

BANCO
DE
ESPAÑA

boletín económico

mayo 1990

SIGNOS UTILIZADOS

- ... Dato no disponible.
- Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
- » Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.
- Ø Referido a datos anuales (1970 Ø) o trimestrales indica que 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 periodos.
- * Indica que la serie se refiere a datos desestacionalizados.
- mm Miles de millones de pesetas.
- p Puesta detrás de una fecha (enero (p)), indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente ésta es provisional.
- M₁ Oferta monetaria = Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
- M₂ M₁ + Depósitos de ahorro.
- M₃ Disponibilidades líquidas = M₂ + Depósitos a plazo.
- ALP Activos líquidos en manos del público = M₃ + OAL (otros activos líquidos en manos del público).
- T_jⁱ Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.

ADVERTENCIAS

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

Indice

	<u>Página</u>
Evolución monetaria	5
Cambios en la instrumentación de la política monetaria	13
Estructura económica y financiera de las empresas españolas (1983-1988). Análisis realizado a partir de los datos de la Central de Balances	19
Los factores estacionales del crédito interno para 1990	33
Información del Banco de España	49
Tipos de interés activos libres declarados por bancos, cajas de ahorro y entidades oficiales de crédito. Situación a 30 de abril de 1990	50
Registros oficiales de entidades. Variaciones producidas durante el mes de mayo de 1990	55
Indicadores económicos	57
Artículos y publicaciones del Banco de España	103

Evolución monetaria

Según datos provisionales, los activos líquidos en manos del público (ALP) crecieron durante el mes de abril a una tasa intermensual elevada a anual del 16,5 %. Esta cifra contrasta con el moderado crecimiento que ha venido registrando dicho agregado en los tres primeros meses del año y sitúa la tasa de crecimiento de abril sobre diciembre en el 5,1 %, frente al 1,6 acumulado hasta el mes de marzo. No obstante, una valoración adecuada tanto de la aceleración de ALP en abril como de su moderado crecimiento en el primer trimestre precisa de ciertas consideraciones, a la vista de los desplazamientos que en este período se han producido en las carteras de activos financieros del público.

En efecto, entre enero y marzo, las rentabilidades ofrecidas por los pagarés de empresa y los pagarés forales impulsaron notablemente la demanda de ambos instrumentos no incluidos en la definición de ALP, en detrimento de otros activos integrados en esta magnitud monetaria, especialmente títulos públicos y pasivos por operaciones de seguro. El saldo conjunto de estos últimos activos registró un crecimiento neto en el primer trimestre del año de tan sólo 52 mm, frente a una expansión de 635 mm, en igual período del año anterior. Cuando se considera un agregado de liquidez que incluye, junto a los ALP, los pagarés de empresa y los pagarés forales en manos del público, su crecimiento en los tres primeros meses de 1990 se estima en torno a un 9 %, frente al 1,6 % antes indicado para los ALP únicamente.

1. Agregados monetarios (Ø)

	Saldos mm 1990	Variación intermensual (T _i) %			Variación acumulada desde DIC de 1989 %		
		1990			1990		
		ABR (p)	FEB	MAR (p)	ABR (p)	FEB	MAR (p)	ABR (p)
Activos líquidos en manos del público (ALP)	41.434	-1,9	3,6	16,5	0,6	1,6	5,1
Disponibilidades líquidas (M ₃)	30.805	13,0	18,0	24,9	12,4	14,2	16,8
<i>Efectivo</i>	3.798	11,6	12,6	13,2	7,6	9,2	10,2
<i>Depósitos de la banca</i>	13.284	7,7	23,0	39,8	6,1	11,5	18,0
<i>Depósitos de las cajas</i>	12.245	19,4	15,5	16,7	20,7	18,9	18,4
<i>Otros depósitos (a)</i>	1.478	14,1	10,3	2,5	16,6	14,5	11,3
Otros activos líquidos	10.695	2,3	-5,3	-3,5	-4,1	-4,5	-4,3
<i>Títulos públicos (b)</i>	9.167	22,5	7,4	6,5	17,7	14,2	12,2
<i>Otros activos (c)</i>	1.528	-59,0	-52,5	-45,8	-64,1	-60,6	-57,4

(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.

En abril, en cambio, es muy probable que se haya registrado un desplazamiento de fondos en sentido inverso, es decir, desde pagarés de empresa y forales hacia componentes de ALP, motivado por diversas causas. En primer lugar, un gran número de entidades bancarias se han ido incorporando a la oferta de depósitos de alta remuneración. En segundo lugar, el descenso del nivel del coeficiente de caja, desde el 17 % hasta 5 %, a partir de la tercera decena de marzo ha incentivado la expansión de pasivos computables. En tercer lugar, la elevación del tipo marginal de las letras del Tesoro en 0,5 puntos entre marzo y abril, junto con el descenso simultáneo de la rentabilidad de los pagarés de empresa, a medida que han ido descendiendo los tipos de interés del mercado interbancario, han estrechado las diferencias de rentabilidad existentes entre ambos instrumentos. Finalmente, el acuerdo al que han llegado algunas diputaciones forales con el gobierno central para que las emisiones de pagarés forales se realicen a un tipo de interés más próximo al de los pagarés del Tesoro, ha podido desincentivar la colocación de los primeros.

Estos movimientos se han reflejado principalmente en los depósitos de la banca privada, que han registrado una expansión en abril del 40 % en tasa intermensual anualizada, que duplica casi el 23 % de

marzo y contrasta vivamente con el 4,5 % en la media de enero y febrero. Los depósitos de las cajas de ahorro, entidades menos activas hasta el momento en la oferta de depósitos de alta remuneración y en la intermediación de pagarés de empresa, crecieron en abril a un ritmo del 16,7 %, frente al 15,5 % en marzo y el 20,7 % en la media de enero y febrero. Con todo, la expansión de los depósitos de las cajas en abril puede considerarse elevada y, al sumarse a la de la banca, ha dado como resultado una fuerte aceleración de la parte computable de ALP y de los agregados más reducidos. De este modo, la tasa de crecimiento acumulada hasta abril de los ALP computables alcanzó el 14,3 %, frente al 10 % hasta marzo y las correspondientes a los agregados más reducidos se situaron en el 40 %, 22 % y 17 %, para M1, M2 y M3, respectivamente.

Al propio tiempo, el mercado de pagarés de empresa parece haber reducido sustancialmente su ritmo de actividad a lo largo del mes de abril, y las estimaciones sobre el saldo de pagarés forales señalan un estancamiento en los dos últimos meses. La paralización de este último mercado puede ser la causa predominante del aumento experimentado en el saldo de pagarés del Tesoro en manos del público en abril (28 mm), después de descensos ininterrumpidos durante los siete meses anteriores.

2. Financiación a empresas y familias (a)

	Saldos en mm			Tasas de crecimiento %			Variación acumulada desde DIC de 1989 (%)		
	1990			1990			1990		
	FER	MAR (p)	ABR (p)	FEB	MAR (p)	ABR (p)	FEB	MAR (p)	ABR (p)
				T ₁					
Serie desestacionalizada									
Crédito interno (b) (c)	36.069	36.225	36.729	10,4	5,3	18,0	10,9	9,0	11,2
				T _{1/2}					
Series originales									
Crédito interno (c)	35.915	36.130	36.709	15,5	14,1	14,1			
Crédito	33.618	33.852	...	16,5	15,1	...			
<i>Banca</i>	20.156	20.268	...	16,4	15,1	...			
<i>Cajas</i>	9.591	9.649	...	19,8	17,0	...			
<i>Resto</i>	3.871	3.936	...	9,8	10,6	...			
Valores y mercados monetarios	2.297	2.277	...	1,9	1,6	...			

(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.

(b) El ajuste estacional de este agregado se ha realizado a partir de unos factores estacionales estimados para el mismo.

(c) Incluye las transferencias de activos privados.

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-9.

3. Tipos de interés (Ø)

%

	Plazo d=día m=mes a=año	Medias mensuales				Medias decenales		
		1989		1990		ABR 1990		
		DIC	FEB	MAR	ABR	1.ª d.	2.ª d.	3.ª d.
BANCO DE ESPAÑA:								
Préstamos de regulación monetaria	1 d.	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5
Intervención con deuda	7 d.	—	—	—	—	—	—	—
	3 m.	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8
TESORO:								
Emisión de pagarés	18 m.	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	—
Subasta de letras (a)	12 m.	13,1	13,8	14,1	14,3	14,3	—	14,4
Subasta de bonos (a)	3 a.	13,5	13,8	14,5	14,6	—	—	14,6
	5 a.	13,1	13,6	—	—	—	—	—
Subasta de obligaciones (a)	10 a.	—	—	—	—	—	—	—
INTERBANCARIO:								
Depósitos	1 d.	15,5	15,1	14,8	14,6	14,6	14,6	14,6
	3 m.	16,0	15,5	15,4	15,0	15,0	15,0	15,0
	6 m.	15,9	15,6	15,6	15,2	15,2	15,1	15,2
Dobles con letras del Tesoro	3 m.	13,7	13,7	13,7	13,7	13,6	13,7	13,7
	6 m.	—	13,5	13,5	13,5	13,5	13,4	—
Dobles con pagarés del Tesoro	3 m.	5,1	4,4	5,1	8,2	7,8	8,3	8,7
	6 m.	—	4,9	4,9	6,8	6,9	6,5	—
Letras del Tesoro al vencimiento	12 m.	12,8	13,7	13,8	14,2	14,2	14,2	14,3
BANCARIOS:								
Depósitos de la banca	1-2 a.	10,2	10,5	10,5	...	...	...	...
Depósitos de las cajas	1-2 a.	10,0	10,2	10,6	...	...	...	...
Crédito de la banca residente								
<i>A interés fijo</i>	1-3 a.	17,1	17,4	17,5	...	...	...	...
<i>Preferencial</i>	3 m.	14,5	14,6	14,6	14,6	...	...	...
Cto. de la b. extranjera a int. vble.		17,1	16,4	16,2	...	...	...	...
Crédito de las cajas								
<i>A interés fijo</i>	1-3 a.	17,0	17,4	17,5	...	...	...	...
OTROS:								
Deuda pública anotada	2 a. o más	14,5	14,6	14,9	14,8	14,9	14,8	14,8
Obligaciones eléctricas	2 a. o más	14,2	14,2	14,4	14,4	...	...	...

(a) Tipo de interés marginal.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 1 a 4.

En cuanto al resto de títulos públicos, el saldo de letras del Tesoro aumentó en 96 mm y el de cesiones de deuda a medio y largo plazo cayó en 76 mm. Por su parte, los pasivos por operaciones de seguro de las cajas de ahorro prosiguieron su descenso, aunque a un ritmo más atenuado (44 mm), situando la disminución acumulada en los cuatro meses del año transcurridos en 289 mm, que representa cerca del 30 % del saldo vivo al cierre de 1989.

El descenso registrado en el saldo de cesiones temporales de deuda ha estado muy influido, en esta ocasión, por el denominado «efecto cupón», que consiste en la sustitución de cesiones temporales de deuda por otros instrumentos, especialmente letras del Tesoro, el día anterior al pago del cupón, con el fin de simplificar la operatoria de las entidades bancarias con sus clientes en la liquidación de intereses.

El día posterior al pago del cupón se deshacen estas operaciones aumentando de nuevo las cesiones temporales de deuda. Esta caída transitoria en el saldo de deuda suele afectar mínimamente a la cifra calculada como media de datos diarios. No obstante, en este mes, el volumen de deuda afectada ha sido tan elevado que explica en torno a 50 mm del descenso del saldo medio de cesiones temporales. Los instrumentos que transitoriamente sustituyen a las cesiones de deuda suelen ser las letras del Tesoro, tal como antes se ha señalado; sin embargo, la escasez de letras excedentes en las carteras del sistema bancario ha determinado que esta sustitución se realizase, también, con pagarés del Tesoro y con depósitos de alta remuneración.

El crédito interno al sector privado es el componente, dentro de las contrapartidas de ALP, con un

comportamiento más expansivo en abril. Los datos provisionales obtenidos del avance del balance proporcionado por las entidades bancarias arrojan para dicho mes un crecimiento del 20,7 %, que sitúa su tasa acumulada en los cuatro primeros meses del año en el 11 %. Buena parte de las razones aludidas para interpretar la elevación de los ALP en abril son aplicables, también, a la trayectoria del crédito al sector privado. El descenso en la actividad del mercado de pagarés de empresa ha tenido como consecuencia un incremento del crédito bancario, cuya elevación es, por otra parte, coherente con el margen de maniobra del que disponían las entidades tras un crecimiento moderado en el primer trimestre.

La financiación concedida a las Administraciones Públicas por el sistema crediticio y los mercados monetarios evolucionó en abril dentro de una tónica moderada, que sitúa la tasa acumulada en el primer cuatrimestre del año en el entorno del 8 %.

Por su parte, el sector exterior tuvo una aportación ligeramente expansiva a la creación de liquidez. El

Banco de España intervino en el mercado de cambios con una compra por valor de 262 millones de dólares. Si a esta intervención se agregan las operaciones directas, la variación de reservas se sitúa en 496 millones de dólares. En contrapartida, las entidades delegadas aumentaron su posición corta vendida en moneda extranjera en 292 millones de dólares, y los no residentes incrementaron, asimismo, sus saldos en pesetas convertibles en 70 mm en media mensual. Cabe destacar el fuerte incremento experimentado por estos últimos a partir de la supresión de la prohibición de remunerar estas cuentas desde primeros de abril. Por el contrario, la medida adoptada en esa misma fecha, a partir de la cual se autorizó a los residentes a adquirir deuda pública mediante operaciones con pacto de recompra, ha tenido escasa incidencia, debido, probablemente, a la atractiva rentabilidad de los depósitos.

La evolución de los mercados financieros internacionales durante el mes de abril se caracterizó por la relativa fortaleza de la divisa americana, por los efectos del anuncio del cambio a la par de las mo-

4. Intervención del Banco de España

	ABR 1990	1990			ABR 1990		
		FEB	MAR	ABR	1.ª dec.	2.ª dec.	3.ª dec.
Variaciones absolutas (a)							
Activos de caja	1.364	-43	-1.074	-1.999	9	15	16
CONTRAPARTIDAS:							
Circulación fiduciaria (b)	-4.128	72	-23	-112	-167	-17	108
Otros factores	5.140	61	-778	-1.593	33	168	322
Sector exterior	4.940	13	21	86	61	38	9
Crédito al sector público	1.881	-177	358	299	-53	91	221
Cartera de letras del Tesoro	1.301	163	67	170	145	96	-49
Otros fondos públicos	215	3	-37	-76	0	-1	7
Certificados del BE (b)	-3.123	0	-1.108	-2.015	0	0	0
Cuentas diversas (b)	-74	58	-78	-57	-120	-56	133
Operaciones con las instituciones financieras	353	-176	-274	-294	143	-136	-413
Préstamos de regulación monetaria (c)	1.089	31	-111	-179	236	-131	-408
Cesiones temporales de deuda (b)	-1.144	-244	-132	-123	-96	-12	-10
Otros	408	37	-31	8	4	7	4
Niveles medios en porcentajes							
EXCEDENTES DE CAJA:							
Sistema bancario	...	0,041	0,012	0,054	0,030	0,044	0,084
Bancos	...	0,057	0,048	0,058	0,041	0,055	0,075
Cajas	...	0,023	0,020	0,050	0,018	0,032	0,094

(a) Medias mensuales o decenales, según el calendario de cumplimiento del coeficiente de caja.

(b) Aumento (-).

(c) Incorpora subasta de préstamos, adquisición temporal de títulos y segunda ventanilla.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núm. 5. *Boletín Estadístico*, cuadros I-1 a I-13, y IX-22 a IX-26.

nedas de las dos Alemanias para salarios, pensiones y ahorros hasta 4.000 marcos orientales y, en fin, por la debilidad del yen y de la bolsa japonesa. En este contexto, el tipo de cambio de la peseta se fortaleció en abril y en los primeros días de mayo, frente a prácticamente todas las monedas de los países desarrollados, a pesar del descenso del diferencial de intereses entre los mercados externos e internos (véanse cuadros 5 y 6). La peseta se ha visto impulsada al alza por la caída del valor del marco, derivada de las incertidumbres que rodean la economía de la República Federal Alemana tras la unificación monetaria con la Alemania Oriental, y, también, por las entradas de capital japonés bajo la forma de inversiones en cartera, presumiblemente procedentes del mercado americano. Todo ello ha elevado la cotización de la moneda española, de forma que, en la actualidad, resulta ser la divisa más fuerte del SME.

La instrumentación monetaria durante el mes de abril se ha visto influida por la reforma del coeficiente de caja a partir de la tercera decena de marzo, que ha producido cambios significativos en la gestión de tesorería de las entidades bancarias. El nivel requerido de activos de caja a partir de dicha fecha (5% de los pasivos computables) está muy próximo al nivel mínimo que precisan las instituciones para desarrollar normalmente su actividad. Este hecho, junto con la imposibilidad de realizar operaciones temporales con los certificados del Banco de España hasta la segunda decena de mayo, aumentó la dependencia del conjunto del sistema bancario respecto a los préstamos de regulación monetaria para el cumplimiento del coeficiente. De esta forma, el Banco de España se ha visto obligado a convocar subasta de préstamos todos los días, reduciéndose así su capacidad de mantener los tipos de interés de los depósitos interbancarios en los niveles deseados, mediante la restricción de su oferta de activos de caja. Esta situación se ha reflejado en una suave aproximación del tipo de interés a un día del mercado interbancario hacia el marginal de la subasta, descendiendo, en consecuencia, desde una media del 14,91% en la segunda decena de marzo hasta el 14,56% en la tercera decena de abril. El Banco de España ha tratado de frenar este deslizamiento a la baja de los tipos de interés mediante ligeros prorrates en las subastas de préstamos, sin alterar los tipos básicos de intervención, y con la utilización de instrumentos adicionales como la inyección de liquidez con deuda al 14,85% y los préstamos de segunda ventanilla a tipos entre el 15% y el 15,25%.

En la segunda decena de mayo el Banco de España comenzó a inyectar liquidez mediante cesiones temporales decenales de certificados. El tipo resultante fue del 14,60%. Este mecanismo se complementará

con subastas de préstamos a un día y operaciones temporales de deuda pública, para lograr una adecuada combinación entre la oferta de liquidez y el nivel deseado de los tipos de interés.

El cuadro 4 refleja los efectos de la reforma del coeficiente de caja sobre la magnitud y la estructura de las contrapartidas de los activos de caja, desde la tercera decena de marzo, con una caída significativa de éstos y la aparición simultánea como contrapartida de los certificados del Banco de España. Descontando el efecto de esta reforma, el saldo de activos de caja muestra un aumento de 34 mm en marzo y de 16 mm en abril, en términos de medias mensuales. Entre las partidas generadoras de liquidez destaca la financiación otorgada por el Banco de España al sector público por medio tanto de créditos (recurso) como de aumento de cartera de títulos públicos. No obstante, una proporción considerable del incremento de la cartera de títulos fue filtrada a las entidades bancarias en forma de cesiones temporales. De esta forma, el Banco de España continuó desempeñando una activa labor como agente colocador de títulos del Tesoro para la financiación del déficit.

A lo largo del mes de abril, siguiendo el descenso de los tipos de interés a un día del mercado interbancario, se produjeron caídas generalizadas en todos los plazos, en torno a 0,4 puntos porcentuales, que se han reflejado en un desplazamiento hacia abajo de la curva de rendimientos por plazos, sin que se alterara apenas su pendiente. En las dos primeras de-

5. Tipos de interés extranjeros (Ø)

	Medias mensuales			
	1989		1990	
	DIC	FEB	MAR	ABR
EUROMERCADOS A 3 MESES:				
Dólar	8,4	8,3	8,4	8,4
Franco suizo	8,3	9,4	9,0	9,2
Marco	8,1	8,3	8,2	8,1
Yen	6,6	7,1	7,4	7,3
Franco francés	10,7	10,9	10,5	9,8
Libra esterlina	15,1	15,1	15,3	15,2
ECU	10,9	11,1	10,7	10,4
Media ponderada (a)	8,5	8,8	8,7	8,7
Diferencial medio (b)	7,5	6,7	6,7	6,3

(a) Medias de los tipos de las siete monedas antes citadas, ponderadas por su participación en la deuda exterior española en diciembre del año anterior.

(b) Tipo interbancario español correspondiente a operaciones de depósito (véase cuadro 3), menos tipo medio ponderado exterior.

6. Tipos de cambio

	Variaciones (%) (a)							
	1990	Mensuales				Mensuales acumuladas desde DIC 1989		
		1990				1990		
		ABR	FEB	MAR	ABR	FEB	MAR	ABR
TIPOS DE CAMBIO NOMINALES:								
Del dólar frente a:								
Marco	1,69	-0,9	1,7	-0,9	-3,5	-1,9	-2,8	
Yen	158,37	0,4	5,2	3,4	1,4	6,7	10,3	
Países desarrollados (b) (c)	68,53	-0,3	2,2	»	-1,5	0,6	0,6	
De la peseta frente a:								
Dólar	107,11	1,3	-1,0	2,1	3,6	2,6	4,7	
Franco suizo	71,98	-0,6	0,6	0,5	-1,6	-1,0	-0,5	
Marco	63,42	0,4	0,7	1,2	»	0,7	1,8	
Yen	67,64	1,7	4,2	5,6	5,0	9,4	15,5	
Libra esterlina	175,20	-1,3	3,3	1,4	-2,4	0,9	2,3	
Franco francés	18,88	0,1	0,1	0,7	-0,6	-0,5	0,1	
CEE (b) (c)	102,00	»	0,8	1,0	-0,6	0,2	1,2	
Países desarrollados (b) (c)	109,66	0,4	0,7	1,4	0,5	1,3	2,7	
Principales acreedores (d) (e)	117,69	0,7	0,7	2,1	1,7	2,5	4,7	
TIPOS DE CAMBIO REALES (f):								
De la peseta frente a:								
Dólar (c)	...	1,4	...	...	3,7	...	...
CEE (b) (c)	...	0,1	0,8	...	0,1	0,9	...	
Países desarrollados (b) (c)	...	0,5	0,6	...	1,1	1,7	...	

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

(b) Medias ponderadas por el comercio exterior.

(c) Índice base: Ø 1985=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, y *Boletín Estadístico*, cuadros XX-51 a XX-53.

cenos de mayo se ha producido un cambio de tendencia en la evolución de los tipos de interés de este mercado, habiéndose registrado elevaciones en torno a 0,2 puntos porcentuales en casi todos los plazos.

