

**BANCO
DE
ESPAÑA**

boletín económico

septiembre 1991

SIGNOS UTILIZADOS

- ... Dato no disponible.
- Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
- » Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.
- ∅ Referido a datos anuales (1970 ∅) o trimestrales indica que éstos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que éstos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
- * Indica que la serie se refiere a datos desestacionalizados.
- 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.
- M_1 Oferta monetaria = Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
- M_2 M_1 + Depósitos de ahorro.
- M_3 Disponibilidades líquidas = M_2 + Depósitos a plazo.
- ALP Activos líquidos en manos del público = M_3 + OAL (otros activos líquidos en manos del público).
- T_j^i Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.

Indice

	<u>Página</u>
Evolución monetaria	5
Cuentas financieras de las empresas no financieras y de las familias (1982-1990)	13
Un estudio del cambio de régimen de la variable instrumental del control monetario en España	33
Inversión y restricciones financieras: evidencia en las empresas manufactureras españolas	37
La circulación fiduciaria: distorsiones en su evolución	41
Información del Banco de España	45
Tipos de interés activos libres declarados por bancos, cajas de ahorro y entidades oficiales de crédito. Situación a 31 de julio y 31 de agosto de 1991	46
Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España	56
Registros oficiales de entidades. Variaciones producidas durante los meses de agosto y septiembre de 1991	57
Publicaciones recientes del Banco de España	60
Indicadores económicos	61
Artículos y publicaciones del Banco de España	109

Evolución monetaria

Según los datos provisionales, los activos líquidos en manos del público (ALP) crecieron en agosto un 3,3 %, en tasa intermensual anualizada. De esta forma, el crecimiento de dicho agregado en los ocho meses transcurridos del año se sitúa en el 11,1 %. La caída tan acusada de la tasa de crecimiento en agosto contiene, sin embargo, un fuerte componente errático, y de hecho los datos correspondientes a las dos primeras decenas del mes de septiembre muestran una importante aceleración.

Las estimaciones disponibles sobre el mercado de pagarés de empresa apuntan a un crecimiento sostenido en las carteras del público que viene registrándose desde abril de este año. De esta forma, el agregado amplio de liquidez formado por ALP más pagarés de empresa creció en agosto un 4 %, alcanzando una tasa acumulada desde principios de año del 11,5 %. A pesar de la moderación registrada en el ritmo del avance de este agregado la expansión acumulada rebasa aun, significativamente, el límite superior de la banda de objetivos definida para el año.

La considerable desaceleración de los ALP en agosto se debió, principalmente, a la fuerte disminución del ritmo de aumento de los depósitos bancarios, con una tasa intermensual del 6 %, frente a una tasa media del 21,5 % en los tres meses anteriores.

El saldo de valores públicos disminuyó en 49 mm, como consecuencia de los descensos experimentados en las tenencias de pagarés del Tesoro y

1. Agregados monetarios (Ø)

	Saldos	Variación intermensual (T _i)				Variación acumulada desde		
	mm	%				DIC de 1990 (%)		
	1991	1991				1991		
	AGO (p)	JUN	JUL (p)	AGO (p)	JUN	JUL (p)	AGO (p)	
Activos líquidos en manos del público (ALP)	48.366	11,9	10,3	3,3	12,6	12,2	11,1	
Disponibilidades líquidas (M3)	37.191	29,2	14,0	6,3	18,9	18,2	16,6	
<i>Efectivo</i>	4.894	30,2	3,3	14,8	25,3	21,9	21,0	
<i>Depósitos de la banca</i>	16.360	28,4	10,1	56,7	17,1	16,1	20,5	
<i>Depósitos de las cajas</i>	14.166	30,3	19,2	-31,5	18,7	18,7	10,8	
<i>Otros depósitos (a)</i>	1.771	25,9	42,6	-9,0	20,0	23,0	18,4	
Otros activos líquidos	11.026	-32,9	-15,1	-7,9	-0,4	-2,7	-3,3	
<i>Títulos públicos (b)</i>	9.764	-39,9	-16,1	-5,7	-0,3	-2,8	-3,1	
<i>Otros activos (c)</i>	1.262	61,8	-7,2	-23,2	-0,9	-1,8	-4,8	
PRO MEMORIA:								
ALP más pagarés de empresa	50.842	13,1	11,1	4,0	12,9	12,7	11,5	

Fuente: Banco de España.

(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 a IX-4.

de cesiones de deuda a medio y largo plazo, de 118 mm y 99 mm, respectivamente, compensado, en gran parte, por un fuerte aumento de las letras del Tesoro en manos del público (168 mm). Este crecimiento de las letras del Tesoro refleja una notable recuperación de la demanda, favorecida por las sucesivas elevaciones de los tipos de las emisiones del Tesoro a un año y de las cesiones a tres meses del Banco de España, en contraposición al clima existente en el período mayo-julio, en el que el saldo de letras en las carteras del público cayó en 1.002 mm.

En cuanto al resto de los componentes de ALP no computables, destaca el crecimiento del efectivo en manos del público, cuya tasa intermensual se situó en agosto en el 15 %, después de la brusca desaceleración que registró en junio (3,4 %), con lo que establece su ritmo de avance desde diciembre en el 21 %, recuperando el dinamismo experimentado a lo largo del presente año.

