,65	21,94	—	21,55	—
AMERICA	15,30	21,55	—	(4,00)	—

(Continuación) 3
Situación al día 31 de enero de 1989

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/ccto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
ARABE ESPAÑOL	9,38	20,74	19,00	20,74	19,00
BANKERS TRUST	13,25	18,40	—	(4,00)	—
BARCLAYS BANK INTERNAT.	13,65	25,06	23,00	25,06	23,00
BRASIL	14,08	22,00	—	(3,00)	—
BRUXELLES LAMBERT	13,10	21,55	20,00	21,55	20,00
CAISSE N.C. AGRIC	14,75	24,36	—	(2,01)	—
CHASE MANHATTAN	—	—	—	—	—
CHEMICAL BANK	14,00	18,39	—	—	—
CITIBANK	14,75	25,06	23,00	(4,06)	(4,00)
COMERCIALE ITALIANA	16,42	27,44	—	(2,50)	—
COMMERZBANK	13,65	17,55	16,50	17,55	16,50
CONTINENTAL ILLINOIS	14,50	17,50	—	17,50	—
CREDIT COMMERCIAL DE FRANCE	15,31	23,88	22,00	(2,00)	—
CREDIT LYONNAIS	14,75	19,25	18,00	(1,01)	(1,00)
CREDITO ITALIANO	14,75	24,00	—	24,00	—
DEUTSCHE BANK	14,13	24,37	22,00	24,37	22,00
DRESDNER BANK	13,90	24,60	22,00	24,60	22,00
ESTADO SAO PAULO	—	26,25	24,00	26,25	24,00
EXTERIOR DE LOS ANDES	14,20	23,88	22,00	23,88	22,00
FIRST INTERSTATE	14,20	16,50	—	(5,00)	—
FIRST N. BANK OF CHICAGO	15,25	24,36	22,00	(4,06)	—
GB BANCO BELGA	14,75	23,21	22,00	(3,04)	(3,00)
INDOSUEZ	—	21,00	—	21,00	—
JYSKE BANK	12,55	28,70	25,00	28,70	25,00
LLOYDS BANK	13,65	26,25	24,00	(4,06)	(4,00)
MANUF. HANNOVER TRUST	12,60	28,39	25,00	28,39	25,00
MIDLAND BANK	15,31	17,50	—	(3,00)	—
MITSUBISHI BANK	14,20	25,22	—	(2,00)	—
MITSUI BANK	—	—	—	—	—
MORGAN GUARANTY	14,50	19,00	—	19,00	—
NACION ARGENTINA	12,55	22,00	—	(4,00)	—
NAT. WESTMINSTER BANK	14,06	27,44	25,00	(4,58)	(4,50)
NATIONALE DE PARIS	13,50	24,32	23,00	(3,00)	—
NAZIONALE LAVORO	16,14	23,88	22,00	19,25	18,00
PARIBAS	15,48	21,55	—	(2,00)	—
PORTUGUES DO ATLANTICO	15,25	23,00	—	(4,00)	—
REAL	14,00	24,00	—	22,00	—
ROMA	14,20	21,00	—	(2,00)	—
ROYAL BANK OF CANADA	13,50	18,00	—	(2,00)	—
SAUDI ESPAÑOL	13,92	24,25	22,31	24,25	22,31
SOCIETE GENERALE	13,65	23,18	—	(3,42)	—
SUMITOMO BANK	—	21,55	20,00	(2,02)	(2,00)
TOKYO	13,10	24,32	23,00	(2,01)	(2,00)
<i>Media simple</i>	<i>14,10</i>	<i>22,71</i>	<i>22,04</i>	<i>22,76</i>	<i>21,57</i>
TOTAL					
<i>Media simple</i>	<i>13,27</i>	<i>25,21</i>	<i>23,96</i>	<i>26,09</i>	<i>24,21</i>
CAJAS DE AHORRO					
ALAVA PROVINCIAL	14,19	19,90	19,00	20,22	19,00
ALBACETE	13,10	24,32	23,00	25,06	23,00
ALICANTE PROVINCIAL	13,92	21,55	20,00	(4,00)	—
ALMERIA	12,50	21,00	—	(4,00)	—
ANTEQUERA	11,30	23,21	22,00	23,21	22,00