En la evolución del mercado secundario de títulos públicos cabe destacar los altos tipos alcanzados por las cesiones temporales, a muy corto plazo, de pagarés del Tesoro, dada la abundancia de estos activos en poder de entidades, que supera las necesidades para cubrir el coeficiente de inversión. De hecho, en la segunda decena de abril el tipo repo de los pagarés se asimilaba al de las letras y, ante la escasez de las mismas, fueron utilizados para cubrir el efecto cupón, antes señalado, de las cesiones de deuda a medio y largo plazo. Este exceso de pagarés del Tesoro en el mercado se ha reflejado en la escasa colocación de estos títulos en las dos subastas cele-

bradas en abril y en las dos de mayo, renovándose porcentajes entre el 4 % y el 20 %.

Siguiendo la tendencia marcada en marzo, el Tesoro elevó nuevamente en abril el tipo marginal de las letras del Tesoro, hasta situarlo en el 14,5 % en la subasta celebrada el 27 de dicho mes. En ella colocó, fuera del Banco de España, 482 mm, frente a 290 mm que vencían. En la emisión del 11 de mayo no varió el tipo marginal, adjudicando 209 mm con unos vencimientos de 250 mm.

La renovación inferior al 100 % en la última subasta de letras contrasta con la abultada colocación de bonos a tres años en la fase competitiva, por 154 mm, frente a unas amortizaciones de tan sólo 18 mm y prácticamente al mismo tipo de interés marginal del mes anterior, 14,59 %. Por el contrario, la subasta de obligaciones quedó desierta, al situarse

los precios ofrecidos muy por debajo de los que el Tesoro deseaba aceptar.

Este impulso en las colocaciones de bonos a tres años cabe interpretarlo dentro de un proceso de normalización de los mercados de deuda, una vez que el Tesoro ha decidido elevar los tipos de interés de las letras a lo largo de los dos últimos meses, aproximándolos a los tipos demandados por el mercado, mientras que ha mantenido sin variación las rentabilidades ofrecidas en los bonos a tres años. Ello ha contribuido a cortar las expectativas, dominantes en los últimos meses, de futuras elevaciones de los tipos de este activo, que frenaban considerablemente su demanda.

22-V-1990.

Cambios en la instrumentación de la política monetaria

A partir del 14 de mayo de 1990, primer día hábil de cobertura de activos del coeficiente legal de caja, el Banco de España ha modificado la instrumentación de sus intervenciones en los mercados monetarios, convocando subastas decenales de compra, con compromiso de reventa a diez días, de certificados del Banco y formalizando a diario operaciones de mercado abierto, en las que intercambia con los bancos y las cajas de ahorro activos públicos con pacto de recompra hasta la siguiente sesión del mercado.

Este artículo intenta ofrecer un resumen de las razones que han motivado dicho cambio en las técnicas de control. Para ello, en el primer epígrafe, se realiza un somero repaso de los problemas que ha habido que abordar, destacando las dificultades que los antiguos métodos de intervención han encontrado en los dos últimos meses. En el segundo apartado se describen las oportunidades que ha abierto la reforma del coeficiente de caja para la instrumentación de la política monetaria. Y en el último epígrafe se expone el nuevo esquema de intervención que acaba de implantarse.

1. LA INSTRUMENTACION DEL CONTROL MONETARIO EN LOS ULTIMOS MESES

El compromiso de estabilidad del tipo de cambio, establecido en el verano de 1989, con la integración de la peseta en el Sistema Monetario Europeo, ha fortalecido el papel de los tipos de interés como variable instrumental básica del control monetario. Si ya desde finales de los años setenta el Banco de España había puesto un cuidado especial en lograr un curso estable de los mercados interbancarios, condicionando sus objetivos de crecimiento a corto plazo de los activos de caja al logro de una evolución ordenada de los tipos de interés negociados en los mercados monetarios, con la entrada de la peseta en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo, esta variable operativa ha adquirido un papel preponderante en la instrumentación.

Consciente del alcance de esta alteración, en los diez últimos meses, el Banco de España ha procurado que los tipos de interés discurrieran por una senda muy ajustada en un momento económico particularmente difícil. En efecto, durante este período, la política monetaria ha adquirido una orientación marcadamente restrictiva, en un intento de restar dinamismo al gasto interior y de atemperar el crecimiento de los precios. La orientación contractiva del control monetario ha contribuido a la apreciación de la peseta, que se ha mantenido casi permanentemente en la mitad superior de la banda de fluctuación acordada con los restantes bancos centrales de

la Comunidad, y, en ocasiones, ha alcanzado el límite máximo de apreciación. Estas fricciones entre los objetivos internos y los condicionamientos externos de la política monetaria han inducido al Banco de España a practicar una gestión de los tipos de interés relativamente compleja, tratando de abarcar una doble dirección. Por una parte, ha intentado difundir una señal de tipo permanente, dirigida a suscitar en los mercados financieros internacionales una imagen de continuidad, que se ha plasmado en la estabilidad del tipo marginal de la subasta de préstamos de regulación. Y, simultáneamente, ha emitido otro mensaje de índole más transitoria, destinado a influir primordialmente en los mercados internos, en los que ha impuesto una mayor disciplina, elevando y modificando con mayor frecuencia los tipos de interés de las operaciones a corto plazo en el mercado de depósitos interbancarios.

A partir del verano de 1989, las autoridades monetarias han impartido estas señales, al tiempo que elevaban el coeficiente legal de caja, establecían directrices limitativas del crecimiento del crédito al sector privado y alteraban las condiciones de precio y disponibilidad de la liquidez de base del sistema bancario. Como puede apreciarse en el gráfico adjunto, donde se recogen distintos tipos de interés representativos de la evolución de los mercados monetarios, en los once últimos meses el tipo marginal de los préstamos de regulación monetaria se ha mantenido

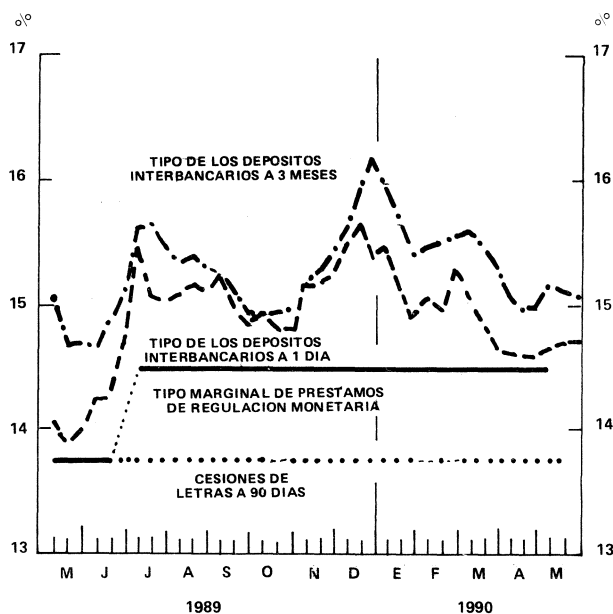
inalterado, mientras variaban sustancialmente los tipos de los depósitos interbancarios.

Para poder llevar a cabo esta actuación, el Banco ha debido racionar la liquidez que suministraba al sistema, espaciando su oferta de activos de caja, prorrateando, en ocasiones, las cantidades que proporcionaba al tipo de interés marginal, no convocando subasta de préstamos de regulación durante algunos días de la decena y abriendo otra «ventanilla» de crédito, en la que formalizaba las operaciones a tipos de interés más acordes con la evolución deseada del mercado de depósitos interbancarios. Esta actuación tendía a incrementar los problemas de distribución de los fondos en los mercados a corto plazo, suscitando, a la postre, un mayor grado de incertidumbre en los agentes, de modo que aumentasen la prima de riesgo y el coste de mediación de los activos de caja.

Dicha dicotomía, que implicaba costes evidentes para el funcionamiento de los mercados interbancarios y que, por lo tanto, sólo podía mantenerse de forma transitoria, se ha vuelto inviable con la reducción del coeficiente de caja de finales del mes de marzo de 1990. A partir de ese momento, las entidades han necesitado diariamente crédito del Banco de España para poder cerrar con saldos suficientes sus cuentas corrientes en el Banco y estar en disposición de compensar y liquidar las operaciones financieras que se asientan en las cuentas de Tesorería (mercados monetarios, bursátiles, de deuda pública, cámaras de compensación, etc.). En estas condiciones, no ha sido posible mantener un diferencial significativo entre el tipo marginal de la subasta de préstamos y el mercado de depósitos interbancarios (1), tal como puede apreciarse en el gráfico adjunto, donde se observa que, a partir de finales del mes de marzo, los tipos de los depósitos día a día se han concentrado en el entorno del 14,6 %.

A la vista de estas restricciones, el Banco de España ha optado por utilizar las posibilidades abiertas por la reforma del coeficiente de caja para reajustar los esquemas de intervención.

Tipos de interés de los mercados monetarios (a)



(a) Medias decenales.

(1) Desde finales de marzo y hasta el día 16 de mayo de 1990, en la subasta de préstamos de regulación monetaria las entidades demandaban, a diario, toda la liquidez que necesitaban a un tipo de interés situado un escalón (0,05 %) por encima del tipo marginal (14,50 %). Como el Banco de España no deseaba modificar este tipo de referencia y se veía obligado a convocar subastas todos los días, tenía que proporcionar toda la liquidez que se le solicitaba al 14,55 %, prorrateando drásticamente las peticiones al 14,50 %, con lo que el tipo del mercado tendía a situarse en el entorno del 14,60 %, una vez que se añade el coste de mediación para las entidades que no podían acudir a la subasta o disponían de un límite de crédito en la póliza de mercado monetario inferior a sus necesidades.

2. LA MODIFICACION DEL COEFICIENTE DE CAJA

A partir de la tercera decena del mes de marzo de 1990, el coeficiente de caja de los bancos y cajas de ahorro ha experimentado una brusca alteración, ya que su nivel, que se hallaba localizado en el 17 %, ha quedado situado en el 5 % de los pasivos computables del sistema bancario. Para llevar a cabo esta reducción sin que supusiese un crecimiento desmesurado de los activos de caja, las entidades han debido suscribir 3.316 mm en certificados del Banco de España, que irán movilizándose (1) escalonadamente hasta su amortización, pero que pueden ser cedidos con compromiso de recompra, sin ninguna restricción, desde el día 2 de mayo de 1990. Dichos certificados, que se intercambian sólo entre entidades afectas al coeficiente de caja a través de la Central de Anotaciones de Deuda Pública del Banco de España, devengan un interés del 6 % anual, pagadero semestralmente, y se amortizan en cuotas crecientes hasta el año 2000.

Con la puesta en circulación de un importe tan voluminoso de valores públicos se han sentado las bases para que el Banco pueda llevar a cabo operaciones de mercado abierto, materializando sus intervenciones de drenaje o de inyección por medio de compraventas de los pasivos públicos —deuda del Estado y certificados del Banco de España— de la cartera de las instituciones de depósito. Ha sido ésta una antigua aspiración del Banco de España que sistemáticamente ha tropezado con la escasez de deuda en poder de las instituciones. Sin embargo, las abultadas carteras de Certificados del Banco de España, que no pueden ser cedidos al sector privado, han proporcionado los instrumentos necesarios para iniciar esta transformación.

Al mismo tiempo, la reforma del coeficiente de caja ha modificado la gestión de tesorería de las entidades, recortando su margen de maniobra e incrementando sustancialmente su dependencia del Banco de España, tal como ya se ha apuntado. En efecto, si se estima que, para el conjunto del sistema bancario, el nivel mínimo del coeficiente necesario para garantizar los procesos de liquidación que se asientan en las cuentas del Banco de España se sitúa en el entorno del 3 %-4 % de los pasivos computables, en diciembre de 1989, con un coeficiente situado en el 19 %, las entidades disponían de un margen de variación de sus activos líquidos de 15 ó 16 puntos porcentuales, en términos de pasivos computables; mientras que, en la actualidad, su ca-

pacidad de reducción de los activos de caja ha quedado limitada a 1 ó 2 puntos porcentuales y, por lo tanto, sus posibilidades de acumular excedentes de liquidez en otros días de la decena se han visto drásticamente recortadas.

La suscripción de certificados del Banco ha supuesto, asimismo, la retirada de 12 puntos de liquidez de las cuentas de Tesorería de los bancos y cajas de ahorro que, desde ese momento, dada la evolución de los factores autónomos de creación de activos de caja, han precisado de la financiación del Banco, no sólo para cumplir con el coeficiente —como ocurría antes del día 23 de marzo de 1990—, sino para poder cerrar sus cuentas corrientes con saldos acreedores y estar en disposición de atender la compensación de los mercados financieros. En consecuencia, como no deseaba provocar una variabilidad elevadísima de los tipos de interés día a día de los depósitos interbancarios, a partir del día 23 de marzo de 1990, el Banco de España ha debido suministrar diariamente financiación a las entidades de depósito.

Los nuevos criterios de instrumentación que se expondrán en el siguiente epígrafe tratan de hacer frente a los requerimientos de la gestión de tesorería que se han apuntado, respondiendo, al tiempo, a las preferencias del Banco en relación a los modos de formalizar su intervención. Por una parte, intentan consolidar un nivel de crédito permanente que asegure a los bancos y a las cajas de ahorro, al menos, la cobertura de sus necesidades mínimas de activos de caja, eliminando la inseguridad que genera la absoluta dependencia de una financiación que ha de renovarse cada día. Por otra parte, tratan de dotar al Banco emisor de una herramienta relativamente compleja, que sirva para dar señales más estables de tipos de interés a través de las subastas decenales de certificados y, al tiempo, permita practicar una instrumentación diaria más versátil que, en determinadas ocasiones y por períodos muy limitados, sea capaz de guardar una cierta autonomía con respecto al tipo básico de referencia. Y, por último, aspiran a potenciar las compraventas de valores públicos —deuda y certificados del Banco de España— en mercado abierto como el método habitual para realizar operaciones diarias, normalmente menos voluminosas, de suministro o retirada de liquidez.

3. LA NUEVA INSTRUMENTACION DE LA POLITICA MONETARIA

El nuevo esquema de intervención que se ha iniciado en la segunda decena del mes de mayo se basa en las siguientes actuaciones:

(1) Hasta el 31 de diciembre de 1990 puede venderse a vencimiento un 19 % de la emisión. Desde esa fecha, y hasta el 31 de diciembre de 1991, puede movilizarse hasta el 54 % de los títulos en circulación. A partir del 1 de enero de 1992, no existe traba alguna a su negociación a vencimiento.

a) Con objeto de proporcionar una base estable de liquidez para toda la decena de cómputo del coeficiente legal de caja, se convocará una subasta competitiva de adquisición temporal de certificados del Banco de España o de deuda pública en poder del sistema bancario. Los bancos privados y las cajas de ahorro efectuarán sus peticiones de importes efectivos de liquidez, realizando cada uno de ellos hasta tres pujas de cantidades a tres tipos de interés diferentes. La subasta se resolverá el primer día hábil de la decena entrante, se liquidará el siguiente día de mercado, y la adquisición temporal tendrá, generalmente, un plazo de diez días naturales (1), «solapando» sucesivos vencimientos y renovaciones de «repos» decenales.

Con los fondos concedidos en esta subasta se pretende cubrir, como mínimo, la diferencia entre las previsiones de liquidez generada por los factores autónomos y el nivel mínimo de tesorería que precisan las entidades, estimado en un 3 % de los pasivos computables, de modo que se garantice que podrán cerrar su cuenta de Tesorería en el Banco de España con saldos positivos durante todos los días de la decena. Salvada esta necesidad, quedará un margen para poder actuar sobre los tipos de interés día a día y conducirlos por la senda deseada.

Obviamente, la cantidad de activos de caja suministrada en cada subasta decenal dependerá del grado de restricción que se desee ejercer. Si el Banco de España intenta mantener una cierta tensión en los mercados monetarios, adjudicará el volumen estrictamente necesario para cubrir el mínimo técnico, agravando la presión ejercida en las intervenciones día a día. Por el contrario, si el Banco pretende que los tipos diarios del interbancario se relajen, tenderá a otorgar mayores volúmenes de liquidez mediante la subasta decenal. Si en alguna circunstancia el Banco adjudicara un importe de liquidez de base que superara finalmente a la necesaria para cumplir el coeficiente, procedería a su posterior drenaje a través de cesiones temporales diarias de deuda pública.

Con la subasta decenal se aspira, además, a proporcionar la referencia básica de política monetaria, por lo que cabe prever que su tipo de interés no estará sometido a variaciones frecuentes.

b) Para el ajuste diario de los tipos de interés a corto plazo, de forma que se sitúen dentro de la senda de referencia para las operaciones del Banco de España establecida al comienzo de la decena, y

(1) Las operaciones, en promedio, tendrán una duración de diez días, pero se ajustarán a los días exactos de cada decena.

para suministrar los activos de caja que se precisan para acabar de cubrir la demanda de activos de caja de las entidades de crédito, se procederá a la realización de operaciones de mercado abierto instrumentadas, bien con certificados del Banco de España, bien con deuda pública, a través de los «creadores de mercado» y con vencimiento en el siguiente día hábil (1). Dichas operaciones se realizarán a un tipo fijo, determinado por el Banco diariamente.

Es posible que los tipos de interés a un día de las ventas temporales de certificados y de deuda del Estado de la cartera del Banco a las entidades de crédito y los equivalentes de los depósitos interbancarios tiendan a asimilarse, por lo que el Banco de España podrá vender ambas clases de activos sin ninguna dificultad cuando lleve a cabo sus drenajes de liquidez. La condición necesaria para esta asimilación es que el importe de la deuda cedida represente un volumen no absorbible en su totalidad por el sector privado, de modo que deba permanecer entre las existencias excedentes de las entidades. Estas, en consecuencia, exigirán una rentabilidad a su inversión equivalente al coste de oportunidad de la colocación, representado por el tipo de interés de los depósitos interbancarios a un día.

Por el contrario, el tipo de las adquisiciones temporales a un día tenderá a ser más bajo cuando dichas operaciones se formalicen comprando deuda del Estado en poder del sistema, que cuando se instrumenten mediante la adquisición de certificados, puesto que el Banco de España deberá competir con los particulares y empresas por la compra de estos activos. Las entidades de depósito exigirán, consecuentemente, cotizaciones más elevadas por la venta de valores endosables al sector privado, o, expresado de otra forma, elegirán a los compradores que demanden un menor tipo de interés por los fondos que prestan a través de la compra de valores. Por ello, con el fin de estimular a las instituciones de crédito a mantener carteras excedentes de deuda del Estado, el Banco de España se propone instrumentar las operaciones diarias de inyección de liquidez primando la deuda en relación a los certificados. En este sentido, las primeras operaciones se han cruzado en los días 16 y 17 de mayo con una prima de 0,20 puntos porcentuales (14,65 % para la compra a un día de certificados y 14,45 % para la deuda).

c) Durante 1990 continuarán convocándose subastas de cesiones de letras a 90 días. Estas colocaciones de deuda anotada han perdido relevancia como instrumento de control monetario, limitándose

(1) Para una descripción del papel reservado a los «creadores de mercado», véase el *Boletín Económico* de mayo de 1987.

el Banco de España, en la práctica, a sustituir al Tesoro en la emisión de valores a tres meses. Las fechas de convocatoria, resolución y liquidación de estas cesiones temporales serán las mismas que las detalladas para las compras decenales de certificados.

d) Seguirá manteniéndose, asimismo, el sistema de «apoyo en última instancia» a las entidades que prevean «descubiertos» al cierre de operaciones o insuficiencias en el cumplimiento del coeficiente de caja. Estos apoyos se formalizarán, habitualmente, mediante la compra de activos a un día, a un tipo penalizado, u otorgando créditos garantizados por la póliza de mercado monetario, y, en circunstancias extraordinarias, concediendo créditos con garantía personal, si bien el coste será más elevado en este último caso.

Con este cambio en la instrumentación, que aproxima las prácticas de control monetario españolas a los usos de los mercados financieros internacionales y a las reglas que están acordándose en el seno de las Comunidades Europeas, el Banco de España aspira a introducir una mejora significativa en los mecanismos de gestión de la política monetaria.

22-V-1990.

Estructura económica y financiera de las empresas españolas (1983-1988).

Análisis realizado a partir de los datos de la Central de Balances

Este artículo ha sido elaborado por Carlos Chuliá, del Servicio de Estudios.

1. INTRODUCCION

Los años transcurridos desde que se publicaron los resultados de la primera encuesta anual de la Central de Balances de empresas no financieras, correspondientes a los ejercicios económico-contables de 1981 y 1982, proporcionan una perspectiva muy valiosa para analizar el comportamiento de las empresas españolas en los años recientes.

El marco de referencia básico del trabajo lo constituye un período de fuerte crecimiento de la economía. Así, en 1983 comenzaron a apreciarse los primeros síntomas de superación del profundo bache atravesado por la economía española desde la segunda mitad de los años setenta. Posteriormente fueron consolidándose estas primeras señales de recuperación y la actividad productiva, estimulada por una demanda en fuerte expansión, registró un crecimiento intenso. Todo ello permitió reducir la tasa de desempleo pero condujo a una situación caracterizada por el agravamiento del déficit exterior y por el resurgir de tensiones inflacionistas, tras unos años de logros continuados en la reducción del ritmo de crecimiento de los precios.

En este contexto, el sistema económico español ha estado sometido a profundas transformaciones, que han acompañado su apertura progresiva al exterior y la incorporación de España a la CEE. El proceso de cambio se ha orientado, en líneas generales, a aumentar la flexibilidad de funcionamiento de los mercados en su conjunto, eliminando trabas que pudieran dificultar una asignación eficiente de los recursos.

Los avances en la desregulación del sistema financiero, la modificación del sistema de imposición indirecta tras la adhesión de España a las Comunidades Europeas, la reciente incorporación de la peseta al mecanismo de estabilidad cambiaria del SME, la atenuación de las rigideces en el funcionamiento de los mercados de bienes y servicios, el acelerado ritmo del progreso tecnológico, la velocidad de difusión de sus aplicaciones técnico-productivas y el desarrollo de los sistemas de telecomunicaciones, son, entre otros, factores que han configurado una transformación profunda del entorno empresarial.

Consecuentemente, la actividad de las empresas ha estado sujeta a un proceso de cambio acelerado que ha afectado a todos sus aspectos. En este contexto, el presente trabajo pretende realizar un es-

tudio del comportamiento reciente del sector empresarial español, centrado, particularmente, en la evolución de su estructura económica y financiera.