Respecto a las contrapartidas de ALP, la información provisional disponible correspondiente al avance de los balances bancarios de agosto apunta a un crecimiento para el crédito interno a empresas y familias de un 15,7 % en tasa intermensual anualizada,

que sitúa la expansión acumulada del año en el 13,6 %. No obstante, un análisis correcto de esta variable requiere adoptar una perspectiva más dilatada, dada la acusada variabilidad que presentan los datos a fin de mes con los que esta serie está construida. Así, el crecimiento medio de los cinco últimos meses es ligeramente superior al 8 %, frente al registrado en el primer trimestre del año, que fue del 23 %.

Incorporando la financiación captada mediante la emisión de pagarés de empresa, la financiación total obtenida por el sector privado creció en agosto un 16,2 %, ascendiendo al 14 % el crecimiento acumulado a lo largo del año. Si bien se observa un considerable dinamismo del saldo de los pagarés de empresa en manos del público, el crecimiento medio del agregado crediticio ampliado con pagarés de empresa se ha reducido desde el 23 %, entre enero y marzo, hasta el 10 %, entre abril y agosto.

El crédito interno a las Administraciones Públicas experimentó en agosto un ligero crecimiento, 0,9 %, idéntico al registrado en julio, que sitúa la tasa de expansión en los ocho primeros meses del año en el 1,2 %. Estas cifras continúan mostrando la importan-

2. Financiación a empresas y familias

	Saldos en mm			Tasas de crecimiento %			Variación acumulada desde DIC de 1990 (%)		
	1991			1991			1991		
	JUN	JUL (p)	AGO (p)	JUN	JUL (p)	AGO (p)	JUN	JUL (p)	AGO (p)
				T_1					
SERIE DESESTACIONALIZADA:									
Crédito interno (a)	41.974	42.017	42.531	15,4	1,3	15,7	15,5	13,4	13,6
				T_{12}					
SERIES ORIGINALES:									
Crédito interno (a)	41.987	42.484	42.298	12,1	11,3	11,7			
Crédito	39.480	...	...	12,2	...	...	
Banca	23.642	...	...	12,0	...	...	
Cajas	11.464	...	...	13,6	...	...	
Resto	4.374	...	...	9,7	...	...	
Valores y mercados monetarios	2.506	...	...	12,0	...	...	
PRO MEMORIA:									
Crédito interno más pagarés de empresa	44.394	44.481	45.040	13,9	12,9	13,1			

Fuente: Banco de España.

(a) 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		
		1990	1991			AGO 1991		SEP 1991
		DIC	JUN	JUL	AGO	2.ª dec	3.ª dec	1.ª dec
BANCO DE ESPAÑA:								
Subasta de CBE (a)	10 d	14,7	12,8	12,8	12,7	12,8	12,6	12,6
Compras de CBE	1 d	15,1	12,8	12,7	12,6	12,6	12,6	12,6
Préstamos de regulación monetaria	1 d	17,0	—	—	—	—	—	—
Cesiones de deuda	3 m	—	11,7	12,1	12,3	—	12,3	12,3
TESORO:								
Emisión de pagarés	18 m	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Subasta de letras (a)	12 m	14,5	11,6	12,0	12,3	12,3	12,3	—
Subasta de bonos (a)	3 a	—	—	—	—	—	—	11,7
	5 a	—	—	—	—	—	—	11,7
Subasta de obligaciones	10 a	—	11,2	—	—	—	—	11,7
INTERBANCARIO:								
Depósitos	1 d	14,9	12,7	12,7	12,6	12,7	12,6	12,6
	3 m	15,1	12,5	12,8	12,7	12,8	12,6	12,4
	6 m	15,2	12,3	12,7	12,7	12,8	12,5	12,4
Dobles con letras del Tesoro	3 m	14,1	11,4	11,9	12,1	12,1	12,1	12,1
	6 m	14,2	11,6	11,8	12,0	12,1	12,0	—
Dobles con pagarés del Tesoro	3 m	3,7	4,3	4,9	0,5	—	0,5	2,2
	6 m	4,5	5,3	5,4	2,9	3,2	—	4,2
Letras del Tesoro al vencimiento	12 m	14,5	11,6	11,9	12,2	12,2	12,2	12,1
BANCARIOS:								
Depósitos de la banca	1-2 a	11,3	10,7	10,6	...	...	...	...
Depósitos de las cajas	1-2 a	10,7	10,5	10,1	...	...	...	...
Crédito de la banca residente								
<i>A interés fijo</i>	1-3 a	17,5	16,1	16,0	...	...	...	...
<i>Preferencial</i>	3 m	14,7	13,8	13,8	13,7	...	...	...
Cto. de la b. extranjera a int. vble.		16,2	13,7	13,8	...	...	...	...
Crédito de las cajas								
<i>A interés fijo</i>	1-3 a	17,5	16,3	16,1	...	...	...	...
OTROS:								
Deuda pública anotada	2 a o más	14,5	11,9	12,1	12,1	12,20	11,93	11,71
Obligaciones eléctricas	3 a o más	14,9	12,2	11,6	12,1	12,01	12,20	12,03

Fuente: Banco de España.