(Continuación) 4
Situación al día 31 de enero de 1989

CAJAS DE AHORRO	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
ASTURIAS	12,50	21,00	20,00	(4,00)	-
AVILA MONTE	13,40	21,55	-	(5,00)	-
BADAJOS	10,20	22,71	-	(4,00)	-
BALEARES	12,62	23,88	22,00	(4,60)	(4,00)
BARCELONA	14,75	23,88	22,00	23,88	22,00
BILBAO MUNICIPAL	12,55	19,25	18,00	(3,00)	-
BURGOS C.C.O.	10,50	18,81	-	19,25	-
BURGOS MUNICIPAL	10,62	18,81	18,00	19,25	18,00
CACERES	9,52	20,00	-	(2,00)	-
CADIZ	11,79	23,00	-	(4,00)	-
CAIXA PENSIONES	12,55	19,25	18,00	(2,02)	-
CANARIAS GENERAL	14,20	22,10	-	(4,00)	-
CANARIAS INSULAR	12,56	23,21	-	23,88	-
CARLET	12,96	20,73	-	(6,00)	-
CASTELLON	13,64	18,00	-	(3,00)	-
CATALUÑA	12,55	21,00	-	21,00	-
CECA	13,09	17,00	-	(2,00)	-
CEUTA	13,50	22,00	-	22,00	-
CORDOBA MONTE	10,00	22,75	-	22,75	-
CORDOBA PROVINCIAL	13,10	23,21	-	23,88	-
CUENCA	13,10	22,10	-	22,71	-
GALICIA	11,46	21,00	-	(4,00)	-
GERONA	13,64	24,32	-	25,06	-
GRANADA MONTE	13,95	23,21	22,00	23,88	22,00
GRANADA PROVINCIAL	9,89	27,14	-	(3,03)	-
GUADALAJARA	13,10	22,71	21,00	(4,06)	(4,00)
GUIPUZCOA PROVINCIAL	13,10	18,81	-	(2,01)	-
HUELVA	13,09	23,88	-	(2,02)	-
INMACULADA ARAGON	11,46	20,99	-	(5,09)	-
JAEN	14,75	22,71	-	22,71	-
JEREZ	12,28	25,06	-	(2,02)	-
LAYETANA	12,96	23,88	22,00	23,88	22,00
LEON	12,89	21,00	20,00	(4,04)	(4,00)
MADRID	12,55	20,39	19,00	(5,09)	-
MALAGA	9,52	23,21	-	(4,00)	-
MANLLEU	13,37	26,84	24,50	26,84	24,50
MANRESA	13,00	23,21	22,00	(3,00)	-
MEDITERRANEO	13,65	22,71	21,00	21,55	20,00
MURCIA	13,00	22,71	-	(5,00)	-
NAVARRA	9,52	21,55	20,50	22,54	20,50
ONTENIENTE	14,20	21,55	-	21,55	-
ORENSE	11,57	22,10	21,00	(3,00)	-
PALENCIA	12,55	19,90	-	19,90	-
PAMPLONA MUNICIPAL	11,00	21,63	-	(2,08)	-
PLASENCIA	12,00	22,00	-	22,00	-
POLLENSA	14,75	23,88	-	23,88	-
PONTEVEDRA	13,42	22,00	-	(4,00)	-
POSTAL	12,55	21,00	-	(2,00)	-
RIOJA	13,00	22,00	-	22,00	-
RONDA	12,55	21,00	20,00	21,55	20,00
SABADELL	12,55	23,88	22,00	(3,00)	-
SAGUNTO	13,65	21,55	-	(3,03)	-
SALAMANCA	10,92	19,90	-	(4,00)	-
SAN SEBASTIAN MUNICIPAL	13,00	18,81	-	(2,00)	-
SANTANDER	13,65	18,00	18,00	19,25	18,00
SEGORBE	13,21	21,55	-	21,55	-
SEGOVIA	13,38	20,39	19,00	20,39	19,00

(Continuación) 5
Situación al día 31 de enero de 1989

CAJAS DE AHORRO	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
SEVILLA MONTE	10,00	21,00	—	(5,09)	—
SEVILLA SAN FERNANDO	9,97	21,00	20,00	(5,09)	(5,00)
SORIA	13,50	18,00	—	(4,00)	—
TARRAGONA	11,25	22,00	—	(5,00)	—
TARRASA	12,68	22,10	—	(3,00)	—
TOLEDO	13,00	22,10	—	(6,00)	—
TORRENTE	12,55	20,97	—	(3,03)	—
VALENCIA	10,01	22,71	21,00	22,71	21,00
VALENCIA PROVINCIAL	13,00	22,00	—	(3,00)	—
VALLADOLID POPULAR	9,44	19,90	19,00	(4,06)	(4,00)
VALLADOLID PROVINCIAL	13,65	20,97	—	(5,09)	—
VIGO	11,50	23,21	22,00	23,88	22,00
VILLAFRANCA DEL PENEDES	12,50	22,71	—	(3,00)	—
VITORIA	13,65	22,10	—	(4,00)	—
VIZCAINA	12,27	18,81	—	(2,00)	—
ZAMORA	13,65	19,00	—	(5,00)	—
ZARAGOZA, ARAGON Y RIOJA	11,46	22,10	21,00	(4,00)	—
TOTAL					
<i>Media simple</i>	12,45	21,65	20,63	22,34	21,00