El trabajo emplea como conjunto básico de información los datos del conjunto total de empresas, públicas y privadas, de la Central de Balances correspondientes al período comprendido entre 1983 y 1988, lo que permite explotar las encuestas de seis ejercicios consecutivos (1). Sin embargo, en lugar de manejar la información habitualmente publicada, se ha estimado más relevante utilizar, tanto por su novedad como, fundamentalmente, por su potencial analítico, las cuentas de flujos y patrimoniales construidas, «en términos de Contabilidad Nacional», a partir de las respuestas voluntarias de las empresas al cuestionario remitido por la Central de Balances (2).

El estudio se ha dividido en 4 epígrafes, además de esta introducción. En el siguiente se estudian los principales rasgos de la actividad económica de las empresas. Los epígrafes tercero y cuarto se dedican a analizar la evolución de la estructura económica y financiera. El apartado quinto recoge las principales conclusiones del trabajo.

2. ACTIVIDAD ECONOMICA Y GENERACION DE RECURSOS POR LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS

En el cuadro 1 se recogen algunas medidas indicativas del tono de la actividad económica desarrollada por las empresas no financieras en el período de referencia, junto con la serie de las tasas de crecimiento anual del PIB a precios de mercado en pesetas constantes de 1980.

Exceptuando el año 1986, en el que concurrieron diversas circunstancias que afectaron a la contabilización de los impuestos indirectos e introdujeron algunas distorsiones en las cifras, puede verse cómo el perfil de las tasas de crecimiento del valor añadido

(1) Las empresas incluidas en el estudio son las existentes en la base de datos de la Central de Balances a la fecha de elaboración de los cuadros. Por esta razón, en 1988 se reduce el número de empresas, que coincide con las incluidas en el avance de los ejercicios 1987 y 1988, aunque posteriormente se han seguido recibiendo cuestionarios.

(2) Véase: Rafael Alvarez, en «Los estados contables de las empresas no financieras y su utilización en el análisis macroeconómico: propuestas a partir de los datos de la Central de Balances» (Primer borrador). Documento interno ES/1988/2, del Servicio de Estudios del Banco de España. Este trabajo, que está en curso de elaboración, será publicado por la Central de Balances del Banco de España.

bruto del sector de empresas abarcado por los datos de la Central de Balances muestra un gran paralelismo con la trayectoria seguida por el PIB estimado para la economía nacional por la Contabilidad Nacional de España, lo que puede considerarse como indicativo de la buena representatividad del conjunto de empresas censado a través de esta fuente estadística. Las cifras relativas a la actividad de este sector reflejan con claridad el ciclo reciente de la economía española y, especialmente, la intensidad de la fase expansiva de los últimos años.

El comportamiento de la generación interna de recursos de las empresas españolas a lo largo de este proceso puede analizarse en el cuadro 2, que recoge la evolución de la estructura porcentual de la producción final de este conglomerado de empresas, y refleja la generación y la utilización del excedente bruto de explotación durante el período de los seis años abarcados en este estudio.

La composición de la producción final entre valor añadido y consumos intermedios parece reflejar un aumento de la proporción del valor añadido en la producción final, que, en condiciones de estabilidad de los precios relativos, debería ser interpretado como un aumento en la productividad conjunta observada de los factores de la producción. Esta interpretación resulta coherente con el aumento de la capitalización que se ha producido en el sector, y que será objeto de análisis más adelante cuando se aborden los flujos de inversión. Sin embargo, las alteraciones registradas en este período en las relaciones entre los precios de los consumos intermedios y los precios de los productos finales, en parte vinculadas a la mejora de la relación real de intercambio y al abaratamiento de la energía importada, y las distorsiones introducidas por la reforma de la fiscalidad indirecta con la introducción del Impuesto del Valor Añadido, o por los cambios en la estructura y composición de la muestra, impiden sostener esta hipótesis apoyándose únicamente en esta simple elaboración de los datos.

La distribución del valor añadido muestra una trayectoria de continua ampliación de la participación relativa del excedente bruto de explotación, que aumenta su proporción en la producción final en 2,1 puntos porcentuales y en el valor añadido bruto en 5,4 puntos porcentuales durante el sexenio considerado. Este proceso hace patente el alcance del saneamiento experimentado por el sector empresarial y la magnitud de los efectos alcanzados en términos de la rentabilidad real de los capitales invertidos y de la capacidad de generación interna de recursos.

1. Empresas no financieras

(Indicadores de actividad)

Porcentajes

	1983	1984	1985	1986	1987	1988
CRECIMIENTO CIFRA DE VENTAS (a):						
Nominal	16,2	12,2	10,3	0,9	12,3	12,2
Real (b)	4,1	1,2	1,6	...	6,1	5,6
CRECIMIENTO DE LA PRODUCCION TOTAL (c):						
Nominal	15,1	12,2	9,9	13,0	12,6	12,1
Real (b)	3,1	1,2	1,3	1,9	6,3	5,6
CRECIMIENTO DEL VALOR AÑADIDO BRUTO (c):						
Nominal	13,1	13,7	11,2	14,2	12,9	11,9
Real (b)	1,3	2,5	2,5	3,0	6,6	5,4
PRO MEMORIA:						
Crecimiento del deflactor del PIB	11,6	10,9	8,5	10,9	5,9	6,2
Crecimiento del PIB en términos reales	1,8	1,8	2,3	3,3	5,5	5,3

(a) Fuente: Estado de ratios publicado por la Central de Balances. Los datos de 1986 no son significativos, como consecuencia de la reestructuración de la imposición indirecta y de la modificación de las normas contables correspondientes que tuvieron lugar en dicho año.

(b) Crecimiento nominal deflactado con el crecimiento de los precios implícitos del PIB.

(c) Fuente: Documento Interno ES/1988/2, del Servicio de Estudios del Banco de España.

2. Total empresas

Generación y empleos del excedente bruto de explotación

(Estructura porcentual sobre la producción)

Porcentajes

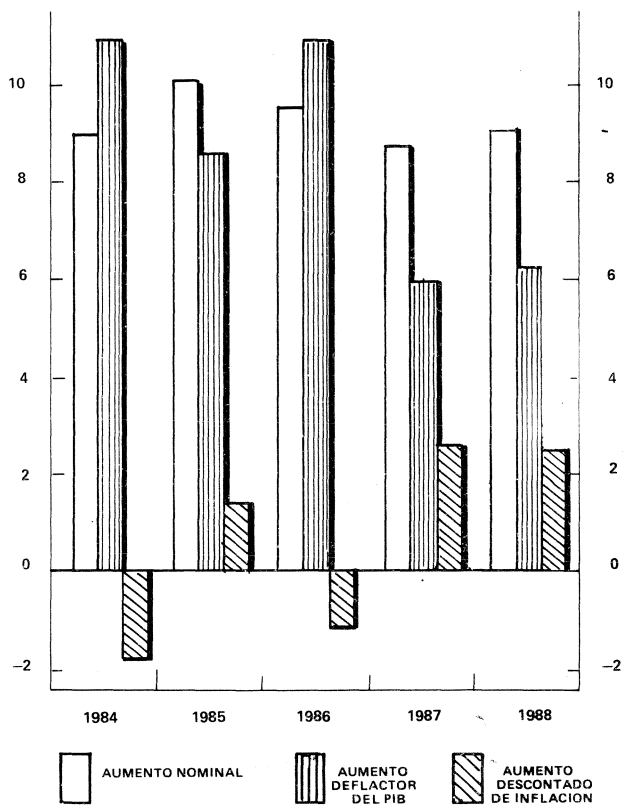
	1983	1984	1985	1986	1987	1988
+ Producción	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
- Consumos intermedios	68,5	68,6	68,8	67,5	68,0	67,5
= Valor añadido bruto	31,5	31,4	31,2	32,5	32,0	32,5
- Remuneración de asalariados	19,6	18,5	18,0	18,2	17,5	17,2
- Impuestos indirectos más subvenciones de explotación	0,2	0,6	0,5	1,5	1,7	1,5
= Excedente bruto de explotación	11,7	12,3	12,7	12,8	12,8	13,8
+ Intereses y dividendos recibidos	1,2	1,2	1,3	1,3	1,5	1,4
= Excedente bruto disponible	12,9	13,5	14,0	14,1	14,3	15,2
- Intereses pagados	9,0	9,3	7,5	6,5	5,9	5,2
- Dividendos y otras rentas	1,5	1,1	1,2	1,5	1,6	2,1
- Impuestos directos	0,5	0,5	0,6	0,7	0,9	1,1
= Ahorro bruto	1,8	2,6	4,7	5,4	5,9	6,9
- Consumo de capital fijo	4,0	4,5	4,5	4,6	4,5	4,8
= Ahorro neto	-2,2	-1,9	0,2	0,8	1,4	2,1
PRO MEMORIA:						
Número de empresas	(3276)	(4119)	(5112)	(6045)	(6811)	(4404)

El sostenimiento de esta tendencia al aumento de la dimensión relativa del excedente bruto de explotación, que ha venido a invertir la trayectoria seguida por el sector empresarial español durante los últimos años setenta y los primeros años ochenta, cobra mayor significación si se tiene en cuenta que en los últimos años ha coexistido con un incremento muy significativo del peso de la imposición indirecta neta en el valor añadido y con un aumento tanto del nivel empleo como de los salarios reales.

En efecto, la caída de la participación porcentual de la remuneración de los asalariados en el valor

añadido bruto, que es la contrapartida lógica del aumento del excedente bruto de explotación y de la imposición indirecta neta, ha sido compatible con un aumento de la masa salarial en términos reales pagada por el sector. La remuneración salarial nominal por trabajador ha crecido a una tasa media del 9,2 % entre 1983 y 1988, mientras que los precios implícitos del PIB lo han hecho a un ritmo del 8,5 % en el mismo período. Como se puede ver en el gráfico 1, las mejoras en el salario real se han localizado predominantemente en los últimos años. A la vez, el nivel de empleo, que en los primeros años registró reducciones muy importantes, desde 1985 se ha ve-

1. Total empresas
Remuneración salarial por empleado (a)



(a) Incrementos anuales.

nido recuperando a un ritmo cada vez mayor. De esta forma, la mejora de la rentabilidad empresarial se ha asentado en un ajuste de los precios relativos, que ha resultado favorable para la evolución del empleo y para la expansión sostenida de la producción y de las ventas. En los últimos años, unas condiciones excepcionalmente expansivas de la demanda final parecen haber favorecido la continuidad de la recuperación del excedente, a pesar de un comportamiento más alcista de los salarios.

La mejora en la generación interna de recursos en las empresas, asentada fundamentalmente en el aumento del excedente bruto de explotación, se ha visto reforzada por los ingresos derivados de una gestión más activa de tesorería y, en general, de las carteras de activos financieros. Así, si se define el excedente bruto disponible (1) como la suma del exce-

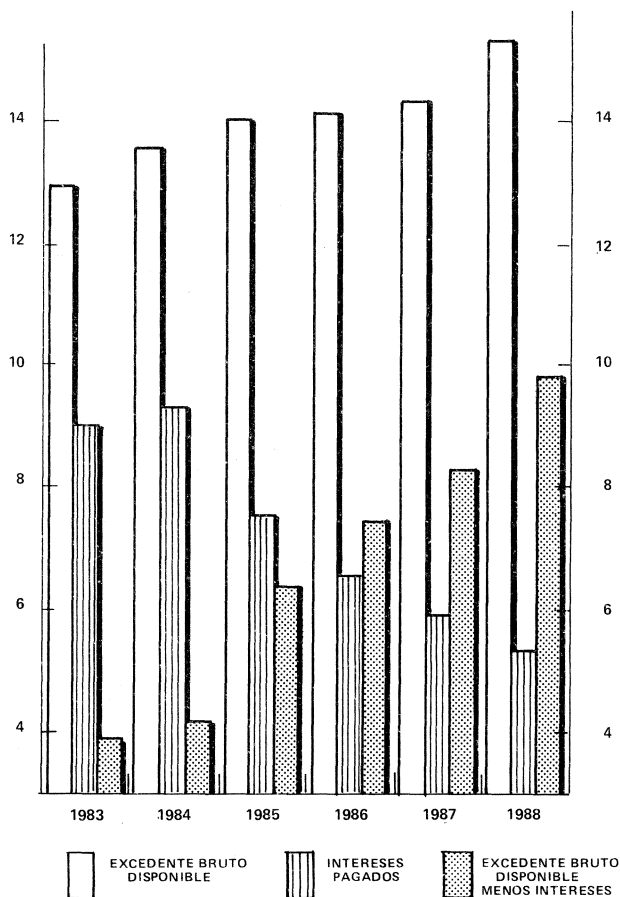
(1) Esta denominación no aparece en los sistemas normalizados de contabilidad nacional. Su empleo persigue diferenciar el excedente de explotación obtenido del excedente total disponible para remunerar los capitales invertidos y pagar impuestos, sin mayores pretensiones de exactitud.

dente bruto de explotación más los intereses y dividendos recibidos por las empresas, la mejora de su participación relativa en la producción final resulta más pronunciada.

El cuadro que resulta del análisis del destino que las empresas estudiadas han dado al excedente es convergente con la imagen de una mejora generalizada de la rentabilidad y de la posición financiera.

El nivel de saneamiento alcanzado por el pasivo de los balances de las empresas, cuya composición y características se analizarán posteriormente, propició una caída continuada del peso de los intereses sobre la producción total, de modo que el excedente bruto disponible después de intereses registró una evolución aún más satisfactoria (véase gráfico 2). Entre los restantes destinos destacan un ligero aumento de la participación de los impuestos directos y dividendos en el excedente y, sobre todo, un fuerte aumento del

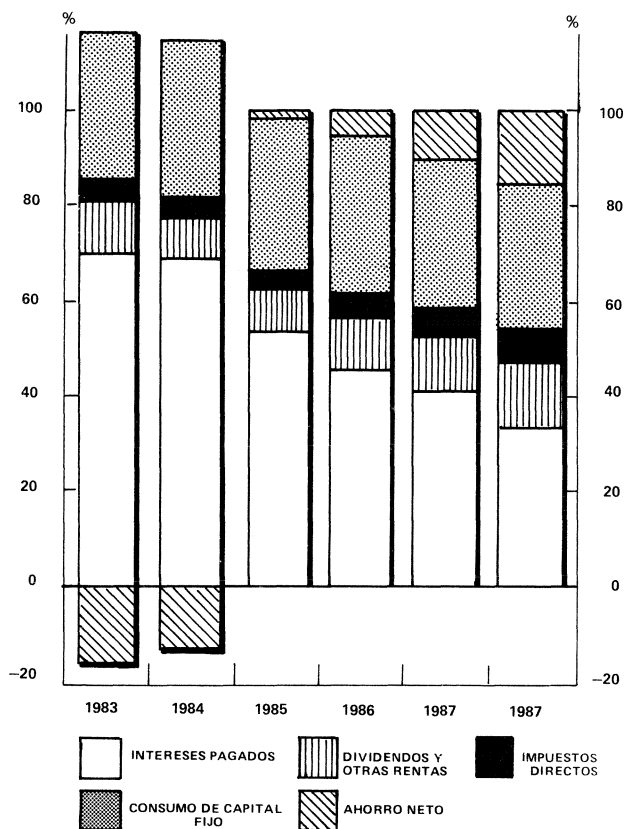
2. Total empresas
Excedente (a)



(a) Porcentaje sobre la producción.

3. Total empresas

Distribución del excedente bruto disponible (a)



(a) Excedente bruto de explotación más los intereses y dividendos recibidos.

ahorro neto del sector, que se ha elevado desde unas cifras negativas en 1983 y 1984 hasta el nivel del 13,8 % cinco años después (véase gráfico 3).

En suma, el excelente comportamiento de la producción y de la generación de excedentes ha sido el resultado de mejoras de eficiencia en la gestión de las empresas analizadas en este trabajo, que se han traducido en una elevación sostenida de la rentabilidad económica del activo (1) desde un 4,8 % en 1983 hasta un 10,6 % en 1988, al mismo tiempo que el coste financiero medio se redujo en 3,8 puntos porcentuales. Como consecuencia de ello, mejoró la rentabilidad financiera de los recursos propios en sus dos componentes: los dividendos distribuidos y la tasa de autofinanciación (véase gráfico 4).

(1) Calculada como:

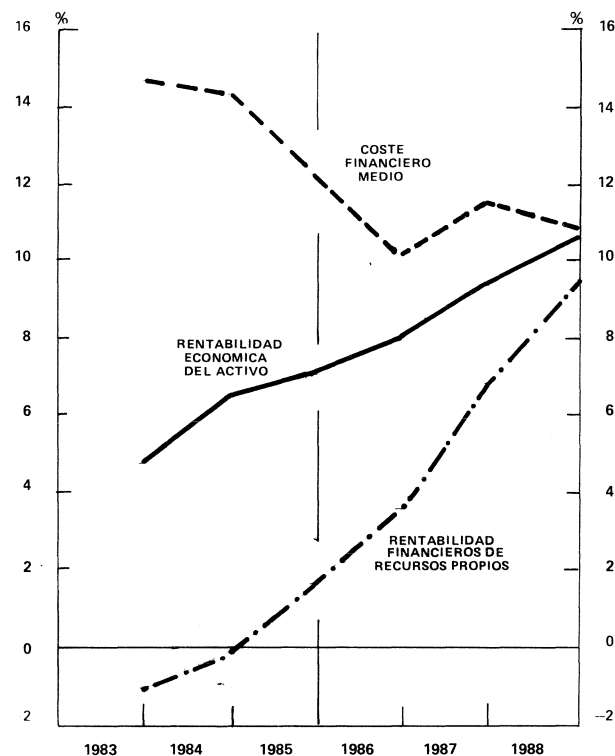
valor añadido neto - Gastos de Personal + Ingresos financieros

Activo neto medio

x 100

4. Total empresas

Coste financiero y rentabilidades



3. FLUJOS FINANCIEROS Y DE INVERSION

La frecuencia con que se suceden los flujos reales, a lo largo de un período de tiempo, determina la de sus contrapartidas financieras. Generalmente, las transacciones financieras derivadas del proceso productivo y comercial no pueden ser estudiadas convenientemente a partir de datos de periodicidad anual. Ello se debe a que la elevada rotación de los saldos financieros que instrumentan esas transacciones conduce a una infravaloración de sus volúmenes efectivos y al desconocimiento del perfil intraanual de su evolución temporal. No obstante, aunque esta circunstancia comporta una restricción analítica considerable, no impide comentar los principales rasgos que se pueden extraer de los datos disponibles sobre los flujos de financiación a corto plazo.

El cuadro 3 presenta la estructura del conjunto de operaciones, reales y financieras, en proporción a la variación total de activos de cada año, integrando las derivadas del proceso de generación del excedente económico con las restantes del período. Como puede observarse, la parte inferior del cuadro recoge las operaciones financieras, mientras que en la supe-

3. Total empresas
Cuentas financiera y de capital (bruto)
(Estructura porcentual) (a)

	Porcentajes					
	1983	1984	1985	1986	1987	1988
CUENTA DE CAPITAL:						
VARIACION BRUTA DE PASIVOS NO FINANCIEROS	21,8	40,7	38,8	96,0	68,1	72,6
Ahorro bruto	11,4	22,3	28,5	83,3	57,4	57,5
Ahorro neto	-13,8	-16,0	1,3	12,3	14,0	17,5
Consumo de capital fijo	25,3	38,3	27,2	71,0	43,4	40,1
Transferencias de Capital	10,3	18,3	10,3	12,7	10,7	15,0
VARIACION BRUTA DE ACTIVOS NO FINANCIEROS	66,2	59,4	43,2	80,9	64,3	67,2
Formación bruta de capital fijo	51,9	59,3	38,5	88,2	52,8	57,1
Formación neta de capital fijo	26,6	20,9	11,3	17,2	9,3	17,1
Consumo de capital fijo	25,3	38,3	27,2	71,0	43,4	40,1
Existencias	12,2	-2,6	3,2	-9,9	6,2	8,7
Otros	2,1	2,7	1,5	2,5	5,4	1,4
NECESIDAD DE FINANCIACION	44,5	18,7	4,4	-15,1	-3,8	-5,3
CUENTA FINANCIERA:						
AHORRO FINANCIERO NETO	-44,5	-18,7	-4,4	15,1	3,8	5,3
VARIACION NETA DE ACTIVOS FINANCIEROS	34,8	42,0	57,7	21,8	35,7	32,8
Efectivo y depósitos	2,9	10,0	2,7	6,7	10,3	3,7
Títulos de renta variable y otras participaciones	5,9	7,0	7,6	10,0	9,3	10,2
Títulos de renta fija	0,5	0,0	0,3	3,1	5,0	2,5
Créditos comerciales	20,3	19,7	43,2	-13,6	12,1	15,7
Otros	5,3	5,2	3,9	15,6	-1,1	0,7
VARIACION NETA DE PASIVOS FINANCIEROS	79,2	60,6	62,1	6,8	31,9	27,5
Títulos de renta variable y otras participaciones	11,9	20,3	17,9	34,8	19,8	19,5
Títulos de renta fija	4,6	14,9	10,0	16,6	-5,7	0,8
Créditos a corto plazo	27,0	-6,2	12,5	-5,3	5,9	-2,6
Créditos a medio y largo plazo	21,3	12,2	16,6	-57,7	-0,3	-1,4
Créditos comerciales	13,6	-1,6	3,0	6,1	13,6	7,2
Otros	0,8	4,4	0,9	7,0	-0,4	2,3
PRO MEMORIA:						
Número de empresas	(3276)	(4119)	(5112)	(6045)	(6811)	(4404)

(a) La base de comparación (=100) es la suma de la variación total de activos, financieros y no financieros.

rior se presenta la cuenta de capital. En ésta, los principales flujos se presentan en términos brutos y netos, radicando la diferencia entre unos y otros en las cuotas de amortización del capital fijo de cada período.