(a) Tipo de interés marginal.

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

cia de la financiación recibida mediante la colocación de valores públicos a no residentes (1.229 mm). Si esta financiación proveniente del exterior hubiese sido nula, la tasa acumulada del crédito interno a este sector habría alcanzado una tasa en torno al 15 %.

La contrapartida exterior de ALP contribuyó de forma expansiva al crecimiento de este agregado en agosto. Ello fue resultado de un aumento en las reservas centrales por valor de 680 millones de dólares, así como de una reducción en la posición cortada de las entidades delegadas de 827 millones de dólares. Por su parte, los saldos en pesetas convertibles descendieron en unos 100 mm.

En las dos primeras decenas de agosto el Banco de España mantuvo su tipo básico de referencia en el 12,75 %, nivel vigente desde la tercera decena de mayo. No obstante, a partir del día 19 el Banco decidió adoptar un tono más moderado en la instrumentación monetaria, en respuesta a los acontecimientos políticos que se desencadenaron en la Unión Soviética y la consiguiente inestabilidad que transmitieron a los mercados financieros. Así, el mismo día 19 redujo en una décima el tipo de intervención diaria contra deuda, y al día siguiente 0,2 puntos adicionales. El Banco consolidó, en parte, el descenso de los tipos diarios en la subasta de certificados de la tercera decena de agosto, con una reducción de 0,15 pun-

tos en el tipo marginal, situándolo en el 12,60 %. Este mismo tipo se ha practicado en las dos primeras subastas decenales de certificados celebradas en septiembre.

El mercado interbancario de depósitos se caracterizó, hasta el 19 de agosto, por una gran estabilidad en los tipos a un día, situados en media en el 12,67 %, y por ligeros descensos en los correspondientes a plazos más largos. En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos, en tasas anuales equivalentes, continuó mostrándose una pendiente moderadamente negativa.

A partir de entonces, influidos por el descenso de los tipos de intervención del Banco de España, los tipos interbancarios registraron caídas generalizadas, que fueron más importantes en las operaciones a largo plazo. Este mayor descenso en los plazos largos cabe atribuirlo, también, a la reaparición de expectativas bajistas en los tipos de interés de las letras a tres meses y un año, tras la repetición, a lo largo de agosto, de los respectivos tipos marginales marcados a finales de julio y principios de agosto.

Entre la tercera decena de julio y la primera de septiembre, la caída de tipos del mercado interbancario de depósitos ha sido de 0,08 puntos en las operaciones a un día, de 0,22 para las de un mes y de 0,50 para las de 3, 6 y 12 meses, presentando actualmente la curva de rendimientos una pendiente negativa, al haberse situado los niveles de tipos en el 12,60 % para operaciones a un día y en el 12,58 %, 12,40 %, 12,35 % y 12,3 % para los plazos de uno, tres, seis y doce meses. Con ello, los tipos a largo de este mercado se han aproximado, notablemente, a los de la emisión de letras del Tesoro y de las cesiones de este activo a tres meses.

En los mercados primarios de deuda del Estado hay que destacar la recuperación, en agosto, de la demanda de valores públicos, inducida, en un primer momento, por aumentos de los tipos marginales del Tesoro y, posteriormente, por las expectativas de descenso de los tipos de interés. En efecto, mientras en la subasta de letras del día 2, en la que se elevó el tipo marginal tres décimas, hasta el 12,34 %, apenas se renovó el 50 % de los 280 mm que vencían, en la del día 16 se colocaron 181 mm (un 140 % de reno-

4. Intervención del Banco de España

	1991	1991			AGO 1991		
	AGO	JUN	JUL	AGO	1.ª dec	2.ª dec	3.ª dec
Saldos		VARIACIONES ABSOLUTAS (a)					
Activos de caja	1.635	45	42	-14	2	-15	4
CONTRAPARTIDAS:							
Circulación fiduciaria (b)	-5.433	-163	-244	-27	-103	58	90
Otros factores	5.978	908	616	-291	-489	-111	12
Sector exterior	6.590	341	-33	40	-13	34	23
Crédito al sector público	2.072	595	773	-622	-494	-370	-107
Cartera de letras del Tesoro	584	-28	5	391	122	140	283
Otros fondos públicos	240	34	11	-11	3	0	-1
Certificados del BE (b)	-3.120	0	0	1	0	0	0
Cuentas diversas (b)	-388	-34	-141	-90	-107	86	-186
Operaciones con las instituciones financieras	1 090	-700	-330	304	594	38	-97
Préstamos de regulación monetaria (c)	1.331	-710	-219	539	362	169	175
Cesiones temporales de deuda (b)	-491	45	-80	-253	2	-141	-284
Otros	251	-34	-31	19	229	10	11
		NIVELES MEDIOS EN PORCENTAJES					
EXCEDENTES DE CAJA:							
Sistema bancario	...	0,036	0,035	0,029	0,035	0,026	0,025
Bancos	...	0,047	0,047	0,042	0,050	0,039	0,037
Cajas	...	0,238	0,020	0,013	0,018	0,010	0,011

Fuente: Banco de España.