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

CIRCULARES Y COMUNICACIONES VARIAS PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	CONTENIDO	PUBLICACION EN EL BOE
1/89, de 31 de enero	Entidades delegadas. Depósito previo sobre determinadas operaciones de financiación exterior.	1 febrero 1989
2/89, de 31 de enero	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Coeficiente de caja.	1 febrero 1989

COMUNICACIONES VARIAS DEL BANCO DE ESPAÑA

COMUNICACIONES VARIAS	CONTENIDO
Instrucción de 16 de enero de 1989 (Ref. int. CV 1/89)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Su- basta de obligaciones del Estado.

CORRECCIONES A LAS CIRCULARES PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	CONTENIDO
22/87, de 29 de junio	Se anulan y sustituyen las páginas números 92, 93, 108 y 110.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES DE CREDITO

Variaciones producidas durante el mes de febrero de 1989

Código	Nombre	Fecha	Concepto
BANCOS			
0020	BANCO DE COMERCIO, S.A.	01.02.89	Baja por absorción por el Banco de Financiación Industrial, S.A.
0050	BANCO DE FINANCIACION INDUSTRIAL, S.A.	02.02.89	Cambio de denominación social por BANCO DEL COMERCIO, S.A.
0185	SABADELL MULTIBANCA, S.A.	07.02.89	Concesión de funciones delegadas en el Mercado de Divisas
0186	BANCO DE FINANZAS E INVERSIONES, S.A.	16.02.89	Alta en el Registro de Bancos y Banqueros
COOPERATIVAS DE CREDITO			
3086	PALENCIA, C.R. PROVINCIAL, S.C.C.L.	01.02.89	Baja por disolución
3075	REUS, C.R. PROVINCIAL, S.C.C.C.L.	01.02.89	Baja por disolución
3091	C.R. COMARCAL DE TALAVERA, S.C.C.L.	01.02.89	Baja por disolución
3049	C. CTO. DE GRANOLLERS, S.C.C.C.L.	01.02.89	Baja por disolución
3178	C. PROM. COMERCIAL CORUÑA, S.C.C.L.	01.02.89	Baja por disolución
3070	C.R. DE CANTABRIA, S.C.C.L.	01.02.89	Baja por absorción por C.A.M.P. Madrid y C. Pensiones Vejez A. Cataluña y Baleares
3013	C.R.P. DE AVILA, S.C.C.L.	01.02.89	Baja por absorción por C.A.M.P. Salamanca
3122	C.R.N.ª S.ª ANGELES DE TUEJAR, S.C.C.L.	01.02.89	Baja por disolución
3145	C. CTO. INTERPROFESIONAL, S.C.C.L.	01.02.89	Baja por disolución
3264	C.R.S. ISIDRO DE TORREBLANCA, C.C. VALENCIANA	02.02.89	Baja por absorción por la C.R.P. de Castellón
3109	C.R. FUENTES DE LEON, S.C.C.A.L.	02.02.89	Baja por absorción por la C.R.P. de Badajoz
3115	CAJA RURAL «NUESTRA MADRE DEL SOL», S.C.C.L.	08.02.89	Cambio de denominación social por C.R. «Nª. MADRE DEL SOL», S.C. ANDALUZA DE C.L.
DEMÁS ENTIDADES DE CREDITO (Ley 26/1988)			
059	INMOSEGUROS TASACION, S.A.	01.02.89	Alta con domicilio social en Madrid, Pza. Independencia, 2.
052	TASACIONES Y VALORACIONES INMOBILIARIAS, S.A.	10.02.89	Alta con domicilio social en Pamplona, Av. Baja Navarra, 2.
029	CENTRO HIPOTECARIO REGIONAL, S.C.H., S.A.	14.02.89	Inscripción definitiva.
041	SDAD. GARANTIA RECIPROCA GENERAL DEL VIDRIO	16.02.89	Baja por disolución.
235	FILO MATARO, S.A., Entidad de Financiación	20.02.89	Cambio de domicilio social a Sant Sebastiá, 3-5, Bajos-Badalona
039	ARAGONESA DE LEASING, S.A.	20.02.89	Cambio de domicilio social a P.º de Pamplona, 1, 7.º A - Zaragoza
007	LEASING BANCAYA, S.A. «LISCAYA»	20.02.89	Cambio de denominación por BBV LEASING, S.A.