En este cuadro es posible detectar las líneas generales orientadoras de la política financiera de las empresas en el sexenio. Con una simplificación quizá excesiva se podría señalar que los mayores esfuerzos se han dirigido a aumentar el peso de los recursos autogenerados en el conjunto de la financiación total. En efecto, las cifras muestran una mejora sostenida del ahorro bruto, que, de representar el 11,4 % de todos los nuevos recursos allegados en 1983, se elevó al 57,5 % en 1988. De los dos componentes principales, fue el consumo de capital fijo el que más creció, probablemente impulsado por su

tratamiento fiscal favorable, sobre todo en 1985 y 1986, ya que se decretó la libertad de amortización de los nuevos bienes de inmovilizado adquiridos en ambos años. A ello se sumó el mantenimiento de un elevado volumen relativo de transferencias de capital, de forma que los pasivos no financieros, constituidos por las reservas, las provisiones, los beneficios no distribuidos, las transferencias de capital y los fondos de amortización acumulados, registraron, entre 1983 y 1988, un aumento sensiblemente superior al de los activos no financieros. Así, el conjunto de empresas considerado pasó desde unas necesidades de financiación equivalentes al 44,5 % de la adquisición total de activos financieros en 1983, a una capacidad de financiación del 5,3 % en 1988.

El mayor volumen de recursos internos disponibles se empleó, en su mayor parte, en el sanea-

miento progresivo de las estructuras financieras en un período de altos niveles de interés y creciente innovación. El desplazamiento más notorio se produjo en el flujo de financiación crediticia que, desde una participación del 48 % en los flujos totales de 1983, pasó a ser negativa en 1988. Las carteras de activos financieros, por su parte, registraron reestructuraciones de importancia, destacando el aumento de la cartera de títulos de renta fija y variable y la pérdida de importancia relativa de los créditos comerciales.

A pesar de que la variación neta de pasivos financieros presenta, en su conjunto, una línea tendencial decreciente (véase cuadro 3), sus diferentes componentes muestran perfiles diferenciados, con incrementos significativos de algunos de ellos. En lo relativo a la financiación comercial intraempresarial, aunque las cifras del cuadro muestran una evolución algo errática, su auténtica magnitud es difícilmente captable a través de datos de la naturaleza de los aquí manejados. No obstante, el crecimiento de las transacciones comerciales asociado al dinamismo de la actividad productiva, conjuntamente con las mayores cuotas de autofinanciación alcanzadas, sugieren la existencia de una mayor actividad en las operaciones de crédito comercial que la reflejada en el cuadro. Es éste uno de los problemas, aunque no el único, con que se tropieza en este trabajo y cuya trascendencia es difícil de evaluar.

Por lo que se refiere a los mercados crediticios y de valores, las transformaciones operadas en el período han influido profundamente en la conducta financiera de las empresas. En efecto, entre 1983 y 1986, de la financiación total obtenida en ambos mercados, la canalizada por medio de títulos de renta fija y variable fue ganando cuota relativa, hasta el punto de que en 1986 la captación de nuevos créditos fue fuertemente negativa en términos netos. Esta evolución, sin duda, se vio afectada por el hecho de que 1986 fue el último año en que la inversión en títulos gozaba de ciertos beneficios fiscales. En efecto, en 1987 la compra de títulos de renta fija dejó de ser deducible a efectos de la imposición sobre la renta de las personas físicas y la deducción por compra de títulos de renta variable se redujo al 10 %, lo que puede explicar una apelación especialmente intensa a los mercados de valores en el año anterior.

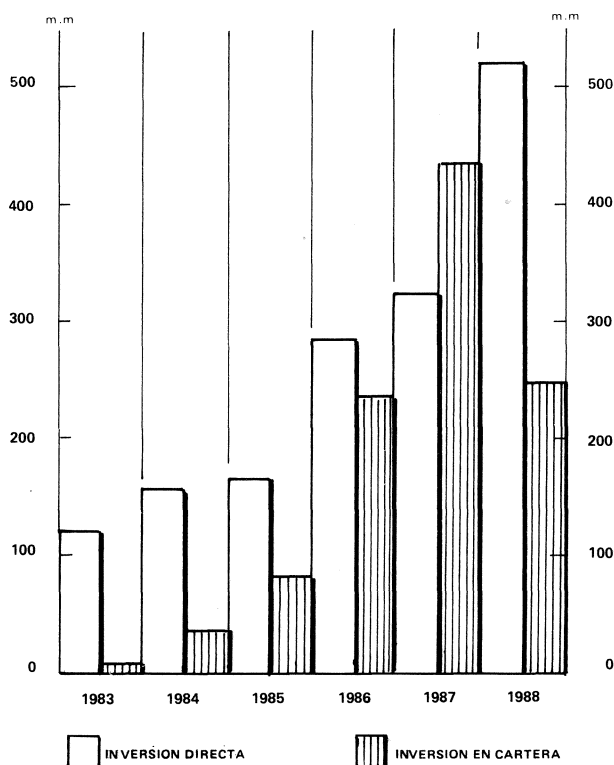
A partir de 1986, conjuntamente con la reducción del ritmo de acumulación de pasivos financieros, el flujo de financiación crediticia tuvo escasísima importancia, mientras que la emisión de títulos de renta variable pasó a ser una vía fundamental de captación de pasivo, incluso después del crac bursátil del mes

de octubre de 1987. Este hecho se relaciona directamente con el fuerte impulso de la inversión extranjera en activos privados españoles que se ha venido registrando desde 1983 (véase gráfico 5).

La holgura financiera propiciada por las elevadas tasas de generación de recursos no aplicados en su totalidad a inversión en capital fijo, junto con la erosión provocada por la inflación en los saldos financieros y los amplios desarrollos registrados en los mercados de activos financieros que, en definitiva, implicaban elevaciones continuas del coste de oportunidad de los recursos ociosos, indujeron mejoras de la gestión de cartera, en general, y la de tesorería, en particular.

Nuevamente aparece el problema de que la periodicidad de los datos disponibles no se ajusta bien a la exigida por el análisis. La elevada velocidad de circulación de los saldos líquidos requiere, para su correcto tratamiento, disponer de información apropiada a dicha rotación. Sin embargo, en líneas generales, el hecho de que la variación de pasivos no financieros acumulada a final de cada año haya re-

5. Capital privado a largo plazo (a)



(a) Según Registro de Caja.

gistrado incrementos superiores a la de activos no financieros sugiere que en los períodos intraanuales las empresas han dispuesto de reservas de liquidez importantes. Estas, aunque en unos casos se hayan destinado a disminuir el endeudamiento, también se han debido emplear, en medida difícil de cuantificar, en la adquisición de activos financieros, bien para obtener ingresos financieros directos o para permitir la financiación de un mayor volumen de ventas a través de su cobro aplazado. Las cifras del cuadro 3 apuntan en esta dirección, pues, dentro del conjunto de activos financieros, es la rúbrica «créditos comerciales» la que tiene un peso mayor, a pesar de que presente fluctuaciones de cierta importancia que son difíciles de interpretar con datos anuales.

Como se puede observar en el cuadro 3, la partida que experimenta un crecimiento mayor de su participación relativa en el total de adquisición de activos financieros son los títulos de renta variable y otras participaciones.

La compra de acciones por las empresas no financieras puede responder a los mismos determinantes que las de otros agentes, y ser el resultado de una estrategia de diversificación de cartera para alcanzar una determinada rentabilidad ajustada al riesgo de las colocaciones financieras. Sin embargo, aparte de esporádicas operaciones más o menos especulativas, que no se pondrían de manifiesto en la comparación de balances anuales, la compra de títulos de renta variable constituye una operación a largo plazo que implica una inmovilización dilatada de recursos y que suele configurarse como complementaria de los demás activos permanentes de la empresa. Aunque la rentabilidad bursátil ha sido en estos años lo bastante elevada en promedio, al menos hasta octubre de 1987, como para justificar un acusado dinamismo de la compra de acciones, el período analizado se ha caracterizado además por el crecimiento de la competencia y apertura al exterior en gran parte de los mercados y por un acelerado desarrollo de las mutaciones del entorno empresarial. La estrategia de adaptación al nuevo marco ha pasado, en ciertos casos, por un reforzamiento de las relaciones de grupo, por el aumento de las operaciones de fusión y adquisición de empresas, tanto cotizadas como no cotizadas, y, en ocasiones, por el establecimiento de cauces de colaboración interempresarial con el fin de reducir incertidumbres y lograr economías en algunas áreas de actividad. El reflejo de ello en los balances empresariales es normalmente incompleto aunque suele implicar un ritmo bastante vivo de incremento de las carteras de riesgo que es, precisamente, lo que se observa en el cuadro 3 a través de la rúbrica de «Títulos de renta variable».

4. BALANCES: ESTRUCTURA Y EVOLUCION

El estudio del balance agregado de las empresas y el seguimiento de los efectos que, sobre el mismo, se hayan podido derivar del conjunto de operaciones consideradas hasta aquí, permitirán conocer la dirección e intensidad de las transformaciones registradas en la estructura patrimonial de las unidades encuestadas.

Sin abordar en profundidad los problemas que, del uso de los balances contables de las empresas, se derivan para el análisis económico y financiero, resulta obvio que la información estática que proporcionan es claramente insuficiente para conocer las pautas de comportamiento de las empresas no financieras e investigar los condicionantes básicos que las determinan. En este sentido, resulta necesaria la introducción de una cierta perspectiva temporal en la información, que puede conseguirse mediante la comparación de los balances de una serie de años sucesivos, como la presentada en el cuadro 4.

Mientras que en el análisis de flujos los datos utilizados estaban corregidos del efecto derivado de la realización de asientos puramente contables y, por tanto, carentes de una transacción efectiva subyacente, los balances no están plenamente depurados de este fenómeno. Aunque ello no constituye un obstáculo para su empleo, es preciso tener en cuenta ese hecho para no caer en el error de identificar la información proporcionada por los datos de flujos con la que se desprende de los balances diferenciales.

En la primera mitad del sexenio, la reducida generación de recursos internos condicionó sensiblemente la evolución de la estructura patrimonial (véase cuadro 4). La caída continuada del peso relativo de los pasivos no financieros (constituidos por las reservas, las previsiones, los beneficios no distribuidos, las transferencias de capital y los fondos de amortización acumulados) refleja el retraso en la consecución de las necesarias cotas de autonomía financiera. A partir de 1986, la mejoría económica generalizada y la acogida favorable de los mercados y agentes a la incorporación española a la CEE, provocó cambios sustanciales en los patrones de comportamiento empresarial que, a juzgar por los datos manejados, se han orientado hacia una reestructuración patrimonial.

Ciertamente, el crecimiento de los balances a partir de 1986 presenta dos características diferenciales con respecto al período anterior (véase pro memoria al cuadro 4). En primer lugar, las tasas son algo menores y, en segundo lugar, tienen un perfil más estable que sugiere la existencia de una cierta consoli-

4. Total empresas

Balances

(Estructura porcentual)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988
ACTIVOS NO FINANCIEROS	76,9	75,7	73,0	74,1	73,8	74,0
Inmovilizado material bruto (Excepto terrenos)	64,9	65,0	62,9	64,6	64,6	65,5
Inmovilizado material neto	45,2	45,1	42,8	42,1	41,2	41,1
Amortizaciones	19,6	20,0	20,2	22,5	23,4	24,5
Existencias	10,2	8,9	8,4	7,8	7,4	7,1
Otros	1,8	1,8	1,7	1,6	1,9	1,4
ACTIVOS FINANCIEROS	23,1	24,3	27,0	25,9	26,2	26,0
Efectivo y depósitos	3,2	3,7	3,6	3,8	3,9	3,2
Títulos de renta variable y otras participaciones	3,2	3,6	4,0	3,9	4,0	4,4
Títulos de renta fija	0,3	0,3	0,3	0,4	0,8	1,3
Créditos comerciales	12,2	12,2	15,5	14,1	13,7	13,2
Otros	4,2	4,5	3,6	3,8	3,7	3,8
ACTIVOS=PASIVOS	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
PASIVOS NO FINANCIEROS	39,6	39,1	38,3	40,5	41,8	43,9
Pasivos no financieros brutos (Excepto transferencias de capital)	37,5	37,1	36,9	39,3	40,4	42,5
Pasivos no financieros netos	17,8	17,1	16,8	16,8	17,1	18,0
Amortizaciones	19,6	20,0	20,2	22,5	23,4	24,5
Transferencias de capital	2,1	2,0	1,4	1,2	1,3	1,4
PASIVOS FINANCIEROS	60,4	60,9	61,7	59,5	58,2	56,1
Títulos de renta variable y otras participaciones	11,8	12,2	13,1	14,0	14,3	14,2
Títulos de renta fija	4,8	6,5	6,8	7,3	6,4	6,7
Créditos a corto plazo	10,5	9,5	9,8	8,5	8,8	8,0
Créditos a medio y largo plazo	21,0	21,5	20,8	18,0	16,7	15,8
Créditos comerciales	10,2	8,8	8,8	9,0	9,2	8,4
Otros	2,0	2,2	2,4	2,6	2,7	3,0
PRO MEMORIA:						
Tasa de crecimiento del balance (%)	10,3	6,9	10,2	4,0	6,8	8,1
Tasa de crecimiento del inmovilizado material bruto (%)	8,3	6,2	5,9	5,5	5,6	7,0
Número de empresas	(3276)	(4119)	(5112)	(6045)	(6811)	(4404)

dación del crecimiento, frente a una evolución menos definida en el trienio anterior. Esta reflejaba, probablemente, la disparidad de comportamientos individuales de las empresas, en correspondencia con la variedad de situaciones en que se encontraba cada una de ellas, unas en fase final de reestructuración, otras con procesos de ajuste y saneamiento aún en marcha y, en general, todas ellas enfrentadas con las incertidumbres del inicio de la onda alcista del ciclo. Sin embargo, la reducción paulatina de la incertidumbre inicial asociada al cambio de tendencia fue consolidando un cambio de actitud más generalizado, que, apoyado en unas estructuras empresariales más saneadas, se fue reflejando en los balances.

Un primer rasgo que se observa en el cuadro 4 es la estabilidad estructural del activo de las empresas, particularmente en la segunda mitad del período

analizado, con una proporción entre los activos financieros y los no financieros de 1/3, por término medio. A pesar de ello, la comparación de las estructuras medias de los dos trienios pone de manifiesto el aumento del peso relativo de los activos financieros en el balance total (véase cuadro 5).

Aunque este estado contable no es el más apropiado para reproducir la intensidad del proceso inversor acometido por las empresas en los últimos años, en la promemoria del cuadro 4 se registra una apreciable aceleración del crecimiento del stock de capital a partir de 1986. Por otra parte, debe señalarse que el descenso relativo de los activos no financieros de las empresas debe atribuirse a la disminución de las existencias en almacén (véase cuadro 4). Así, el inmovilizado material bruto ha experimentado un aumento muy significativo desde 1985 y, dentro de este, los fondos acumulados para amortizaciones,

5. Empresas no financieras

(Estructura media del balance)

	Porcentajes		
	1983 a 1988	1983 a 1985	1986 a 1988
ACTIVOS:			
No financieros	74,6	75,2	74,0
Financieros	25,4	24,8	26,0
PASIVOS:			
No financieros			
Sin acciones	40,5	39,0	42,1
Con acciones	53,8	51,4	56,3
Financieros			
Con acciones	59,5	61,0	57,9
Sin acciones	46,2	48,6	43,7

que aproximan los recursos destinados a la renovación del equipo productivo, han registrado un avance persistente desde 1983, pasando del 19,6 % del balance total en dicho año, hasta el 24,5 % en 1988.

La composición del pasivo no ha permanecido al margen de este proceso de reestructuración de la riqueza. Efectivamente, se ha ido definiendo una tendencia hacia el reforzamiento de los componentes no financieros del pasivo; y si, con un criterio impropio del esquema metodológico aquí manejado, pero quizás útil para estos propósitos, se incorporan los títulos de renta variable a los pasivos no financieros, la tendencia es más intensa y, en definitiva, es consistente con un proceso de búsqueda de cotas crecientes de independencia financiera, con el fin de reducir la carga financiera de la estructura de capital y su grado medio de exigibilidad, lo que redundaría en niveles crecientes de solvencia (véase cuadro 5).

Pasando a estudiar con mayor detalle la composición patrimonial reflejada en los balances, resalta el peso que los créditos comerciales concedidos a clientes representan en la cartera de activos financieros, que se sitúa en el entorno del 50 %, si bien puede apreciarse una ligera caída desde el valor máximo alcanzado en 1985, que estaría indicando un acortamiento del plazo medio de cobro, asociado al coste de oportunidad de su mantenimiento en un período de altos tipos de interés y ampliación de las alternativas de colocación financiera. Este acortamiento del período de cobro podría haber sido favorecido por el aumento general de la demanda y el comportamiento favorable de las ventas y, quizás, por una disminución de los deudores morosos y fallidos.

En cuanto a los pasivos financieros, el papel predominante corresponde todavía a la financiación cre-

diticia, a pesar de su evolución decreciente, seguida de los títulos de renta variable y la deuda comercial. La naturaleza jurídica de sociedad mercantil que ostentan la mayor parte de las empresas españolas, determina la exigencia legal de un umbral mínimo de recursos propios, que en el esquema aquí utilizado se reparten entre las rúbricas de pasivos no financieros y de títulos de renta variable. Además, cada empresa recurre a los demás mercados financieros en la medida apropiada a sus necesidades y posibilidades. Todo ello determina las características principales del pasivo de las empresas, que reflejarán los segmentos del sistema financiero al que cada una de ellas tiene acceso.

La fuerte presencia del sistema bancario en el conjunto de los mercados de fondos prestables españoles accesibles a un amplio conjunto de empresas, determina la elevada participación de la financiación crediticia en el conjunto del endeudamiento total de las empresas. Ahora bien, observando la serie desde 1983, es patente la sostenida reducción de la importancia relativa del crédito como fuente de recursos, consistentemente con lo observado en el apartado anterior (véase cuadro 4).

La desintermediación tiene, en el caso español, algunas notas propias que matizan su alcance. Así, en numerosos trabajos se ha hecho hincapié en que la reacción de las entidades de crédito ante este fenómeno ha dado lugar, en un contexto de creciente liberalización operativa, a una diversificación de sus actividades con el fin de participar, asumiendo posiciones de riesgo o a través de simple mediación, en la canalización de los flujos desintermediados. Con ello, pretenden retener cuota de mercado mediante operaciones distintas a las tradicionales, de modo que lo que antes se traducía en crecimiento de sus balances, actualmente discurren por fuera de ellos o a través del conjunto de sociedades vinculadas a ellas de un modo u otro.

La pérdida de importancia relativa de la financiación crediticia ha sido el resultado del reforzamiento de los recursos propios y del mayor peso del endeudamiento con valores en el conjunto del pasivo. En este proceso de sustitución, las altas tasas de autofinanciación del período han jugado un papel básico. Por un lado, han permitido elevar las cotas de autonomía financiera de las empresas y, por otro, al afectar positivamente a los niveles de solvencia, han hecho posible el acceso de muchas de ellas, especialmente las de mayor tamaño, a los mercados de valores.

En fin, se observa que el crédito de proveedores constituye un cauce significativo de captación de re-

cursos, aunque a un nivel relativo menor que el concedido a clientes. Este diferencial, que se ha ido abriendo gradualmente, podría reflejar la expansión que está registrando la financiación comercial concedida al consumidor final y, también, el comportamiento financiero de las grandes empresas industriales, dominantes dentro del conjunto considerado por la Central de Balances, frente a otras empresas de distribución o de pequeño tamaño.

5. RESUMEN Y CONCLUSIONES

A diferencia de otros trabajos que, a partir de los datos de la Central de Balances, se han centrado en aspectos específicos del comportamiento empresarial, el que aquí se ha presentado trata de proporcionar una panorámica más general. Sin embargo, aporta una visión diferente a la que, en algunas ocasiones, ha presidido otros estudios similares. Ello ha sido posible gracias a la disponibilidad de los datos en términos de Contabilidad Nacional, elaborados a partir de la información contable de base de la Central de Balances, mediante las cuentas de producción, explotación, renta, capital y financiera.

El período analizado (1983-1988) se ha caracterizado por la intensidad de las transformaciones estructurales del marco económico general en el que las empresas actúan. Este proceso ha tenido lugar en el tránsito de un sistema económico básicamente cerrado a otro caracterizado por la amplia apertura al exterior.

En el sexenio se distinguen claramente dos períodos diferenciados, cuya línea de separación se situaría en el tránsito de 1985 a 1986. Aunque las periodificaciones efectuadas con fines analíticos suelen ser bastante arbitrarias, en este caso coinciden con un conjunto de acontecimientos que proporcionan respaldo a dicha partición temporal. Por sólo mencionar los aspectos más conocidos, cabe apuntar como impulsores del cambio que se produjo entre 1985 y 1986 la incorporación de España a la Comunidad Europea, la caída de los precios internacionales del petróleo y otras materias primas y, como coadyuvantes, el conjunto de medidas de política económica tomadas en 1985 con el fin de relanzar la actividad productiva, tras el esfuerzo de saneamiento realizado en años anteriores.

Durante el primer subperíodo las empresas culminaron el proceso de reajuste y saneamiento inducido por la larga etapa de crisis económica anterior. El éxito de la amplia reestructuración acometida, con un elevado coste en términos de desempleo y explosión del déficit público, permitió afrontar las nuevas circunstancias sobre unas bases bastante firmes.

Ello hizo posible, a partir de 1986, una recuperación visible de la productividad aparente global, que permitió un aumento significativo de las rentas generadas. Por una parte, la remuneración salarial nominal media creció por encima de la inflación y, por consiguiente, el salario real por persona empleada evolucionó al alza entre 1986 y 1988, frente a valores negativos o levemente positivos en el trienio precedente. Por otro lado, aunque los impuestos indirectos netos absorbieron porcentajes crecientes de la producción a precios de mercado, el excedente bruto de explotación unitario registró un incremento continuado (véase cuadro 2).

Si bien estas magnitudes contribuyeron con su comportamiento a la satisfactoria evolución del ahorro de las empresas no financieras, el factor más destacable en esta línea lo constituyó una mejor gestión financiera. En efecto, el ritmo de crecimiento de los ingresos financieros fue muy similar al de la producción, e incluso levemente superior, lo que de por sí supone un cierto esfuerzo de optimización en la gestión de cartera por parte de las empresas. Sin embargo, lo fundamental en esta área fue, sin duda, la fuerte reducción de la carga financiera por unidad de producto —de representar el 9 % de la producción en 1983, cayó hasta el 5,2 % cinco años después—, conseguida mediante la reestructuración de la financiación en un proceso de sustitución de las fuentes tradicionales por otras nuevas y, sobre todo, mediante el aumento de los recursos internamente generados. Todo ello fue posible, en definitiva, por el empleo de la financiación autogenerada en disminuir los recursos ajenos más costosos, a lo que se sumó la creciente liberalización y transparencia de que se han ido dotando los mercados financieros que, en definitiva, han permitido ampliar las posibilidades de captación de recursos y, simultáneamente, reducir su coste efectivo.