(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.

vación), y en la correspondiente al día 30, con repetición del marginal, la emisión bruta ascendió a 593 mm, frente a los 103 mm que vencían. En esta última subasta se adjudicó la práctica totalidad de las peticiones realizadas. Por último, en la del 13 de septiembre, el volumen de peticiones al mismo marginal anterior alcanzó 978 mm, ante lo cual el Tesoro recortó 0,187 puntos, adjudicando 310 mm con unas amortizaciones de 93 mm.

Respecto a las cesiones de letras a tres meses, se colocaron al mismo marginal que la anterior (12,25 %) volúmenes considerables: 233 mm el día 9, 283 mm el día 23, 189 mm el 6 de septiembre. En la correspondiente al día 20 la adjudicación fue de 43 mm, con un descenso de 0,15 puntos porcentuales en el tipo marginal, que quedó establecido en el 12,10 %.

Asimismo, la demanda de deuda a medio y largo plazo se recuperó en la subasta del día 29, correspondiente a la emisión de septiembre, después de quedar desiertas durante dos meses consecutivos. Para ello, el Tesoro tuvo que elevar entre 0,3 y 0,4 puntos los tipos marginales, aproximándolos notablemente con los negociados en el mercado secundario. Con ello, colocó en la fase competitiva los siguientes volúmenes: 61 mm en bonos a tres años, al 11,72 %; 25 mm en bonos a cinco años, al 11,68 %, y 25 mm en obligaciones a diez años, con un marginal del 11,69 %.

En el mercado secundario de deuda a medio y largo plazo, las rentabilidades negociadas en operaciones a vencimiento cayeron a lo largo de agosto y de la primera decena de septiembre en casi un punto en los bonos a tres años, en 0,75 puntos en los de cinco años y medio punto en las obligaciones a diez años, situándose, por tanto, en torno al 11,70 %, 11,60 % y 11,50 %, respectivamente. En las operaciones con letras del Tesoro, las rentabilidades negociadas a plazos entre 6 y 12 meses se han reducido 2 décimas, hasta alcanzar el 12 %.

La demanda de pagarés del Tesoro se ha mostrado muy reticente, especialmente por parte de las entidades bancarias, ante la perspectiva de desaparición del coeficiente de inversión en diciembre de 1992. En las dos emisiones ordinarias de agosto y en la primera de septiembre se colocaron 105 mm, 32 mm y 17 mm, lo que supone unos porcentajes de renovación del 48 %, del 28 % y del 22 %, respectivamente. En las tres emisiones extraordinarias de agosto y primeros quince días de septiembre, las colocaciones alcanzaron un importe global de 84 mm. Todas estas colocaciones resultaron insuficientes para atender la demanda del mercado secundario, por lo que los tipos de interés registraron valores muy negativos en varias ocasiones. Por lo que se refiere al canje de pagarés del Tesoro por deuda especial, el

nominal que ha ejercido esta opción en agosto ha sido tan sólo de 2,5 mm.

El descenso de tipos de interés se ha reflejado también en el mercado de pagarés de empresa. Aunque los tipos de emisión se mantuvieron en el mes de agosto en torno al 12,65 %, en las emisiones de septiembre han descendido alrededor de medio punto.

Durante el mes de agosto, los mercados cambiarios internacionales se han caracterizado por una fuerte volatilidad de los tipos de cambio, inducida por los acontecimientos políticos y económicos sucedidos a lo largo del mes.

En las dos primeras semanas de dicho mes, el dólar mantuvo la tendencia depreciatoria iniciada en semanas anteriores. Este comportamiento tuvo su origen en la reducción del 0,25 % en el tipo de interés de los fondos federales, en la incertidumbre de los agentes en torno a una rápida recuperación de la economía americana, junto a las expectativas de mayores tensiones en los mercados monetarios alemanes.

En este contexto, los aumentos de 0,25 puntos del tipo lombard y de un punto en el tipo de descuento alemán el día 15, ya descontados por el mercado, unidos a la publicación de los favorables indicadores económicos de Estados Unidos, produjeron una apreciación de la divisa norteamericana. A partir del 19 de agosto, y como consecuencia del intento de golpe de Estado en la Unión Soviética, el dólar cotizó al alza, con especial intensidad frente al marco alemán, a pesar de las intervenciones concertadas de los bancos centrales en apoyo de la divisa germa-

5. Tipos de interés extranjeros (Ø)

Medias mensuales

	1990		1991	
	DIC	JUN	JUL	AGO
EUROMERCADOS A 3 MESES:				
Dólar	7,8	6,1	5,9	5,6
Franco suizo	8,7	7,9	7,7	7,8
Marco	9,2	8,8	9,0	9,1
Yen	8,2	7,6	7,4	7,2
Franco francés	10,1	9,5	9,4	9,4
Libra esterlina	13,6	11,1	11,0	10,7
ECU	10,3	9,9	9,9	9,8
Media ponderada (a)	8,7	7,8	7,7	7,6
Diferencial medio (b)	6,4	4,6	5,1	5,1

Fuente: Banco de España.

(a) Media de los tipos de las siete monedas antes citadas, ponderada 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.

na. Sin embargo, una vez fracasada la intentona golpista el tipo de cambio del dólar frente al marco experimentó rápidos descensos, volviendo a los niveles de principios de agosto.