Precisamente fue la disminución de los costes financieros la que, juntamente con la mejora del excedente bruto de explotación, condujo a un ensanchamiento de las bases imponibles en el impuesto sobre sociedades y, por consiguiente, generó unos pagos crecientes por este concepto, que aumentó 0,6 puntos porcentuales su participación en la producción en el transcurso del período.

La política de dividendos disfrutó, asimismo, de márgenes crecientes de maniobra para decidir sobre la distribución de los beneficios después de intereses e impuestos. En efecto, la mejora de resultados permitió elevaciones sustanciales tanto de los pagos por dividendos, como de los recursos retenidos en el seno de las empresas en concepto de ahorro bruto (véase gráfico 3). Estos engrosaron el volumen acu-

mulado de fondos propios y redundaron en incrementos de la solvencia general del conjunto de las empresas y en una caída de las necesidades de apelación a la financiación ajena, realimentando el proceso de saneamiento financiero.

Ello se hizo patente en las cifras de flujos de financiación del período, en las que el predominio de los pasivos financieros como fuente básica de recursos en los tres primeros años cedió a los pasivos no financieros en el segundo trienio. La intensidad del proceso fue de tal magnitud que, aun con las fuertes necesidades de recursos exigidas por la adquisición de activos no financieros, dio lugar a un cambio de signo en el saldo de la cuenta financiera, pasando de unas necesidades de financiación, hasta 1985, a una capacidad de financiación a partir de dicho año.

En el proceso de desplazamiento de la captación de recursos financieros, los mercados crediticios registraron la mayor caída, mientras que los valores de renta variable aumentaron su cuota en forma significativa, fundamentalmente gracias a la inversión extranjera. Cabe destacar, además, la importancia que juega la financiación comercial interempresarial, en tanto en cuanto vehículo de canalización de excedentes financieros temporales y, adicionalmente, como instrumento de política comercial orientado a facilitar las compras y las ventas de bienes y servicios.

Por otro lado, el impulso dado a la mejora de la gestión de las carteras, mediante la incorporación de nuevas técnicas y la intensificación del uso de nuevos instrumentos, permitió ampliar la consideración de la administración de la tesorería, equiparándola a cualquier otra fuente de beneficios en la empresa.

Como rasgo más sobresaliente dentro de la evolución de los activos financieros, hay que destacar el gran peso relativo de los créditos comerciales y la creciente cuota de los títulos de renta variable, posiblemente vinculada a la profunda reordenación de la oferta productiva española ante el reto que supone el mercado único europeo.

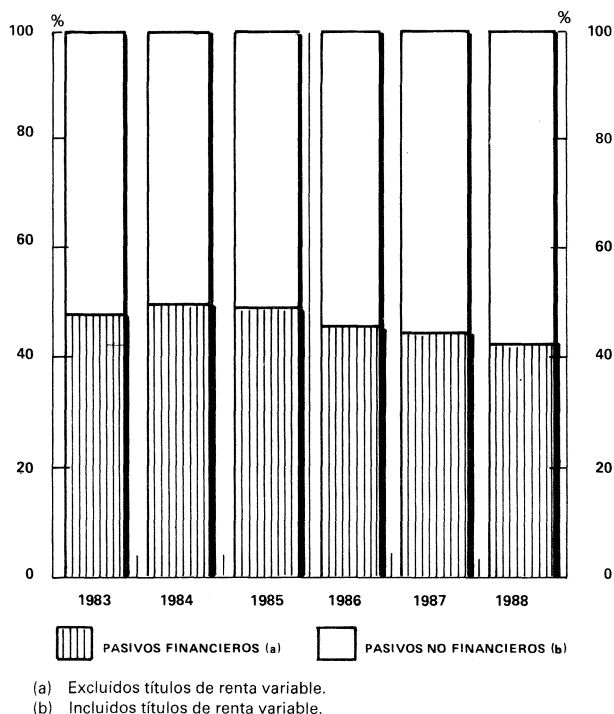
Los balances agregados han reflejado, en su evolución, las transformaciones que el conjunto de flujos mencionados han ido produciendo en sus rasgos estructurales. Aunque durante los tres primeros años analizados el crecimiento de los balances fue considerable, el paso a 1986 supuso unas tasas de avance algo menores, pero más estables y, sobre todo, con una trayectoria alcista más definida (véase cuadro 4).

En línea con lo que se podía inferir de las tendencias de las operaciones reales y financieras, el tejido empresarial español, gracias al logro de altas cotas de rentabilidad, pero sin aumentar proporcionalmente los dividendos repartidos, ha ido saneando profundamente su estructura de capital (véase gráfico 6).

El aumento de la participación de los títulos de renta variable en el pasivo total fue posible por la acumulación de elevados volúmenes de emisiones. Las empresas cotizadas en bolsa encontraron una buena oportunidad de ampliar su base accionarial en el ciclo alcista que se cerró con la crisis de octubre de 1987. Las restantes empresas, conjuntamente con la política de acumulación de beneficios no distribuidos, debieron reforzar aún más su estructura de capital, utilizando esta vía como mecanismo complementario de financiación.

La reestructuración del pasivo no se extendió al activo, al menos con la intensidad con que tuvo lugar en aquél. En efecto, la participación relativa de activos financieros y no financieros en el total balance presenta una gran estabilidad, no exenta de ciertas tendencias significativas. Así, por término medio, las tres cuartas partes del balance corresponden a los activos no financieros, aunque esta proporción se re-

6. Total empresas
Estructura financiera



dujo moderadamente en el segundo trienio contemplado, como consecuencia del mantenimiento de menores niveles de existencias. Debe destacarse, sin embargo, que entre 1983 y 1988 se produjo un crecimiento muy significativo de los fondos para la amortización del inmovilizado, que refleja el aumento de los recursos destinados a la renovación del equipo productivo.

Por último, resta por mencionar, dentro de los activos financieros, el crecimiento sostenido de la participación de los títulos de renta variable y el gran peso relativo de los créditos comerciales, sensiblemente superior a los correspondientes del pasivo. Este hecho sugiere la existencia de una política más activa de las empresas en la financiación de las ventas destinadas al consumo.

22-V-1990.

Los factores estacionales del crédito interno para 1990

Este artículo ha sido elaborado por Alberto Cabrero y Carmen Sánchez, del Servicio de Estudios (1).

En este artículo se presentan los nuevos factores estacionales del crédito interno a las Administraciones Públicas y a las empresas y familias para el período 1979-1989, así como las proyecciones para 1990. En la actualización de los factores del crédito interno para este año se ha cambiado la estrategia de desestacionalización del crédito a empresas y familias, respecto a años anteriores, realizándose un ajuste estacional indirecto, vía componentes. En cuanto a la serie del crédito concedido a las Administraciones Públicas, si bien ésta no registra un cambio en el método de ajuste estacional, el modelo univariante estimado para la obtención de los factores sí experimenta una importante revisión, dada la información recibida a lo largo de 1989 y la reespecificación de las variables de impuestos que recoge el modelo (2).

1. EL AJUSTE ESTACIONAL DEL CREDITO INTERNO A LAS EMPRESAS Y FAMILIAS

El Banco de España, en los dos últimos años, ha venido aplicando una estrategia de desestacionalización del crédito interno al sector privado a partir de la serie agregada, siendo ésta la única serie del crédito a empresas y familias sujeta a desestacionalización. Con anterioridad, sin embargo, se había mantenido el criterio de un ajuste indirecto por componentes, pero atendiendo a la desagregación del crédito por agentes e instrumentos (véase Maravall y Rojo, 1986).

Para la desestacionalización de 1990 se ha creído conveniente abordar el estudio de la estacionalidad de los distintos componentes del crédito, por instituciones. Para esto se ha realizado el análisis del perfil estacional del crédito a empresas y familias a partir de dos vías:

- *Desestacionalización por el método indirecto*; a través del ajuste estacional de los componentes.
- *Desestacionalización por el método directo*; resultado de la estimación del propio modelo univariante de la serie agregada.

(1) Los modelos que se presentan en este artículo son el resultado del trabajo en equipo de A. Cabrero, J. A. Cuenca, J. L. Escrivá, M. C. Sánchez, I. Sánchez y T. Sastre.

(2) Las series del crédito interno provienen de los balances bancarios y son, por tanto, datos de fin de mes.

Las series del crédito analizadas pueden clasificarse atendiendo a dos criterios:

- 1) Por Agentes
 - Banca
 - Cajas de ahorro
 - af13Cooperativas de crédito
 - Crédito Oficial
 - Banco de España
 - Mercados monetarios
- 2) Por Instrumentos
 - Crédito
 - Efectos en cartera
 - Créditos en póliza en cartera
 - Efectos y crédito en póliza redescontados en el Banco de España
 - Otros créditos
 - Valores
 - Renta fija
 - Renta variable.

A partir de esta clasificación el nivel de desagregación por instituciones que se ha juzgado más conveniente para realizar el ajuste estacional ha sido:

- a) Crédito otorgado por la banca privada (incluidas transferencias de activo) (1).
- b) Crédito otorgado por las cajas de ahorro (incluidas transferencias de activo) más valores de renta fija.
- c) Crédito Oficial más valores (renta fija y renta variable).
- d) Crédito otorgado por las cooperativas.
- e) Resto; este componente engloba:
Crédito concedido por los mercados monetarios (sin incluir transferencias de activo).
Valores de la banca (renta fija y variable).
Valores de cooperativas (renta fija y variable).
Valores de renta variable de las cajas de ahorro.
Crédito y valores del Banco de España.

(1) En el cálculo del crédito de la banca, cajas y cooperativas, se ha modificado la construcción de la serie de «ajuste por amortización de insolvencias». Esta se ha venido elaborando a partir de los estados trimestrales (en los que se recoge información definitiva de fin de trimestre), repitiendo el último dato conocido para los tres meses siguientes, de manera que la serie resultante se compone de «escalones» trimestrales. Sin embargo, se ha considerado más apropiado una interpolación entre dos datos trimestrales consecutivos, de tal forma que el dato del último mes de cada trimestre coincida con el del estado trimestral correspondiente.

La razón de esta desagregación se justifica en los siguientes términos:

- a) Los valores de la banca privada no evidencian ningún tipo de estacionalidad y, además, suponen un volumen pequeño sobre el total del crédito interno de la banca. Por otro lado, no se ha detectado ningún proceso de sustitución entre crédito y valores que justificara la agregación del crédito y valores de la banca.
- b) En las cajas de ahorro, mientras los valores de renta variable representan un escaso volumen y no hay evidencia de comportamiento estacional alguno, los valores de renta fija sí han tenido un perfil estacional en el pasado y un cierto grado de sustituibilidad entre ellos y el crédito. Este comportamiento de los valores de renta fija ha estado relacionado con la evolución de los coeficientes de inversión. Hasta 1983, los valores de renta fija mantuvieron una clara pauta estacional. A partir de entonces, este perfil estacional ha ido desapareciendo, debido muy probablemente a las sucesivas reducciones del coeficiente de inversión.
- c) En el Crédito Oficial, si bien el volumen de los valores, tanto de renta fija como variable, es escaso, y no hay señal de estacionalidad, su incorporación al modelo estimado del Crédito Oficial explica algunos de los escalones intervenidos en la serie, mejorando el ajuste del modelo.
- d) Al contrario que en el caso del Crédito Oficial, la incorporación de los valores al crédito en las cooperativas empeora los resultados del modelo.
- e) El conjunto del agregado denominado «resto», como cabría esperar, no registra pauta estacional alguna. Concretamente, en el análisis del crédito interno concedido por los mercados monetarios no se detecta presencia de estacionalidad.

Las fundamentaciones teóricas que aconsejan la adopción de uno u otro método de desestacionalización ya están suficientemente explicadas en artículos anteriores aparecidos en este boletín (véase, por ejemplo, Escrivá y Sastre, 1988), por lo que aquí sólo nos ocuparemos de comentar los resultados obtenidos por la comparación de ambos métodos a partir de los modelos estimados para los distintos componentes y el agregado, que se presentan en los anexos I y II, respectivamente. De las estimaciones de los modelos ahí presentados se deriva una estacionalidad determinística para el crédito concedido por la banca, y una estacionalidad estocástica para el

crédito otorgado por cajas de ahorro, cooperativas de crédito y Crédito Oficial (1).

En este sentido caben resaltar los siguientes aspectos que se desprenden de la comparación de ambos métodos de desestacionalización del crédito a empresas y familias:

- La participación relativa de los distintos componentes del crédito, desagregados de la forma anteriormente expuesta, muestran históricamente una gran estabilidad (gráfico 1). Este extremo apunta hacia la ausencia de sustituibilidad entre dichos componentes del crédito, representando el concedido por la banca el 57 %-59 % del total, mientras que el de las cajas, aunque con una tendencia creciente, sólo supone el 26 %-29 %. Esta aparente inexistencia de sustituibilidad unida al hecho de que el modelo estimado para el agregado total y para el crédito de la banca sean muy similares, hacen que la estacionalidad estimada por el método indirecto sea prácticamente idéntica a la obtenida por el ajuste directo (gráfico 2).
- La serie desestacionalizada por componentes es ligeramente más suave que la obtenida por el mé-

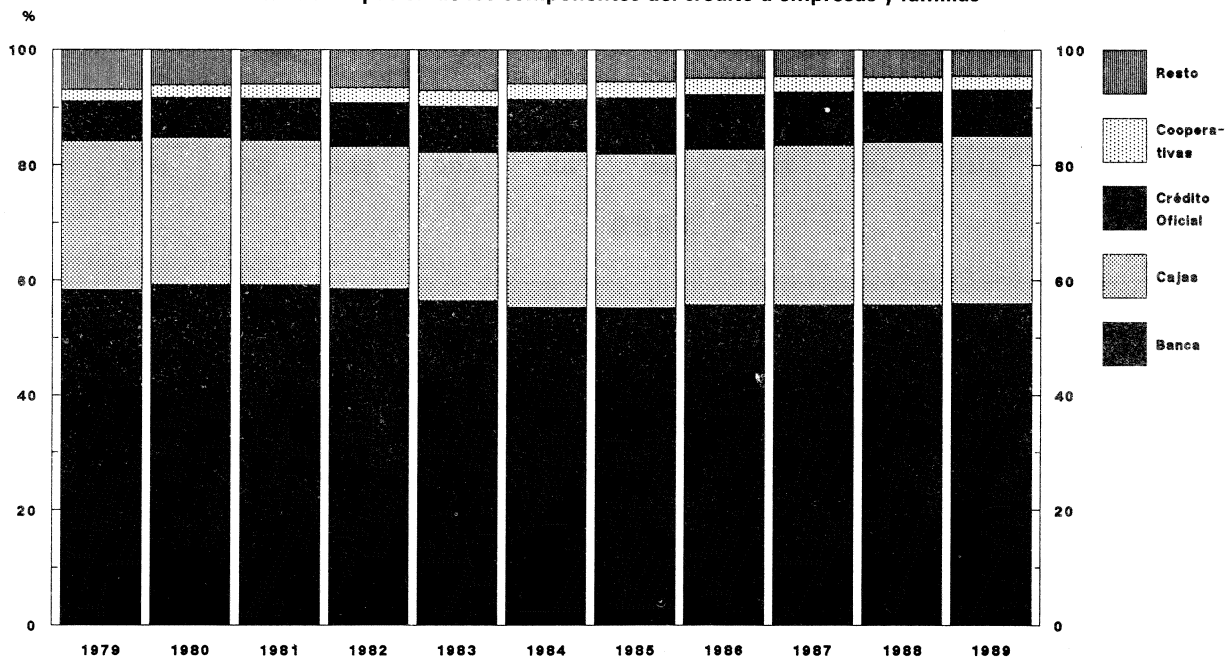
todo directo. Esto se pone de manifiesto en el cuadro 1a, donde se presenta una medida del grado de dispersión de las tasas T_1 . Por otro lado, la primera recoge un perfil ligeramente evolutivo que no se capta en la segunda, debido a la estacionalidad estocástica estimada para el crédito de las cajas (cuadro 1b). Ello hace que la serie desestacionalizada por componentes presente un grado de dispersión ligeramente menor. En cualquier caso, el perfil de ambas series es muy similar (gráfico 3).

- La magnitud, en valor absoluto, del término de enlace, que es la diferencia entre ambas series ajustadas por uno y otro método, no sobrepasa en ningún momento el 0,3 % del total de crédito, que es un valor pequeño (gráfico 4). La ligera volatilidad del término de enlace en los períodos 1979/1981 y 1984/1988 es debida a la evolución del patrón estacional del crédito concedido por las cajas, que difiere en esos años de la estacionalidad determinística captada mediante el ajuste directo.

De esta manera se puede concluir que los mismos presupuestos metodológicos que aconsejan la desestacionalización de ALP a partir de un procedimiento directo llevan, en función de los resultados apuntados anteriormente, a *proponer un ajuste indirecto del crédito concedido a empresas y familias a partir de la desestacionalización de sus componentes*

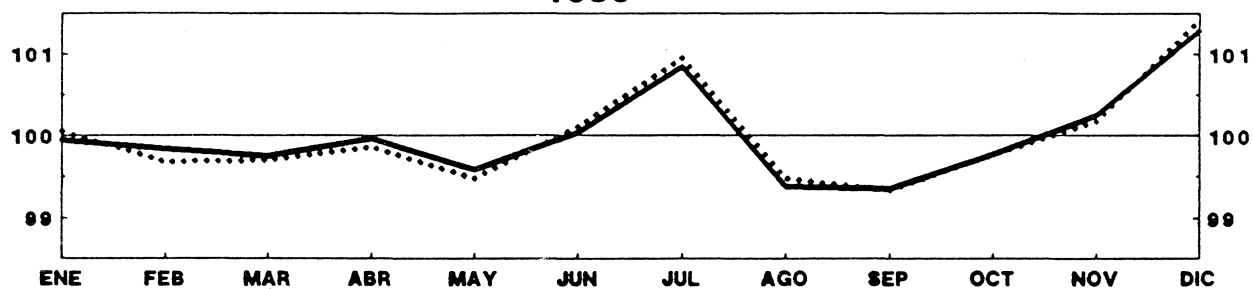
(1) Se dice que una serie temporal tiene estacionalidad determinística cuando el perfil estacional es tan estable que los factores no varían de un año a otro. Por el contrario, la estacionalidad de carácter estocástico implica una menor estabilidad, que se refleja en una cierta evolución de los factores, más o menos acusada a lo largo del tiempo.

1. Participación de los componentes del crédito a empresas y familias

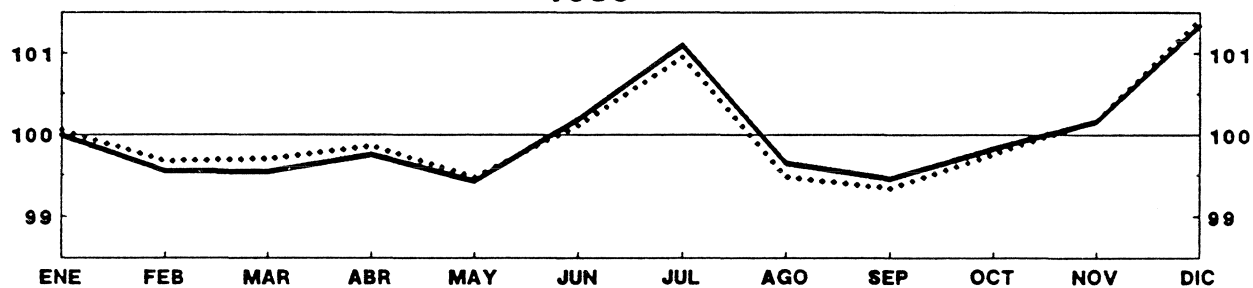


2. Crédito total concedido a EEFF
(Factores estacionales)

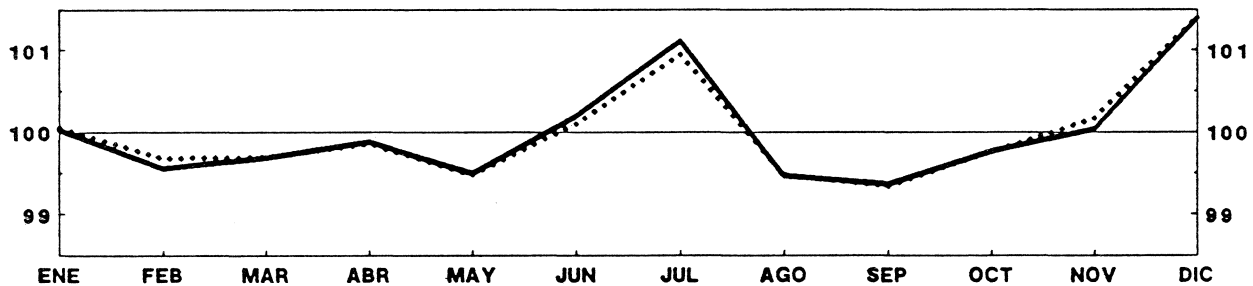
1980



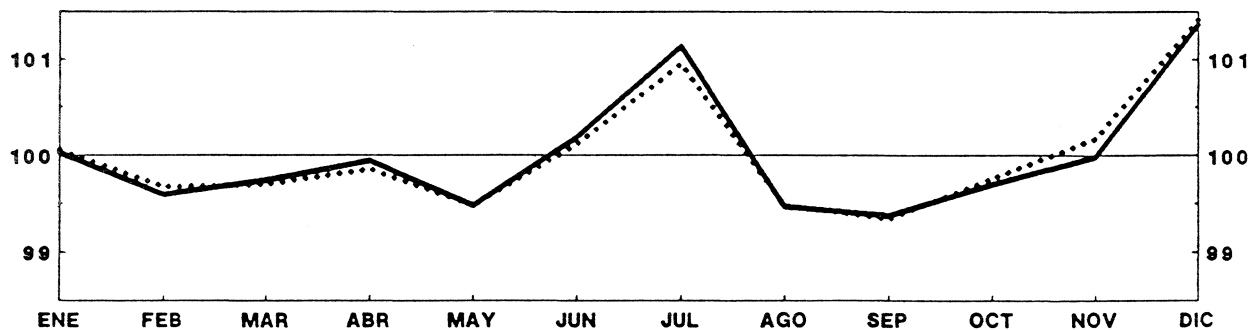
1985



1988

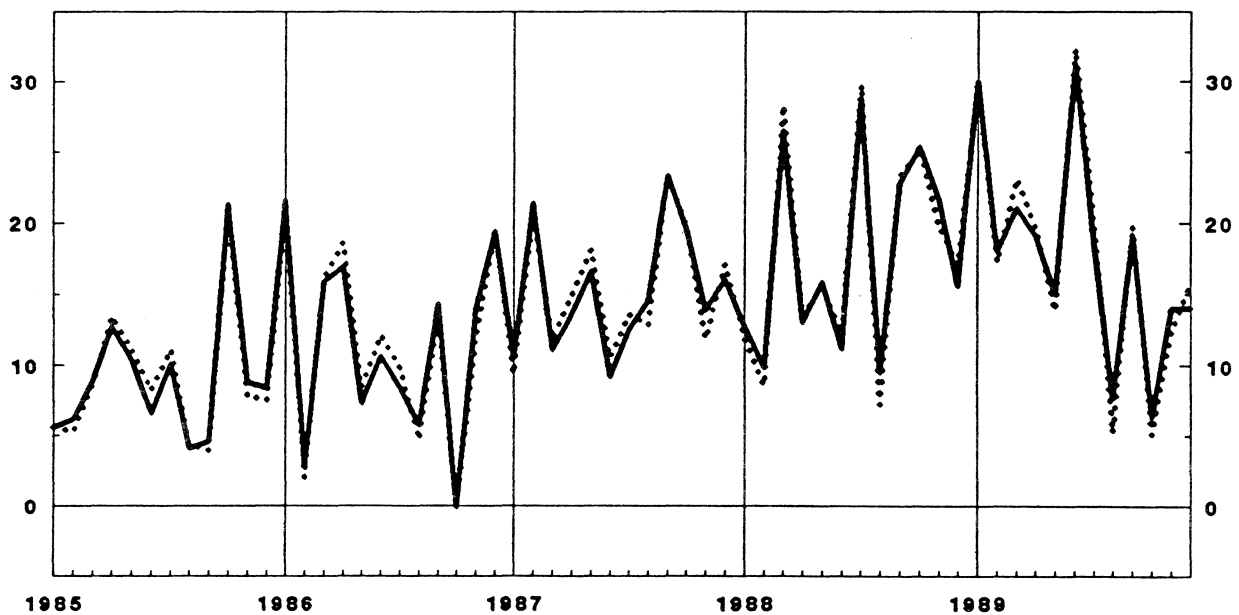
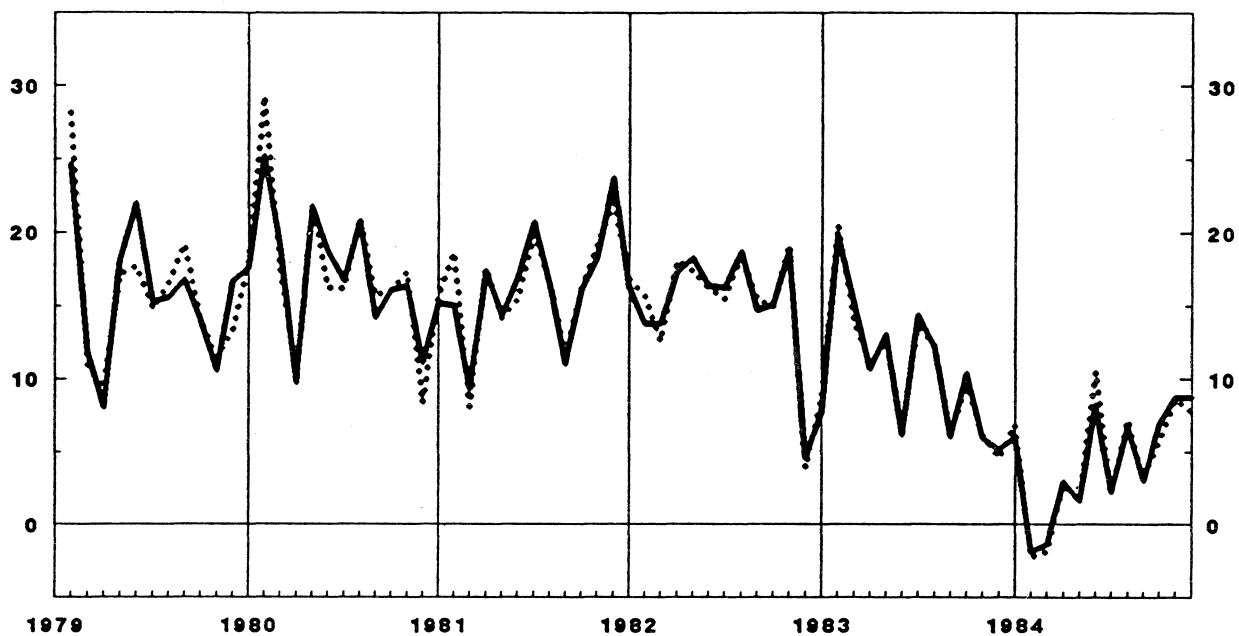


1989



— Factor componentes.
..... Factor del agregado.

3. Crédito total a empresas y familias. Tasas T_1^1
 (Factores estacionales para 1990)



— T_1^1 por componentes.
 T_1^1 agregada.

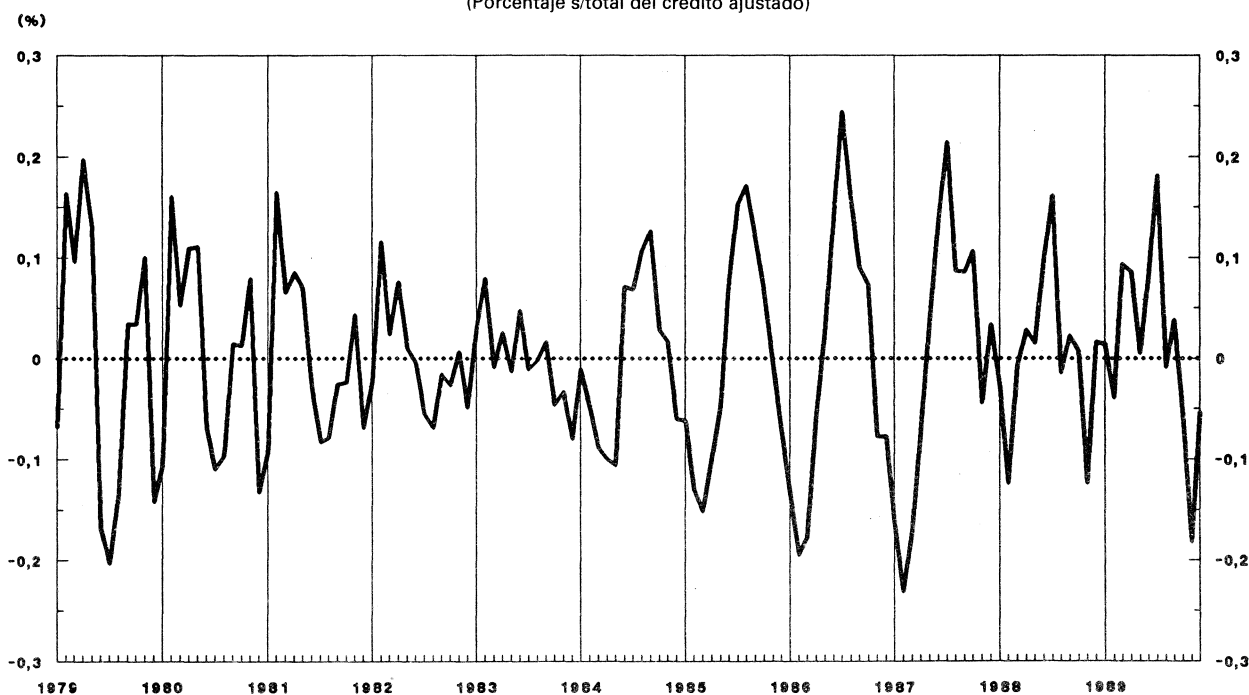
1 a. Tasas T_i: desviación típica

	Desest. componentes	Desest. agregada
1979	4,8	5,1
1980	4,3	5,3
1981	3,8	3,7
1982	3,8	4,0
1983	4,5	4,4
1984	3,8	4,1
1985	4,6	4,6
1986	6,7	6,8
1987	4,4	4,4
1988	6,9	7,5
1989	7,4	8,3
1979-1989	5,0	5,3

1 b. Desviación típica de los factores estacionales

	Desest. componentes	Desest. agregada
1979	0,551	0,619
1980	0,566	0,619
1981	0,589	0,619
1982	0,602	0,619
1983	0,599	0,619
1984	0,617	0,619
1985	0,628	0,619
1986	0,645	0,619
1987	0,668	0,619
1988	0,644	0,619
1989	0,635	0,619
1979-1989	0,613	0,619

4. Término de enlace (Porcentaje s/total del crédito ajustado)



(el «resto», se agrega en original) (1). Los factores estacionales de cada uno de los componentes están recogidos en el ANEXO IV.

(1) En ALP, el intenso grado de sustituibilidad al que están sometidos los diversos activos financieros que lo integran, así como la existencia de una cierta estacionalidad, difícilmente estimable por el escaso período muestral, para los títulos públicos, son algunos de los factores que han determinado la conveniencia de la desestacionalización a partir del modelo directo (véase Cabrero y Sastre, 1989). En el crédito a empresas y familias, sin embargo, no han existido procesos de sustitución, y por la agregación que aquí se propone, ésta queda internalizada. Esto implica que las series ajustadas por ambos métodos sean muy similares, resultando indiferente elegir

2. EL AJUSTE ESTACIONAL DEL CREDITO A ADMINISTRACIONES PUBLICAS

El procedimiento que se ha seguido para la desestacionalización del crédito interno a Administraciones Públicas es básicamente el mismo que para el año 1989. La serie desestacionalizada del crédito interno a Administraciones Públicas se obtiene por di-

entre cualquiera de ellos. Ahora bien, dado que existe interés en analizar el crédito concedido por cada institución, la serie desestacionalizada por componentes facilita una mayor coherencia en el análisis de contribuciones.

ferencia de las series ajustadas del activo total del sistema crediticio y mercados monetarios frente a Administraciones Públicas y las dotaciones y préstamos del Estado al Crédito Oficial. Con respecto a esta última se mantienen los factores estacionales para el período 1979-1987 y se considera ausencia de estacionalidad a partir de 1988. En consecuencia, el ajuste estacional se realiza únicamente sobre la serie del activo total del sistema crediticio y mercados monetarios (ASPV).

El modelo que sirve de base para la desestacionalización de 1990 presenta algunas diferencias, respecto al modelo utilizado en el año 89, en cuanto a las variables de intervención y la definición de la variable de impuestos (véase *Boletín Económico*, mayo, 1989). Anteriormente se consideraba la transformación logarítmica de los impuestos y se aceptaba la restricción de que el efecto se anulaba en tres períodos, de tal forma que se tenía un efecto contemporáneo negativo y otro positivo con uno y dos desfases. Según esta definición la elasticidad es constante en todo el período.

En el modelo que aquí se propone, se define la variable en desviaciones respecto a la recaudación media mensual de cada año. Si $IMPT_i(n)$ es la recaudación acumulada en el mes i -ésimo del año n , la variable se define de la siguiente manera:

$$DIMPT_i(n) = IMPT_i(n) - \frac{1}{12} \sum_{i=1}^{12} IMPT_i(n)$$

$$i = 1, \dots, 12; \quad n = 1979, \dots, 1989.$$

Dicha variable se ha separado, a su vez, en dos: DIMPT1, cuyos valores son los de DIMPT en el período comprendido entre enero de 1979 y diciembre de 1984 y el resto son cero, y DIMPT2, que tiene valores distintos de cero en el período enero 1985-diciembre 1989. La justificación de definir la variable en términos de desviación respecto a su media anual y de su desagregación en dos variables es la misma que para ALP y sus componentes (véase Sastre, 1990).

El modelo utilizado para la desestacionalización de 1990 (modelo 1) se presenta en el ANEXO III, junto con el modelo antiguo reestimado (modelo 2).

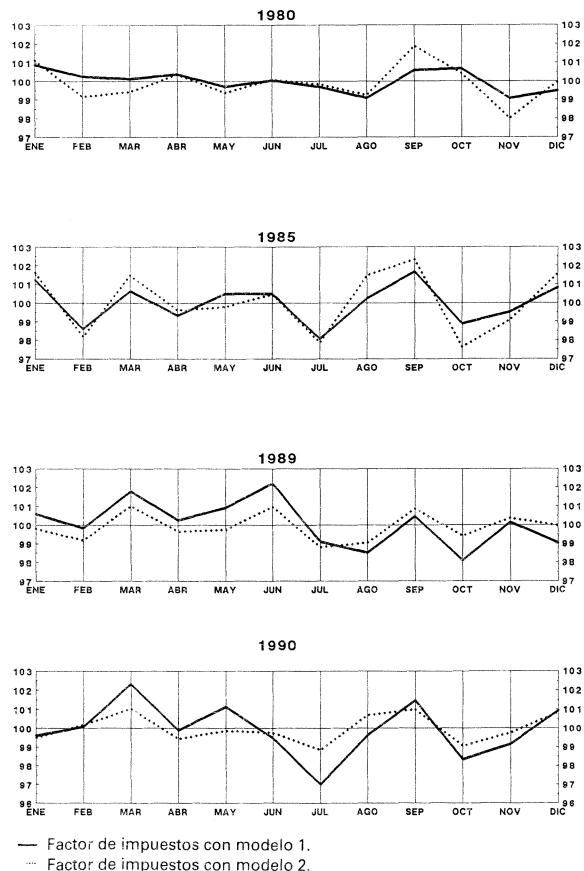
Según el modelo 1 se estima un efecto de los impuestos sobre el nivel del crédito interno a Administraciones Públicas que se agota en dos períodos, es decir, la recuperación es más rápida que con el modelo 2. Por otro lado, el valor de los parámetros de

los impuestos, en el modelo 1, es superior en la primera parte de la muestra que en la segunda, con lo que se consigue, en parte, que la cuantía del efecto de los impuestos sea similar en todo el período muestral (véase Sastre, 1990).

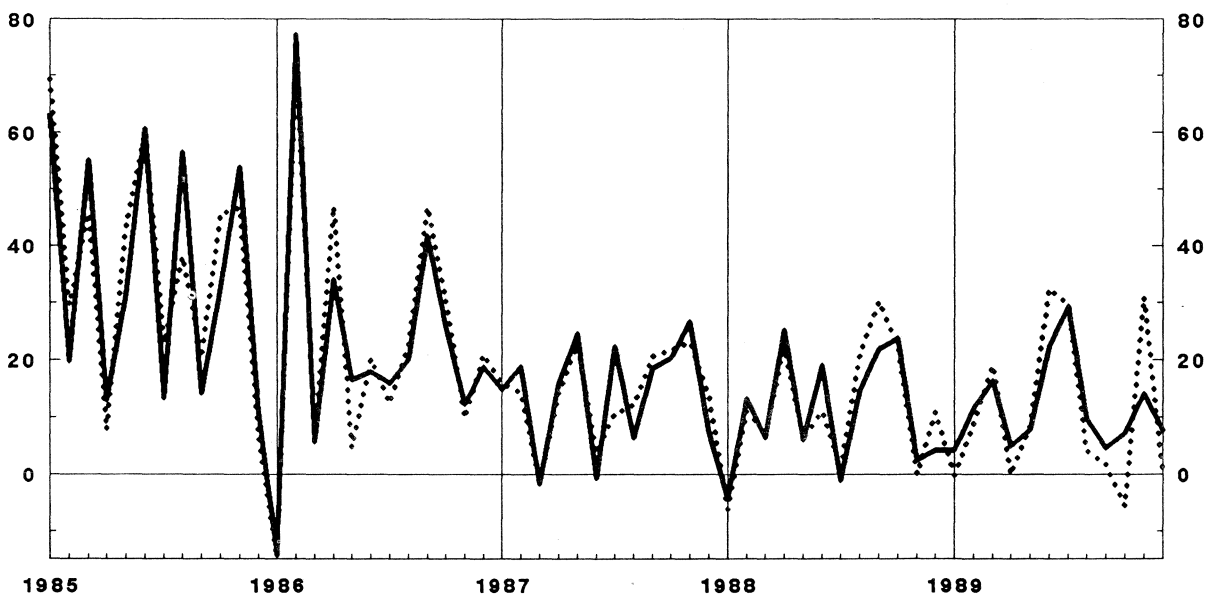
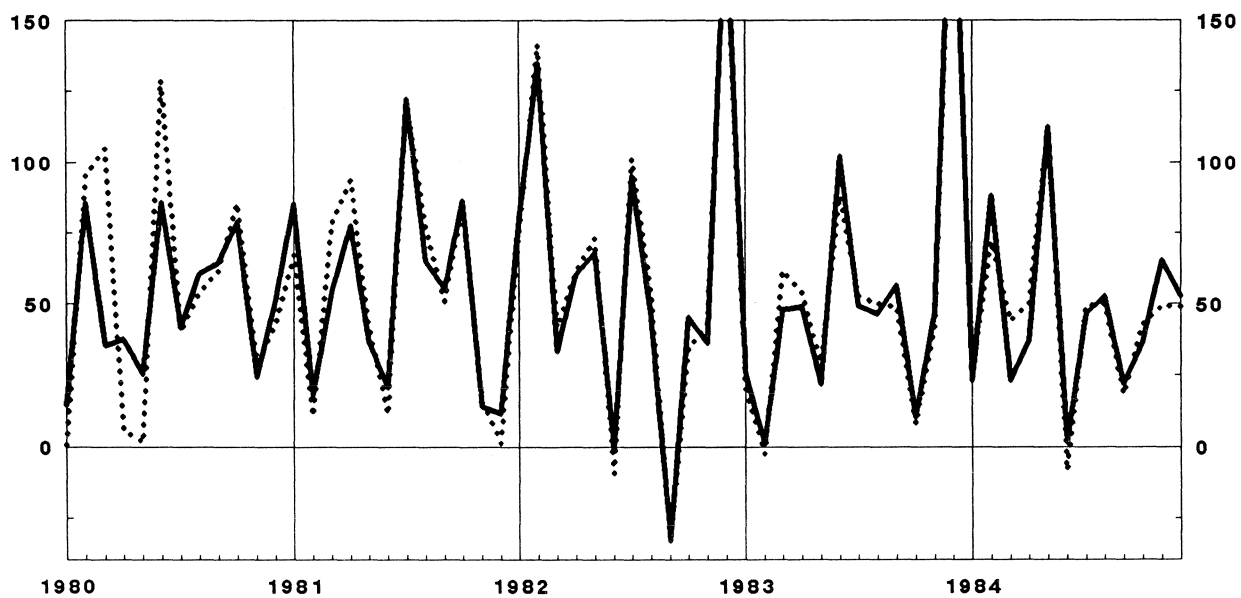
Comparando el efecto debido a los impuestos en ambos modelos, puede observarse cómo con el modelo 1 dicho efecto es mayor (gráfico 5), de tal forma que la serie desestacionalizada tiene un perfil más suave (gráfico 6).

Con los impuestos definidos como en el modelo 1 la estructura dinámica estimada para los mismos es coherente con la correspondiente de ALP. El efecto que los impuestos tienen sobre la serie de ALP y Administraciones Públicas, se manifiesta en una reducción del nivel medio durante tres períodos, recuperándose al final del tercer mes el nivel medio de las series. Al ser expresada la serie de ALP como media de datos diarios, se puede estimar dicha caída durante los tres meses, sin embargo, en la serie del crédito, que viene expresada en datos de fin de mes,

5. Activo total sistema crediticio frente a las AAPP (Factores por impuestos)

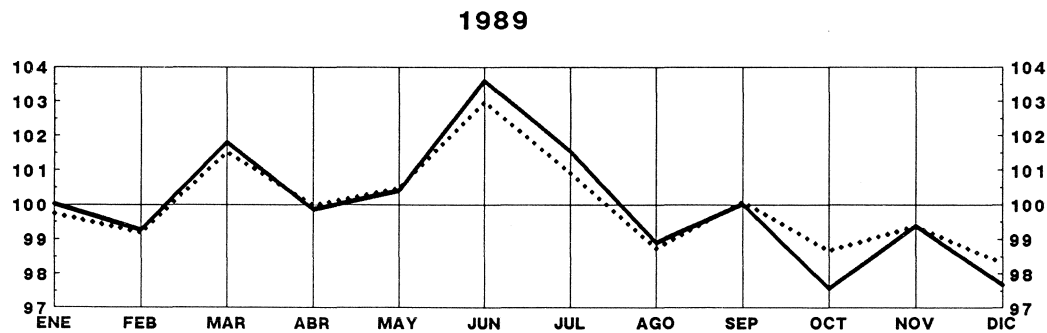
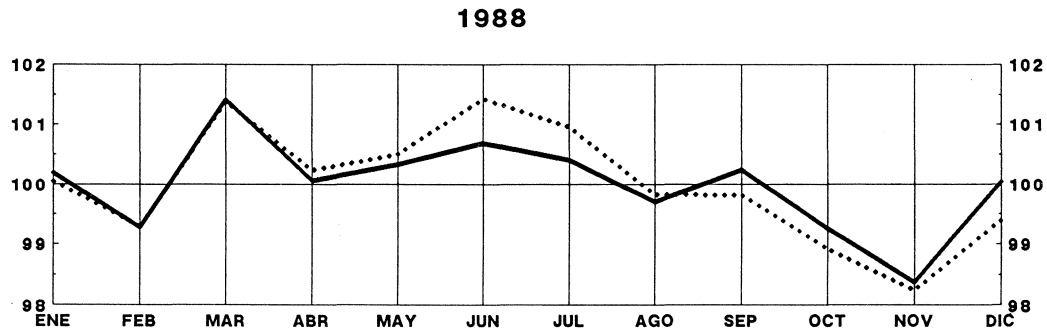
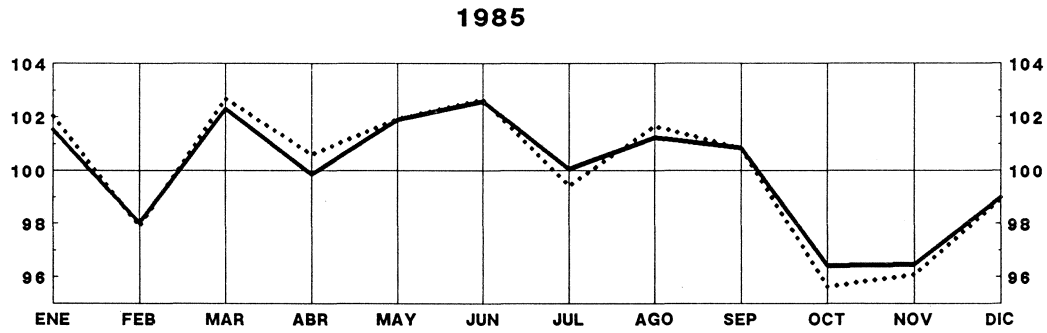
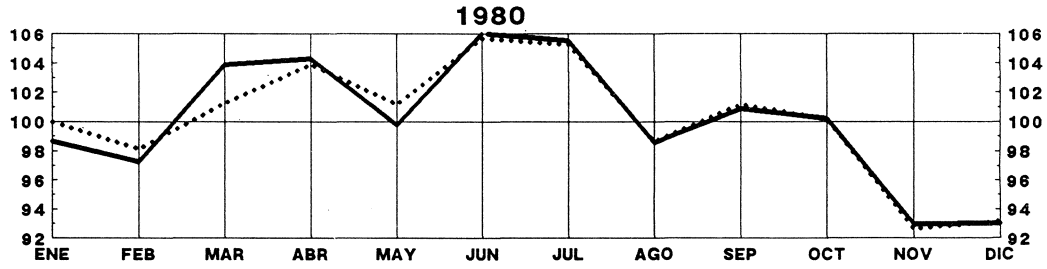


6. Financiación total a AAPP. Tasas T_1
 (Factores estacionales para 1990)



— T_1 modelo 1.
 T_1 modelo 2.