En el conjunto del mes de agosto, el dólar se depreció, en términos de medias mensuales, un 2,4 % frente al marco alemán y un 0,8 % frente al yen japonés.

En el ámbito del Sistema Monetario Europeo (SME) hay que destacar la recuperación del marco alemán como tercera moneda más fuerte del sistema. La posición de mayor fortaleza se centró en los días previos a la subida de los tipos de interés y, fundamentalmente, tras el fracaso de los episodios involucionistas en la Unión Soviética.

Respecto al resto de divisas del SME, al igual que en meses anteriores, las monedas de tipos de interés elevados, tales como la peseta, la lira italiana y la libra esterlina, continuaron capitalizando los momentos de debilidad del marco alemán. De este modo, la peseta mantuvo la posición de mayor fortaleza durante todo el mes, con especial intensidad en los días 19 y 20, en los que llegó a alcanzar el nivel de 62 PTA/DM, cayendo ligeramente su cotización en los días posteriores.

En términos de medias mensuales, la peseta se apreció en agosto un 2,8 % frente al dólar, un 0,3 % frente al marco y un 0,7 % frente a los países de la CEE.

En los primeros quince días de septiembre, la moneda germana ha mantenido una tendencia apre-

6. Tipos de cambio (Ø)

	Variaciones (%) (a)						
	1991	Mensuales			Mensuales acumuladas desde DIC 1990		
		1991			1991		
		AGO	JUN	JUL	AGO	JUN	JUL	AGO
TIPOS DE CAMBIO NOMINALES:							
Del dólar frente a:							
Marco	1,75	3,9	0,2	-2,4	19,7	20,0	17,1
Yen	136,84	1,3	-1,4	-0,8	4,9	3,5	2,7
Países desarrollados (b) (c)	...	...	...	...	...	...	...
De la peseta frente a:							
Dólar	109,00	-4,5	-0,6	2,8	-14,5	-15,0	-12,6
Franco suizo	71,67	0,5	0,6	0,8	2,7	3,4	4,2
Marco	62,44	-0,8	-0,4	0,3	2,4	2,0	2,3
Yen	79,65	-3,3	-2,0	2,0	-10,2	-12,0	-10,3
Libra esterlina	183,37	0,1	-0,7	0,7	0,3	-0,4	0,3
Franco francés	18,38	-0,7	-0,4	0,4	2,3	1,9	2,4
CEE (b) (c)	103,32	-0,5	-0,5	0,4	1,8	1,4	1,8
Países desarrollados (b) (c)	109,88	-1,4	-0,6	0,9	-2,0	-2,6	-1,7
Principales acreedores (d) (e)	1113,87	-2,3	-0,6	1,6	-6,4	-6,9	-5,4
TIPOS DE CAMBIO REALES (f):							
De la peseta frente a:							
Dólar (d)	...	-4,5	0,5	...	14,0	13,6	...
CEE (b) (c)	120,97	-0,6	0,3	1,0	1,7	2,0	3,0
Países desarrollados (b) (c)	128,10	-1,3	0,3	1,4	-2,1	-1,8	-0,4

Fuente: Banco de España.

(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 1980/82=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. 22 a 23. Boletín Estadístico, cuadros XX-51 a XX-53.

ciatoria, reforzada, en parte, por el descenso de 0,5 puntos porcentuales en el tipo de descuento americano, que lo sitúa en el 5 %, y por las expectativas en torno al mantenimiento de una política monetaria restrictiva por parte del Bundesbank, en tanto no cedan las tensiones inflacionistas.

Por su parte, el Banco de Inglaterra redujo, a principios de septiembre, en 0,5 puntos porcentuales su tipo de intervención como consecuencia del débil pulso que continúa registrando la economía británica y ante los buenos resultados de la inflación en los últimos meses. Inicialmente la cotización de la libra apenas se vio afectada. Sin embargo, se depreció ligeramente en días posteriores, ante la perspectiva de un posible adelanto de las elecciones generales.

En esta coyuntura, la peseta se depreció, al comenzar la segunda decena de septiembre, frente a todas las monedas del SME, hecho que se relaciona, por un lado, con la recuperación del marco, cuyos movimientos suelen afectar con mayor intensidad a las monedas con banda ancha, y, por otro, con el descenso de los tipos de interés en los mercados españoles. No obstante, su posición, como moneda más fuerte del sistema, se mantiene estable.

20-IX-1991.



Cuentas financieras de las empresas no financieras y de las familias (1982-1990)

Este artículo ha sido realizado por Pedro L. Abad, de la Oficina de Estadística y Central de Balances, a partir de la información elaborada por las distintas unidades de dicha Oficina, para construir las Cuentas Financieras de la Economía Española.

1. INTRODUCCION

Las cuentas financieras proporcionan una perspectiva integrada de los flujos financieros de la economía. Reflejan no sólo cómo se materializan las decisiones de los agentes económicos de endeudamiento o adquisición de activos financieros, sino que también aportan información adicional para comprender los aspectos no financieros de la actividad económica.

La reciente edición de las Cuentas Financieras de la Economía Española incluye información separada para el período 1982-1990 sobre las operaciones financieras y los saldos de activos y pasivos financieros de las familias y empresarios individuales, de un lado, y de las empresas no financieras, de otro, que hasta la publicación del año pasado sólo se presentaban conjuntamente.

En este artículo se pretende, además de resaltar la utilidad de esta información de síntesis para el conocimiento de la actividad financiera de la economía española, destacar algunos de los aspectos más relevantes del comportamiento financiero de las empresas no financieras y de las familias durante estos años, que anteriormente resultaban más difíciles de valorar al carecer de cuentas financieras separadas.

Para ello se ha considerado útil incluir un epígrafe previo de carácter metodológico donde se precisan algunos aspectos relativos al ámbito del sector empresas no financieras y familias, y se señalan las fuentes estadísticas utilizadas para elaborar las cuentas separadas de sus dos componentes. Los siguientes apartados se centran en analizar, primero, las cuentas de las familias, y después, las correspondientes a las empresas no financieras. Posteriormente, se realizan algunas consideraciones sobre el crecimiento observado en los últimos años del endeudamiento del sector conjunto de familias y empresas no financieras y, en general, sobre el de la economía española. Por último, en un apéndice, se recogen los esquemas y cuadros que se utilizan en este trabajo. Para homogeneizar la información temporalmente todos los conceptos se presentan en relación al valor del producto interior bruto de la economía.

2. MARCO CONCEPTUAL, FUENTES ESTADÍSTICAS Y OTRAS CUESTIONES DE CARÁCTER METODOLÓGICO

Las cuentas financieras se enmarcan dentro de la contabilidad nacional (1). En ellas se recogen los flujos de activos y pasivos financieros entre los distintos sectores en los que se sectoriza la economía española y entre éstos y el resto del mundo. En este contexto, el sector «Empresas no financieras y familias» se compone de dos subsectores claramente diferenciados: «Empresas no financieras», de un lado, y «Familias (incluidos empresarios individuales) e Instituciones privadas sin fines de lucro», de otro.

Bajo la denominación de empresas no financieras se incluye el conjunto de unidades económicas cuya actividad principal consiste en producir bienes y servicios, de cuya venta obtienen básicamente sus recursos, es decir, comprende las empresas, públicas y privadas, de carácter no financiero. Para elaborar las cuentas de este subsector, la información de base se identifica porque estas unidades habitualmente utilizan el Número de Identificación Fiscal (NIF) en sus transacciones económicas, lo que permite diferenciarlas de los particulares, que utilizan el Documento Nacional de Identidad (DNI). (A partir de 1991 los particulares también utilizan en sus transacciones económicas un NIF que les identifica como tales por la diferente estructura alfanumérica.)

Las familias obtienen sus recursos de su trabajo y de las rentas de su propiedad y tienen como finalidad principal consumir, si bien en algunos casos pueden actuar como productores (o empresarios individuales). En este caso resulta imposible diferenciar el patrimonio afecto a cada actividad, por lo que se presentan conjuntamente; no obstante, sí puede conocerse la finalidad de algunas operaciones, como ocurre con los créditos recibidos.

Junto con las familias se incluyen residualmente las Instituciones privadas sin fines de lucro, las cuales son entidades con personalidad jurídica propia que, básicamente, se financian mediante aportaciones voluntarias de las familias, a las cuales prestan sus servicios de modo gratuito. No se dispone de unas cuentas completas de estas entidades, por lo que su inclusión en este subsector se refiere a

las informaciones parciales que aparecen en las distintas fuentes estadísticas.

Los sistemas de contabilidad nacional agrupan las operaciones económicas en un conjunto integrado de cuentas cuyos saldos tienen relevancia económica. Como se ha señalado anteriormente, la cuenta financiera recoge los flujos de activos y pasivos financieros cuyo saldo neto se denomina ahorro financiero neto. Este saldo es equivalente a la capacidad o necesidad de financiación, que es como se denomina el saldo de la cuenta de capital en la contabilidad nacional, es decir, al exceso o déficit de ahorro de un sector después de financiar su formación bruta de capital fijo y atender a otros gastos netos de capital; sin embargo, esta equivalencia teórica puede no tener su reflejo en la práctica, debido a diferencias de carácter metodológico y al hecho de que son distintas las fuentes estadísticas existentes para conocer las operaciones financieras y las no financieras.

En el esquema 1 se señala el ámbito de las fuentes estadísticas utilizadas para elaborar las cuentas de las empresas no financieras y familias, y en el esquema 2 se detallan, para cada una de las rúbricas, los instrumentos financieros que comprenden, la fuente de donde procede la información y el método de valoración. En general, el procedimiento de elaboración puede definirse como indirecto (1), en la medida que, con excepción de las rúbricas de emisiones de valores y de los créditos comerciales, se integra información procedente de las fuentes estadísticas de los demás sectores de contrapartida o que se obtiene de modo residual. Para garantizar la fiabilidad de los resultados obtenidos se cuida especialmente que la sectorización de la información de base, la definición de las operaciones y los criterios de valoración de las distintas fuentes estadísticas sean homogéneos, pues, de otro modo, las cuentas de este sector recogerían los errores incurridos en los demás sectores.