7. Financiación total a AAPP
(Factores estacionales)



— Factor con modelo 1.
.... Factor con modelo 2.

2 a. Tasas T_1 : desviación típica

	Modelo (1)	Modelo (2)
1979	62,86	115,55
1980	23,51	40,61
1981	33,49	36,98
1982	56,95	57,48
1983	55,60	53,36
1984	29,43	27,79
1985	20,12	18,61
1986	21,07	22,23
1987	9,08	7,25
1988	9,59	10,27
1989	7,39	13,11
1979-1989	29,92	36,66

2 b. Desviación típica de los factores estacionales

	Modelo (1)	Modelo (2)
1979	5,47	4,59
1980	4,18	3,92
1981	4,02	3,90
1982	3,77	3,74
1983	3,87	3,65
1984	3,68	3,28
1985	2,06	2,35
1986	1,91	2,05
1987	1,28	1,21
1988	0,75	0,93
1989	1,64	1,28
1979-1989	2,96	2,81

sólo se detecta la caída durante 2 períodos, ya que al final del último mes el efecto es nulo.

Los factores estacionales que se presentan en el ANEXO IV son el resultado de combinar la estacionalidad inducida por las recaudaciones de impuestos y la estacionalidad de carácter estocástico. Estos factores indican la existencia de un patrón estacional escasamente regular de unos años a otros (gráfico 7), reflejo del fuerte componente errático que caracteriza la serie del crédito recibido por Administraciones Públicas. Como consecuencia ello da lugar a un comportamiento errático de las tasas de crecimiento (gráfico 6) (1). A pesar de esta característica la nueva definición de impuestos supone una disminución de la variabilidad de las tasas T_1 (cuadros 2a y 2b). La reducción en términos de su desviación típica es bastante importante en algunos años como en el 1989.

Estos argumentos y la coherencia con el perfil estacional estimado para ALP han aconsejado, para la desestacionalización del crédito a Administraciones Públicas, los factores estacionales derivados del modelo con la variable de impuestos definida en términos de desviaciones respecto a su media anual.

23-V-1990.

BIBLIOGRAFIA

- CABRERO, A. y SASTRE, T. (1989): «La desestacionalización de los agregados monetarios», en *Boletín Económico*, Banco de España, marzo.
- ESCRIVA, J. L. y SASTRE, T. (1988): «La desestacionalización de los agregados monetarios», en *Boletín Económico*, Banco de España, marzo.
- LOTHIAN, S. y MORRY, M. (1977): «The problem of aggregation: direct or indirect», Time series research and analysis division, statistique Canada.
- MARAVALL, A. y ROJO, M. (1986): «Factores estacionales de las series del crédito». Documento interno EC/1986/36, del Servicio de Estudios, Banco de España.
- SASTRE, T. (1990): «La desestacionalización de ALP y sus componentes», en *Boletín Económico*, Banco de España, abril.
- SEGURA, R. (1988): «El crédito interno en la financiación de la economía (1980-1987)», en *Boletín Económico*, Banco de España, junio.
- (1989) «Los factores estacionales del crédito interno para 1989», en *Boletín Económico*, Banco de España, mayo.

(1) El cambio en la variabilidad de las tasas T_1 , que se puede observar en el gráfico 6, refleja la existencia de una varianza que evoluciona en el tiempo, hecho muy relacionado con el fuerte ritmo de crecimiento que registró el crédito a AAPP hasta el año 1986 y su posterior moderación en los años recientes. La presencia de esta heteroscedasticidad requeriría un tratamiento específico que se llevará a cabo en el futuro. Sin embargo, en el modelo que aquí se presenta, únicamente se ha tratado el cambio en la media que suponen los diferentes ritmos de crecimiento señalados.

ANEXO I

Variable	Crédito otorgado por banca	Crédito otorgado por las cajas de ahorro
Especificación del modelo	$\ln(CB)_t = \omega_0 DC82 + \omega_1 OC85 + \omega_2 JL88 + \omega_3 AG89 + \sum_{i=1}^{11} \delta_i S_i + \frac{(1-\theta_1 B)}{(1-\phi_3 B^3 - \phi_4 B^4) \Delta^2} a_t$	$\ln(CCH)_t = \omega_0 DC82 + \omega_1 TE84085 + \omega_2 FB86 + \omega_3 MY86 + \omega_4 AG89 + \frac{(1-\theta_{12} B^{12})}{(1-\phi_1 B - \phi_2 B^3) \Delta} \Delta_{12} a_t$
Definición de variables artificiales	DC82: Escalón desde diciembre 82 OC85: Escalón truncado desde octubre 85 a septiembre 86 JL88: Impulso compensado en julio 88 AG89: Cambio de tendencia desde agosto 89 $S_i = D_i - D_{i-12}$ $i = 1 \dots 11$, donde D_i son dummies estacionales	DC 82: Impulso en diciembre 82 TE84085: Tendencia truncada entre enero 84, octubre 85 FB86: Escalón desde febrero 86 MY86: Escalón desde mayo 86 AG89: Cambio de tendencia desde agosto 89
Valores Parámetros (Entre paréntesis el estadístico t)	$\omega_0 = -0,178$ (3,5) $\omega_1 = 0,0154$ (4,5) $\omega_2 = 0,0081$ (4,1) $\omega_3 = -0,0077$ (2,25) $\delta_1 = 0,0005$ (0,31) $\delta_2 = -0,0047$ (2,8) $\delta_3 = -0,0068$ (4,1) $\delta_4 = 0,0002$ (0,10) $\delta_5 = -0,0073$ (4,41) $\delta_6 = -0,0014$ (0,83) $\delta_7 = 0,0163$ (9,7) $\delta_8 = -0,0072$ (4,4) $\delta_9 = -0,0105$ (6,5) $\delta_{10} = -0,0023$ (1,4) $\delta_{11} = 0,0035$ (2,1) $\theta_1 = 0,8177$ (14,7) $\phi_3 = 0,1430$ (1,57) $\phi_4 = -0,1923$ (2,15)	$\omega_0 = 0,0093$ (4,6) $\theta_{12} = 0,2102$ (2,4) $\omega_1 = -0,0095$ (7,3) $\phi_1 = 0,2047$ (2,25) $\omega_2 = -0,0179$ (5,6) $\phi_3 = 0,2173$ (2,4) $\omega_3 = -0,0159$ (4,9) $\omega_4 = -0,0078$ (3,2)
Periodo muestral	Enero 1979 - Diciembre 1989	Enero 1979 - Diciembre 1989
σ (%)	0,52	0,41
Estadístico Q(12) B-P-L Q(24) Q(36)	19,4 28,7 38,3	5,8 17,4 29,5
Media de los residuos	0,0 (0,04)	0,0005 (1,3)
Correlación parámetros (>0,75)	-	-
Residuos atípicos	OCT 87 2,1 σ ABR 88 2,5 σ AGO 88 2,7 σ JUL 89 2,3 σ	JUN 82 3 σ JUN 86 2,9 σ AGO 86 2,1 σ
Estabilidad 1.º periodo Postmuestrial 2.º periodo (a) 3.º periodo	0,0069 (0,0051) 0,0070 (0,0080) 0,0072 (0,0107)	0,0041 (0,0042) 0,0068 (0,0063) 0,0088 (0,0080)

(a) Con el modelo estimado hasta diciembre de 1988, se han realizado predicciones uno, dos y tres periodos por delante para el año 1989. Se presentan la raíz del error cuadrático medio de dichos errores y las correspondientes desviaciones estándar entre paréntesis.

ANEXO I (continuación)

Variable	Crédito otorgado por cooperativas	Crédito otorgado por el Crédito Oficial
Especificación del modelo	$\ln(\text{CCO})_t = \text{cnst} + \omega_0 \text{DC80} + \omega_1 \text{OC81} + \omega_2 \text{NO81} + \omega_3 \text{JL84} + \frac{1}{(1-\phi_1 B)(1-\phi_{12} B^{12})} a_t$	$\ln(\text{CREO})_t = \omega_0 \text{TEN} + \omega_1 \text{JN88} + \omega_2 \text{DC88} + \omega_3 \text{MY88} + \frac{(1-\theta_{12} B^{12})}{(1-\phi_1 B)\Delta} a_t$
Definición de variables artificiales	DC80: Escalón desde diciembre 80 OC81: Impulso en octubre 81 NO81: Impulso en noviembre 81 JL84: Escalón desde julio 84	TEN: Tendencia hasta noviembre 84 JN88: Escalón desde junio 88 DC88: Escalón desde diciembre 88 MY88: Impulso mayo 88
Valores Parámetros (Entre paréntesis el estadístico t)	cnst: 0,0105 (7,40) $\omega_1 = 0,0134$ (1,94) $\omega_3 = -0,0543$ (6,4) $\omega_0 = -0,1162$ (13,2) $\omega_2 = 0,0261$ (3,81) $\phi_1 = 0,2563$ (2,8) $\phi_{12} = 0,2146$ (2,52)	$\omega_0 = 0,0074$ (7,2) $\omega_2 = 0,0183$ (5,4) $\omega_1 = -0,0046$ (2,6) $\omega_3 = 0,0081$ (2,2) $\phi_1 = -0,1654$ (1,90) $\theta_{12} = 0,5876$ (7,6)
Periodo muestral	Enero 1979 - Diciembre 1989	Enero 1979 - Diciembre 1989
σ (%)	0,89	0,51
Estadístico Q(12) B-P-L Q(24) Q(36)	14,7 21,8 31,7	13 28 43
Media de los residuos	-0,0 (0,0)	0,0003 (0,57)
Correlación parámetros (>0,75)		
Residuos atípicos	JUN 80 2,3 σ JUN 88 -2,8 σ JUL 81 2,5 σ	DIC 84 -2,1 σ DIC 85 -2,9 σ NOV 86 2,5 σ FEB 88 2,1 σ ENE 89 2,2 σ
Estabilidad 1.º periodo Postmuestral 2.º periodo (a) 3.º periodo	0,009 (0,009) 0,014 (0,014) 0,016 (0,018)	0,0292 (0,0048) 0,0277 (0,0062) 0,0266 (0,0074)

(a) Con el modelo estimado hasta diciembre de 1988, se han realizado predicciones uno, dos y tres periodos por delante para el año 1989. Se presentan la raíz del error cuadrático medio de dichos errores y las correspondientes desviaciones estándar entre paréntesis.

ANEXO II

EL AJUSTE ESTACIONAL DIRECTO DEL CREDITO INTERNO A EMPRESAS Y FAMILIAS

La serie del agregado presenta un perfil estacional muy estable, para el que se adapta muy bien el tipo de estructura determinística. De hecho, el proceso iterativo de identificación, estimación y contraste, partiendo de la especificación de una estructura estocástica para la parte estacional, fue derivando hacia la conveniencia de optar por una estructura estacional determinística ante la estimación de un parámetro estacional MA (12) bastante elevado. El modelo por el que se optó finalmente es el siguiente (1):

$$\begin{aligned} \ln \text{ASPR}_t = & (-0,0072) \text{DC82} + (0,0049) \text{OC85} + (0,0067) \text{JL88} + \\ & (2,6) \quad (2,6) \quad (6,3) \\ & + (-0,0078) \text{AG89} + (0,0006) S_1 + (-0,0032) S_2 + \\ & (3,7) \quad (0,73) \quad (3,8) \\ & + (0,0030) S_3 + (-0,0014) S_4 + (-0,0052) S_5 + \\ & (3,70) \quad (1,67) \quad (6,35) \\ & + (0,0011) S_6 + (0,0095) S_7 + (-0,0052) S_8 + \\ & (1,37) \quad (11,41) \quad (6,38) \\ & + (-0,0066) S_9 + (-0,0024) S_{10} + (0,0017) S_{11} + \\ & (8,23) \quad (2,9) \quad (2,1) \\ & + \frac{1}{(1+0,8239B+0,7257B^2+0,2658B^3+0,3993B^4)\Delta^2} a_t \\ & (10,2) \quad (6,8) \quad (2,5) \quad (4,8) \end{aligned}$$

Período muestral: enero 1979-diciembre 1989.

σ (%) = 0,31.

Suma de los cuadrados de los residuos: 0,0013.

Media de los residuos: 0,0001 (0,31).

Q(12) = 7,1; Q(24) = 13,2; Q(36) = 27,8.

Residuos superiores a 2 σ en valor absoluto:

Enero	1986	2,5 σ
Septiembre	1987	2,5 σ
Marzo	1988	2,5 σ
Julio	1988	2,2 σ

Correlación superior a 0,75 %.

$\rho(\phi_2, \phi_3) = 0,76$.

Estabilidad postmuestral (con el modelo estimado hasta diciembre de 1988, se han realizado predicciones uno, dos y tres períodos por delante para el año 1989. Se presentan la raíz del error cuadrático medio de dichos errores y las correspondientes desviaciones típicas, entre paréntesis).

1.º período	0,0033	(0,0032)
2.º período	0,004	(0,0051)
3.º período	0,0037	(0,0067)

Variables de intervención

- DC82: escalón desde diciembre de 1982.
- OC85: escalón truncado que toma el valor uno desde octubre de 1985 a septiembre de 1986.
- JL88: impulso compensado en julio de 1988, que recoge el efecto de un retraso en la liquidación del descuento comercial en el mes de julio hasta el mes siguiente por caer el final de mes en domingo.
- AG89: tendencia desde agosto de 1989, que recoge el efecto que las recomendaciones sobre el crecimiento del crédito han tenido en la tendencia de la serie, quebrando la inercia que ésta traía. La estimación de este parámetro implica que la reducción de la tasa anualizada de crecimiento desde agosto a diciembre de 1989 ha sido de 9,1 puntos porcentuales.
- S1...S11: las variables S1 a S11 son las diferencias entre cada una de las variables artificiales estacionales de enero a noviembre y la de diciembre. De esta forma, se impone la restricción en el modelo de que los coeficientes de las doce variables estacionales sumen cero.

El modelo así estimado difiere respecto al presentado el año anterior, en que la estructura que capta el ciclo trimestral en vez de ser un AR(3), es un AR(4), cuyas raíces indican la existencia de un ciclo de 2,97 meses.

(1) Entre paréntesis se da el t-ratio.

ANEXO III

a) *Modelo (1)*: modelo utilizado para la desestacionalización del crédito interno a Administraciones Públicas para 1990.

$$\begin{aligned} \text{Ln (ASPV)} = & -0,0342 (1 + L + L^2) \text{ SEP82} + \\ & (4,4) \\ & + (0,0298 + 0,0164 L + 0,0164L^2) \text{ DIC83} + \\ & (3,1) \quad (1,7) \quad (1,7) \\ & + (0,0127) \text{ E89N85} + (-0,0240) \text{ EN86} + \\ & (4,6) \quad (2,5) \\ & + (-0,098 - 0,0483L) \text{ DIMPT1} + \\ & (5,6) \quad (2,7) \\ & + (-0,0551 - 0,0228L) \text{ DIMPT2} + \\ & (5,1) \quad (2,2) \\ & + \frac{(1 - 0,4804L^{12})}{(5,8)} a_t \\ & + \frac{(1 + 0,1841L + 0,1766L^2 - 0,1162L^3) \Delta\Delta_{12}}{(2,1) \quad (1,8) \quad (1,2)} \end{aligned}$$

σ (%) = 1,339.

Período muestral: enero 1979-diciembre 1989.

Suma de los cuadrados de los residuos: 0,0205.

Media de los residuos: -0,0002 (0,18).

Q(12) = 8,3; Q(24) = 25,4; Q(36) = 48,1.

Residuos superiores a 2 σ en valor absoluto:

Julio	1981	2,4 σ
Febrero	1982	2,5 σ
Febrero	1983	-2,4 σ
Mayo	1984	2,2 σ

Estabilidad postmuestral:

1.º período	0,0098	(0,0138)
2.º período	0,0137	(0,0176)
3.º período	0,014	(0,0198)

Las variables de impuestos DIMPT1, DIMPT2 están definidas en el texto.

b) *Modelo (2)*: modelo antiguo reestimado:

$$\begin{aligned} \text{Ln (ASPV)} = & -0,0320 (1 + L + L^2) \text{ SEP82} + (0,0230) \text{ DIC83} + \\ & (3,7) \quad (2,4) \\ & + (0,0139) + \text{E89N85} + (-0,0243) \text{ EN86} + \\ & (5,9) \quad (2,5) \\ & (0,0034) \text{ D1R}_t + (0,0133) \text{ D2R}_t + \\ & (2,2) \quad (7,1) \\ & + \frac{(1 - 0,5908L^{12})}{(8,3)} a_t \\ & + \frac{(1 + 0,1350L + 0,2937L^2) \Delta\Delta_{12}}{(1,5) \quad (3,1)} \end{aligned}$$

σ (%) = 1,397.

Período muestral: enero 1979-diciembre 1989.

Suma de los cuadrados de los residuos: 0,0225.

Media de los residuos: -0,0005 (0,38).

Q(12) = 6,2; Q(24) = 21,2; Q(36) = 41,6.

Residuos superiores a 2 σ en valor absoluto:

Junio	1981	-2,0 σ
Julio	1981	2,3 σ
Junio	1982	-2,6 σ
Febrero	1983	2,2 σ
Enero	1984	2,1 σ
Junio	1984	2,2 σ

Las variables de impuestos D1R_t, D2R_t están definidas en el *Boletín Económico* de mayo de 1989.

Variables de intervención en ambos modelos

SEP82: impulso en septiembre de 1982.

DIC83: impulso en diciembre de 1983.

EN86: impulso en enero de 1986.

E89N85: tendencia truncada entre enero 1979 y noviembre de 1985. Existe un cambio de tendencia en 1985 en el crédito concedido a Administraciones Públicas y se interviene la primera parte.

En el modelo utilizado para la desestacionalización de 1989 había un escalón en diciembre de 1982, pero se captan mejor los cambios de la serie con las nuevas intervenciones.