Los datos que proceden de los sectores sujetos a una regulación contable más estricta, especialmente las instituciones de crédito y las empresas de seguro, pueden considerarse bastante fiables; por el contrario, los mayores problemas surgen en las rúbricas para las que se dispone de una fuente estadística

(1) Las Cuentas Financieras de la Economía Española se elaboran, básicamente, siguiendo los criterios establecidos por el Sistema Europeo de Cuentas Económicas Integradas (SEC), de la Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas, y por el Sistema de Cuentas Nacionales, de la Oficina de Estadística de las Naciones Unidas, teniendo en cuenta las peculiaridades del sistema financiero español y las disponibilidades de información existentes.

(1) Una alternativa a este procedimiento consiste en elaborar las cuentas, total o parcialmente, a partir de informaciones de carácter censal o muestral, en cuyo caso, además, sería preciso extrapolar los resultados al total de la economía nacional. Entre las primeras se encuentra la información derivada de las declaraciones de impuestos, y entre las segundas, la realización de encuestas o los datos procedentes de la Central de Balances.

propia, ante la dificultad de extrapolar los datos al total de la población. Así ocurre en el caso de la Central de Balances, para conocer el saldo vivo de créditos comerciales y de valores de renta variable emitidos, y en el de los valores depositados en las Entidades de Depósito, para estimar la distribución de las tenencias de valores entre las empresas no financieras y las familias.

La cuenta financiera puede presentarse conjuntamente con la cuenta de capital en un cuadro de flujos de fondos, en el que el ahorro y la variación neta de pasivos financieros constituyen los principales recursos y la formación bruta de capital fijo y la variación neta de activos financieros los principales empleos. Surge el problema antes mencionado de la discrepancia que existe entre los conceptos «ahorro financiero neto», o saldo de la cuenta financiera, y «capacidad/necesidad de financiación» o saldo de la cuenta de capital. Una forma de superarlo consiste en explicitar una rúbrica de ajuste entre ambos saldos, la cual resulta de difícil interpretación económica; por el contrario, otra posibilidad es obtener el ahorro bruto por diferencia entre el ahorro financiero neto y el resto de las operaciones de capital, de modo que incorpora junto al ahorro estimado en la cuenta de utilización de renta la partida de ajuste antes mencionada. Esta segunda solución es la utilizada en esta nota, debido a que su interés se centra en analizar la interdependencia de las decisiones de acumulación de activos reales y financieros, endeudamiento y ahorro.

En este contexto, la riqueza financiera total de un sector está formada por el volumen de sus activos financieros, y el endeudamiento total por el saldo vivo de todos sus pasivos financieros, excluidas las acciones que forman parte del patrimonio neto de las empresas. La diferencia entre ambos conceptos puede definirse como riqueza financiera neta o endeudamiento neto de un sector, según sea positiva o negativa.

Si bien es cierto que el significado económico de algunos de los activos y pasivos financieros que figuran en el sector de empresas no financieras y familias es sólo relativo, no hay que olvidar que su consideración obedece al carácter integrado de las cuentas financieras, por el cual los activos y pasivos de un sector constituyen pasivos y activos de otros. Este es el caso de la rúbrica residual de «otros», donde se incluyen diversas situaciones deudas por intereses pendientes de cobro o pago de las instituciones de crédito, derechos pendientes de liquidación y obligaciones pendientes de pago de las Administraciones Públicas, etc., que son consideradas como tales en los sectores de donde procede la in-

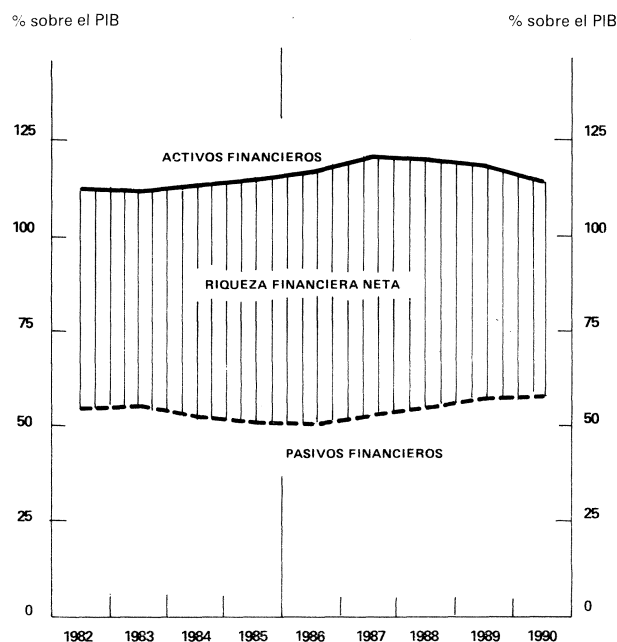
formación y cuya sectorización a partir de la información disponible persigue no atribuir a este sector activos y pasivos financieros que no le corresponden.

En cuanto a los pasivos (créditos) exteriores que figuran en las cuentas de las familias, su importe es la contrapartida de las adquisiciones de inmuebles de no residentes, que en los sistemas de contabilidad nacional son consideradas como realizadas por una unidad ficticia residente. De este modo, la formación bruta de capital fijo se asigna a la economía nacional (el bien permanece en el país), que a su vez adquiere el mencionado pasivo frente al exterior. En los últimos años el importe de estas operaciones ha tenido una cierta importancia, representando en torno al 10-13 % de la formación bruta de capital fijo que aparece recogida en las familias, aproximadamente un 0,5-0,7 % del PIB, lo que de hecho implica que la capacidad de financiación real de las familias ha sido superior en dicha cuantía.