ANEXO IV

FACTORES ESTACIONALES DE LOS COMPONENTES DEL CREDITO A EMPRESAS Y FAMILIAS

CREDITO OTORGADO POR LA BANCA (CREDITO)

Fecha	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC
1979-1990	100.050	99.531	99.322	100.020	99.273	99.860	101.643	99.283	98.955	99.770	100.351	101.990

CREDITO OTORGADO POR LAS CAJAS DE AHORRO (CREDITO MAS VALORES DE RENTA FIJA)

1979	99.860	100.574	100.606	100.306	100.353	99.835	99.189	99.335	99.929	99.804	100.332	99.889
1980	99.648	100.548	100.478	99.993	100.327	100.187	99.391	99.419	99.896	99.793	100.356	99.973
1981	99.682	100.520	100.492	99.946	100.260	100.452	99.523	99.495	99.727	99.650	100.167	100.093
1982	99.830	100.274	100.218	99.802	99.988	100.623	99.773	99.596	99.737	99.699	100.106	100.359
1983	100.094	100.127	99.943	99.533	99.752	100.678	100.022	99.752	99.758	99.714	100.112	100.520
1984	100.111	99.835	99.664	99.152	99.427	100.710	100.330	100.092	99.988	99.880	100.208	100.614
1985	99.955	99.639	99.441	99.176	99.632	100.770	100.668	100.316	99.893	99.924	100.046	100.554
1986	99.631	99.347	99.326	99.333	99.944	101.056	101.043	100.299	99.822	99.933	99.758	100.530
1987	99.580	99.231	99.378	99.365	99.973	101.008	100.913	100.039	99.823	100.002	99.822	100.887
1988	99.956	99.474	99.902	99.744	99.864	100.936	100.770	99.699	99.617	99.648	99.589	100.816
1989	99.971	99.531	100.130	100.054	99.853	100.869	100.783	99.697	99.672	99.435	99.369	100.652
1990	99.921	99.491	100.134	100.072	99.821	100.828	100.789	99.723	99.739	99.446	99.382	100.668

CREDITO OTORGADO POR LAS COOPERATIVAS DE CREDITO (CREDITO)

1979	100.152	99.724	99.430	99.114	98.412	99.451	99.578	98.739	100.194	101.537	102.118	101.627
1980	100.514	100.103	99.377	98.966	98.601	100.065	100.816	99.819	99.817	100.806	100.664	100.481
1981	100.612	100.833	99.701	98.486	97.954	99.049	100.288	99.650	99.488	100.656	101.226	102.136
1982	101.786	101.409	100.388	99.427	98.543	98.756	99.348	98.883	99.181	99.978	100.581	101.796
1983	101.389	101.288	100.799	100.029	99.237	99.888	100.197	99.350	99.210	99.262	99.320	100.065
1984	99.949	99.942	99.942	99.346	98.972	99.945	100.315	99.732	99.903	100.343	100.660	100.967
1985	100.005	99.555	99.434	99.292	99.230	99.858	100.219	99.698	99.894	100.532	101.042	101.266
1986	100.603	100.333	99.888	99.729	99.293	99.363	99.620	99.186	99.328	100.178	101.044	101.466
1987	100.225	99.974	99.757	99.595	99.155	99.527	99.733	99.004	99.299	100.486	101.342	101.945
1988	101.206	100.922	100.766	100.230	99.101	98.602	99.026	98.762	99.431	100.380	100.466	101.159
1989	100.748	101.305	100.595	99.477	98.574	98.871	99.458	99.252	99.871	100.320	100.434	101.139
1990	100.723	100.885	100.195	99.430	98.696	99.283	99.711	99.254	99.704	100.310	100.654	101.187

CREDITO OTORGADO POR EL CREDITO OFICIAL (CREDITO MAS VALORES)

1979	99.959	99.592	100.642	99.753	99.608	101.118	100.108	99.470	100.031	99.245	99.083	101.420
1980	100.050	99.622	100.650	99.726	99.541	101.064	100.116	99.472	100.103	99.226	99.094	101.364
1981	100.038	99.586	100.664	99.758	99.505	101.004	100.139	99.480	100.196	99.236	99.114	101.307
1982	100.058	99.590	100.785	99.829	99.473	100.882	100.106	99.488	100.284	99.236	99.107	101.187
1983	100.012	99.487	100.885	99.898	99.522	100.811	100.127	99.549	100.371	99.245	99.118	100.998
1984	99.915	99.310	100.916	99.943	99.591	100.752	100.168	99.638	100.513	99.348	99.166	100.761
1985	99.815	99.150	100.899	99.873	99.535	100.663	100.154	99.724	100.718	99.581	99.273	100.636
1986	99.787	99.096	100.907	99.743	99.483	100.642	100.121	99.793	100.846	99.730	99.318	100.554
1987	99.767	99.175	100.920	99.592	99.507	100.629	100.091	99.829	100.876	99.794	99.374	100.465
1988	99.811	99.355	100.900	99.352	99.564	100.605	100.072	99.814	100.849	99.835	99.455	100.405
1989	99.882	99.504	100.907	99.147	99.609	100.543	99.986	99.746	100.832	99.881	99.566	100.414
1990	99.925	99.547	100.922	99.090	99.633	100.525	99.955	99.724	100.826	99.874	99.589	100.408

ANEXO IV (continuación)

FACTORES ESTACIONALES DEL CREDITO INTERNO A ADMINISTRACIONES PUBLICAS

ACTIVO TOTAL DEL SISTEMA CREDITICIO Y MERCADOS MONETARIOS FRENTE A ADMINISTRACIONES PUBLICAS												
Fecha	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC
1979	99.490	97.011	102.671	102.400	99.824	104.231	102.752	98.767	100.135	99.067	96.362	97.977
1980	99.490	98.401	102.263	101.940	99.548	103.085	102.617	98.901	100.407	99.779	95.992	97.264
1981	99.310	97.648	102.294	102.733	99.486	101.800	103.370	99.261	100.503	99.839	95.581	97.384
1982	100.102	97.853	102.202	102.864	99.815	101.388	103.516	99.515	100.402	100.047	94.987	97.310
1983	100.581	97.565	102.015	102.985	100.127	101.400	103.706	99.322	100.311	99.755	94.082	97.055
1984	101.277	97.746	102.439	103.591	100.233	101.176	103.639	98.785	100.174	99.529	93.877	97.481
1985	101.388	98.550	101.986	99.965	101.344	102.097	100.042	100.778	100.713	97.097	97.112	99.409
1986	98.771	100.378	102.720	99.575	101.110	102.749	98.859	99.928	100.799	98.096	98.200	99.598
1987	99.899	100.035	101.451	100.195	100.945	102.147	99.322	99.392	100.000	98.962	98.227	99.690
1988	100.162	99.406	101.150	100.052	100.274	100.558	100.329	99.761	100.203	99.380	98.654	100.038
1989	100.075	99.449	101.567	99.943	100.401	103.070	101.359	99.139	100.080	98.014	99.549	98.105
1990	99.025	99.644	102.065	99.538	100.579	100.271	99.255	100.322	101.097	98.249	98.575	99.979

Información del Banco de España

TIPOS DE INTERES ACTIVOS LIBRES DECLARADOS POR BANCOS, CAJAS DE AHORRO Y ENTIDADES OFICIALES DE CREDITO

Situación al día 30 de abril de 1990

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
SEIS GRANDES					
BILBAO VIZCAYA	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
CENTRAL	14,06	32,31	29,00	32,31	29,00
ESPAÑOL DE CREDITO	14,30	30,47	27,50	30,47	27,50
HISPANO AMERICANO	13,65	31,48	28,00	31,08	28,00
POPULAR ESPAÑOL	13,65	31,25	27,50	30,47	27,50
SANTANDER	13,10	32,31	29,00	32,31	29,00
<i>Media simple</i>	<i>13,80</i>	<i>31,69</i>	<i>28,33</i>	<i>31,49</i>	<i>28,33</i>
COMERCIALES					
ABEL MATUTES TORRES	13,96	24,24	22,00	24,24	22,00
ALBACETE	-	-	-	-	-
ALCALA	13,65	25,00	-	(4,00)	-
ALICANTE	14,20	32,31	29,00	32,31	29,00
ALICANTINO DE COMERCIO	-	-	-	-	-
ANDALUCIA	13,65	31,25	27,50	30,47	27,50
ASTURIAS	13,92	30,60	27,00	29,86	27,00
ATLANTICO	13,10	26,25	24,00	26,25	24,00
B.N.P. ESPAÑA	16,25	24,32	23,00	(3,00)	-
BANIF	13,65	31,48	28,00	31,08	28,00
BARCELONA	14,00	32,30	29,00	32,30	29,00
BARCLAYS S.A.E.	12,55	25,06	23,00	25,06	23,00
BILBAO MERCHANT	13,65	-	-	-	-
CANTABRICO	11,46	32,31	29,00	32,31	29,00
CASTILLA	13,65	31,25	27,50	30,47	27,50
CATALANA	14,00	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	14,75	27,44	25,00	27,44	25,00
COMERCIO	14,64	32,31	29,00	32,31	29,00
CONDAL	-	-	-	-	-
CONSOLIDADO ESPAÑA	13,10	24,32	23,00	25,06	23,00
CREDIPAS	-	23,21	22,00	-	-
CREDIT & COMMERCE	15,46	26,56	25,00	27,44	-
CREDITO BALEAR	13,65	29,39	27,50	30,47	27,50
CREDITO CANARIO	15,03	31,08	28,00	31,08	28,00
CREDITO Y AHORRO	15,31	28,65	26,00	28,65	26,00
DEPOSITOS	7,19	15,56	15,00	15,87	15,00
ETCHEVERRIA	13,09	24,35	-	(5,00)	-
EUROHIPOTECARIA	15,50	19,50	-	-	-
EUROPA	14,20	30,47	27,50	30,47	27,50
EUROPEO DE FINANZAS	18,00	32,92	29,00	(9,50)	-
EXPORTACION	12,55	26,25	-	26,25	-
EXTERIOR DE ESPAÑA	14,20	32,31	29,00	32,31	29,00
EXTREMADURA	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
FINANZAS E INVERSIONES	14,20	20,97	19,50	20,97	19,50
GALICIA	13,65	31,25	27,50	30,47	27,50
GALLEGO	14,06	32,31	29,00	32,31	29,00
GENERAL	14,30	30,47	27,50	30,47	27,50
GUIPUZCOANO	14,48	27,69	26,00	(6,14)	(6,00)
HERRERO	15,02	27,44	25,00	27,44	25,00
HUELVA	-	-	-	-	-
IBERCORP	15,36	19,25	18,00	19,25	18,00
INTERNACIONAL DE COMERCIO	14,61	29,86	27,00	29,86	27,00
INVERSION	-	25,00	-	-	-
INVERSIONES Y SERVICIOS FINANCIEROS	-	-	-	-	-

(Continuación) 2
Situación al día 30 de abril de 1990

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
COMERCIALES					
ISLAS CANARIAS	14,19	28,65	26,00	28,65	26,00
JEREZ	13,65	31,48	28,00	31,08	28,00
JOVER	13,32	32,31	29,00	32,31	29,00
MADRID	13,37	30,47	27,50	30,47	27,50
MAPFRE	15,00	27,44	25,00	27,44	25,00
MARCH	13,00	29,86	27,00	29,86	27,00
MAS SARDA	13,65	25,44	24,00	26,25	24,00
MERCANTIL DE TARRAGONA	13,65	31,48	28,00	31,08	28,00
MERIDIONAL	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
MURCIA	13,37	32,31	29,00	32,31	29,00
NATWEST MARCH	14,75	30,60	27,00	29,85	27,00
OESTE	14,01	28,65	26,00	28,65	26,00
PASTOR	14,20	29,85	27,00	27,44	25,00
PENINSULAR	—	—	—	—	—
PUEYO	9,53	26,24	—	26,24	—
SABADELL	14,20	26,84	24,50	26,84	24,50
SABADELL MULTIBANCA	14,48	26,84	24,50	26,84	24,50
SANTANDER NEGOCIOS	18,11	22,71	21,00	18,11	17,00
SEVILLA	—	—	—	—	—
SIMEON	14,20	32,31	29,00	32,31	29,00
SINDICATO DE BANQUEROS BARNA.	16,43	29,86	27,00	29,86	27,00
TOLEDO	12,55	30,60	27,00	30,60	27,00
UNIVERSAL	11,80	28,65	26,00	28,65	26,00
VALENCIA	14,06	28,65	26,00	28,65	26,00
VASCONIA	13,65	31,25	27,50	30,47	27,50
VITORIA	13,65	30,47	27,50	30,47	27,50
ZARAGOZANO	15,86	31,88	28,00	31,88	28,00
<i>Media simple</i>	13,97	28,52	26,19	28,89	26,25
INDUSTRIALES					
BANCAPITAL	14,75	25,58	23,00	(4,06)	(4,00)
BANCOVAL	14,20	23,88	22,00	23,88	22,00
CATALA DE CREDIT	13,92	28,65	26,00	28,65	26,00
CHASE ESPAÑA	16,10	25,81	24,00	25,81	24,00
DESARROLLO ECONOMICO ESPAÑOL	14,30	28,65	26,00	28,65	26,00
EXPANSION INDUSTRIAL	14,20	30,16	27,25	30,16	27,25
FOMENTO	14,06	32,31	29,00	32,31	29,00
GRANADA	14,06	32,31	29,00	32,31	29,00
INDUSTRIAL DE BILBAO	13,10	25,44	24,00	26,25	24,00
INDUSTRIAL DE CATALUÑA	14,00	32,30	29,00	32,30	29,00
INDUSTRIAL DE GUIPUZCOA	13,00	26,25	—	26,25	—
INDUSTRIAL DEL MEDITERRANEO	14,00	32,30	29,00	32,30	29,00
INTERCONTINENTAL ESPAÑOL	12,50	32,30	29,00	(9,50)	—
NOROESTE	—	—	—	—	—
OCCIDENTAL	16,99	28,65	—	28,65	—
PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA	15,44	26,56	25,00	26,56	25,00
POPULAR INDUSTRIAL	15,31	31,25	27,50	30,47	27,50
PRIVANZA	14,25	22,00	—	22,00	—
PROGRESO	15,86	27,44	—	27,44	—
PROMOCION DE NEGOCIOS	14,01	28,65	26,00	28,65	26,00
URQUIJO	14,75	24,32	23,00	25,06	23,00
<i>Media simple</i>	14,44	28,24	26,17	28,21	26,20

(Continuación) 3
Situación al día 30 de abril 1990

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
EXTRANJEROS					
ALGEMENE BANK	17,10	21,94	—	21,55	—
AMERICA	15,40	21,55	—	(4,00)	—
ARABE ESPAÑOL	12,68	23,14	21,00	23,14	21,00
BANKERS TRUST	15,75	18,40	—	(4,00)	—
BARCLAYS BANK INTERNAT.	12,55	25,06	23,00	25,06	23,00
BRASIL	14,66	27,44	25,00	(3,03)	(3,00)
BRUXELLES LAMBERT	16,99	25,06	23,00	25,06	23,00
CAISSE N.C. AGRIC	16,25	24,36	—	(2,01)	—
CHASE MANHATTAN	16,10	27,24	24,00	(3,08)	(3,00)
CHEMICAL BANK	14,00	18,39	—	—	—
CITIBANK	13,65	25,06	23,00	(4,06)	(4,00)
COMMERCIALE ITALIANA	16,94	27,44	—	(2,50)	—
COMMERZBANK	15,31	21,55	20,00	21,55	20,00
CONTINENTAL ILLINOIS	—	—	—	—	—
CREDIT COMMERCIAL DE FRANCE ..	15,31	23,88	22,00	(2,02)	(2,00)
CREDIT LYONNAIS	16,14	21,55	20,00	(1,01)	(1,00)
CREDITO ITALIANO	16,13	24,00	—	24,00	—
DEUTSCHE BANK	15,45	24,37	22,00	24,37	22,00
DRESDNER BANK	17,05	24,60	22,00	24,60	22,00
ESTADO SAO PAULO	—	26,25	24,00	26,25	24,00
EXTERIOR DE LOS ANDES	11,19	27,44	25,00	27,44	25,00
FIRST INTERSTATE	17,25	22,50	—	(5,00)	—
FIRST N. BANK OF CHICAGO	16,13	26,82	24,00	(4,06)	(4,00)
FOMENTO EXTERIOR PORTUGAL	15,22	32,30	29,00	32,30	29,00
GB BANCO BELGA	17,00	24,32	23,00	(3,04)	(3,00)
INDOSUEZ	—	20,00	—	—	—
INDUSTRIAL BANK OF JAPAN LTD.	16,50	26,82	24,00	26,82	24,00
JYSKE BANK	14,00	32,80	29,00	32,80	29,00
LLOYDS BANK	14,75	26,25	24,00	(4,06)	(4,00)
MANUF. HANNOVER TRUST	15,00	28,39	25,00	(2,02)	(2,00)
MIDLAND BANK	16,99	25,00	—	(3,00)	—
MITSUBISHI BANK	16,00	25,22	—	(2,00)	—
MITSUI BANK	—	23,00	—	—	—
MORGAN GUARANTY	15,15	19,00	—	19,00	—
NACION ARGENTINA	12,55	22,00	—	(4,00)	—
NAT. WESTMINSTER BANK	14,75	30,60	27,00	(6,66)	(6,50)
NATIONALE DE PARIS	16,25	24,32	23,00	(3,00)	—
NAZIONALE LAVORO	17,83	25,06	23,00	21,55	20,00
PARIBAS	15,48	21,55	—	(2,00)	—
PORTUGUES DO ATLANTICO	15,25	26,00	—	26,00	—
REAL	17,00	24,00	—	22,00	—
ROMA	15,25	21,00	20,00	(2,00)	—
ROYAL BANK OF CANADA	16,60	24,00	—	(2,00)	—
SANWA BANK	15,75	22,00	—	22,00	—
SAUDI ESPAÑOL	17,41	27,44	25,00	27,44	25,00
SOCIETE GENERALE	16,70	26,25	—	(3,03)	—
SUMITOMO BANK	—	21,55	20,00	(2,02)	(2,00)
TOKYO	17,27	24,32	23,00	(2,01)	(2,00)
<i>Media simple</i>	15,60	24,49	23,44	24,89	23,62
TOTAL					
<i>Media simple</i>	14,56	27,25	25,62	28,16	25,99

(Continuación) 4
Situación al día 30 de abril de 1990

CAJAS DE AHORRO	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
ALAVA PROVINCIAL	13,64	22,10	21,00	22,71	21,00
ALBACETE	13,50	25,44	24,00	25,44	24,00
ALICANTE PROVINCIAL	15,86	23,88	22,00	23,88	22,00
ALMERIA	12,50	21,00	-	(4,00)	-
ANTEQUERA	12,36	23,21	22,00	23,21	22,00
ASTURIAS	14,00	23,21	22,00	(4,00)	-
AVILA MONTE	13,40	25,06	-	(5,00)	-
BADAJOS	10,20	22,71	-	(4,00)	-
BALEARES	12,59	26,24	24,00	23,88	22,00
BARCELONA	14,75	29,86	27,00	29,86	27,00
BILBAO VIZCAIA	13,65	23,88	22,00	24,36	22,00
BURGOS C.C.O.	10,50	18,81	-	19,25	-
BURGOS MUNICIPAL	13,10	21,00	20,00	21,55	20,00
CACERES	9,52	20,00	-	(2,00)	-
CADIZ	14,19	25,00	-	25,00	-
CAIXA PENSIONES	14,20	27,44	25,00	27,44	25,00
CANARIAS GENERAL	14,20	25,06	-	(4,00)	-
CANARIAS INSULAR	15,86	25,44	-	26,25	-
CARLET	12,96	23,88	-	(6,00)	-
CASTELLON	13,64	24,00	-	24,00	-
CATALUÑA	13,92	27,44	25,00	27,44	25,00
CECA	13,76	19,00	-	(2,00)	-
CEUTA	14,00	24,00	-	26,00	-
CORDOBA MONTE	12,00	22,75	-	22,75	-
CORDOBA PROVINCIAL	13,10	24,32	-	25,06	-
CUENCA	14,20	24,33	-	25,10	-
GALICIA	12,55	24,32	23,00	(4,00)	-
GERONA	13,10	26,56	-	27,44	-
GRANADA MONTE	14,75	26,56	25,00	27,44	25,00
GRANADA PROVINCIAL	9,89	27,14	-	(3,03)	-
GUADALAJARA	12,50	23,21	-	23,88	-
GUIPUZCOA PROVINCIAL	13,65	21,00	-	(4,04)	-
HUELVA	14,19	23,88	-	(2,02)	-
IBERCAJA	15,30	24,00	-	24,00	-
INMACULADA ARAGON	12,55	23,21	-	(5,09)	-
JAEN	14,75	24,32	-	25,06	-
JEREZ	12,28	25,06	-	(2,02)	-
LAYETANA	14,50	29,86	27,00	29,86	27,00
LEON	12,89	21,00	20,00	(4,06)	(4,00)
MADRID	14,00	23,88	22,00	(6,14)	-
MALAGA	14,19	26,56	-	(4,00)	-
MANLLEU	14,47	29,25	-	29,25	-
MANRESA	14,50	28,82	27,00	(3,00)	-
MEDITERRANEO	15,87	25,06	23,00	25,06	23,00
MURCIA	14,50	26,25	-	(8,00)	-
NAVARRA	12,55	23,21	22,00	24,36	22,00
ONTENIENTE	12,55	25,06	-	25,06	-
ORENSE	14,20	25,44	24,00	26,25	24,00
PALENCIA	12,55	23,21	-	23,88	-
PAMPLONA MUNICIPAL	11,00	22,10	-	19,56	-
PLASENCIA	12,00	23,21	-	23,88	-
POLLENSA	15,30	23,88	-	23,88	-
PONTEVEDRA	14,75	26,56	-	27,44	-
POSTAL	13,92	22,00	-	(2,00)	-
RIOJA	12,55	22,00	-	22,00	-

(Continuación) 5
Situación al día 30 de abril de 1990

CAJAS DE AHORRO	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
RONDA	13,55	28,07	25,00	27,44	25,00
SABADELL	13,92	27,44	25,00	27,44	25,00
SAGUNTO	13,65	28,65	—	28,65	—
SALAMANCA	12,55	26,56	—	(4,00)	—
SAN SEBASTIAN MUNICIPAL	13,00	21,00	—	(4,06)	—
SANTANDER	14,75	21,00	21,00	(6,00)	—
SEGOVIA	14,75	20,39	19,00	20,39	19,00
SEVILLA MONTE	10,00	23,21	22,00	(5,09)	—
SEVILLA SAN FERNANDO	11,22	25,06	23,00	(5,09)	(5,00)
SORIA	13,50	18,00	—	(4,00)	—
TARRAGONA	13,00	22,00	—	(5,00)	—
TARRASA	14,00	25,65	23,50	25,65	—
TOLEDO	14,00	22,10	—	(6,00)	—
TORRENTE	15,87	25,06	23,00	25,06	23,00
VALENCIA	10,56	27,44	25,00	27,44	25,00
VALENCIA PROVINCIAL	14,00	25,06	23,00	25,06	23,00
VALLADOLID POPULAR	12,01	21,00	20,00	(4,06)	(4,00)
VALLADOLID PROVINCIAL	12,01	21,00	20,00	(5,09)	(5,00)
VIGO	14,00	26,56	25,00	27,44	25,00
VILLAFRANCA DEL PENEDES	12,50	27,44	—	(3,00)	—
VITORIA	13,65	24,32	—	(4,00)	—
ZAMORA	13,65	23,00	—	(5,00)	—
TOTAL					
<i>Media simple</i>	13,34	24,23	23,08	25,14	23,45
ENTIDADES OFICIALES DE CREDITO					
BANCO DE CREDITO AGRICOLA	14,75	21,00	—	19,25	—
BANCO DE CREDITO INDUSTRIAL	14,20	24,32	—	25,06	—
BANCO HIPOTECARIO	—	21,00	20,00	(6,14)	(6,00)
BANCO DE CREDITO LOCAL	—	17,72	17,00	19,25	18,00
<i>Media simple</i>	14,48	21,01	18,50	20,81	17,00

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

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas durante el mes de mayo de 1990

Código	Nombre	Fecha	Concepto
BANCOS			
0068	BANCO CANTABRICO, S.A.	03.05.90	Cambio de denominación social por BANCO DE GESTION E INVERSION FINANCIERA, B.G.F., S.A., y domicilio social a Doctor Fleming, 34.-28036 Madrid.
DEMÁS ENTIDADES (Ley 26/1988)			
4741	PROLEASING, S.A., S.A.F.	03.05.90	Cambio de denominación social por MENHIR LEASING, S.A., S.A.F.
8208	PROGRESO HIPOTECARIO, S.A., S.C.H.	03.05.90	Cambio de denominación social por MENHIR HIPOTECARIO, S.A., S.C.H.
4384	ASISTENCIA INFORMATICA INMOBILIARIA, S.A.	04.05.90	Alta con domicilio social en Avda. Diagonal, 612, 3.º, 16 bis.-08021 Barcelona.
8239	MADRID HIPOTECARIA, S.C.H., S.A.	24.05.90	Alta con domicilio social en Eloy Gonzalo, 10.-28010 Madrid.
4837	MADRID LEASING CORPORACION, S.A.F., S.A.	24.05.90	Alta con domicilio social en Eloy Gonzalo, 10.-28010 Madrid.
8793	FINANMADRID, S.A., E.F.	24.05.90	Alta con domicilio social en Eloy Gonzalo, 10.-28010 Madrid.