3. FAMILIAS

El gráfico 1 refleja la evolución de los *activos y pasivos financieros* de las familias en relación al PIB, cuyos datos figuran en el cuadro 1. Según esta información, el endeudamiento total de las familias aumentó significativamente a partir de 1986, estabilizándose en 1990 como consecuencia de las restric-

1. Activos y pasivos financieros de las familias

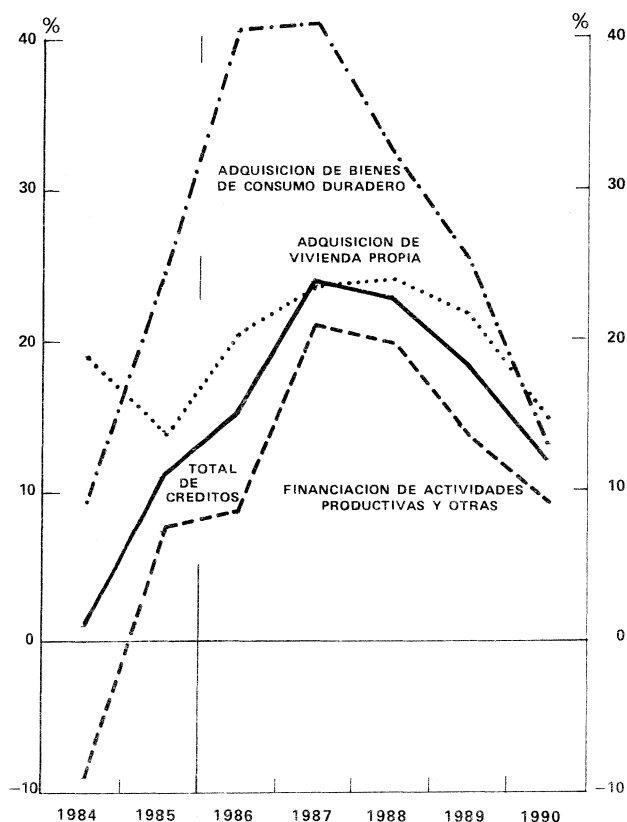


Fuente: Banco de España.

ciones crediticias impuestas por el Banco de España, de la desaceleración del crecimiento del empleo y del empeoramiento de las expectativas ocurrido en este último año. Durante el período 1986-1990, las familias, animadas por la favorable coyuntura de la economía española, financiaron en mayor medida que en años anteriores sus gastos, principalmente de adquisición de viviendas y de bienes de consumo duradero (gráfico 2), con cargo a sus rentas futuras, impulsando así el crecimiento de sus pasivos. Al mismo tiempo, las importantes ventas de acciones efectuadas por las familias desde 1987 y la caída de las cotizaciones bursátiles asociada en 1990 a la incertidumbre creada por la crisis del Golfo Pérsico, han supuesto una reducción de la riqueza financiera de las familias. Como consecuencia de lo anterior, durante los últimos años se ha producido un progresivo deterioro de la riqueza financiera neta de las familias.

En 1990, las familias sufrieron las limitaciones establecidas al crecimiento del crédito bancario en

2. Créditos concedidos por las instituciones de crédito a las familias Tasa de crecimiento



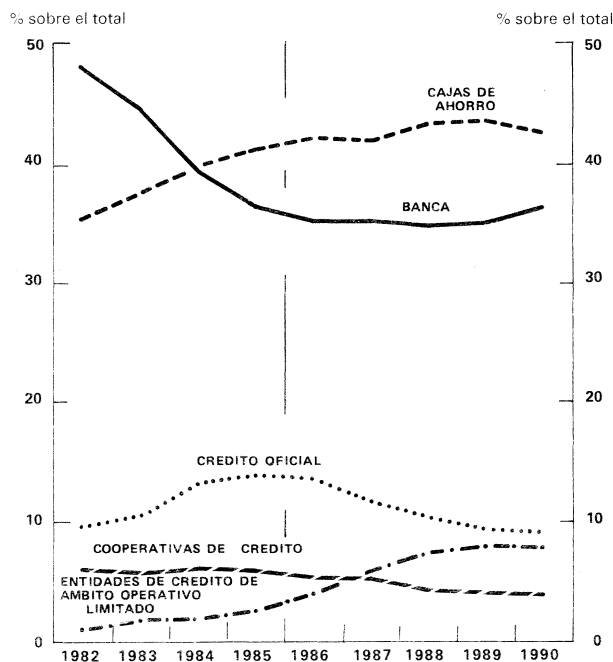
Fuente: Banco de España.

mayor medida que las empresas no financieras, las cuales desplazaron la captación de recursos hacia la emisión de pagarés de empresa. Según la información disponible, este proceso fue en gran medida estimulado por los bancos, lo que permitió a estas entidades reconducir su financiación hacia las familias, frenando así la tendencia observada en este segmento del mercado de crédito en los años anteriores, caracterizada por una pérdida de importancia de los bancos frente a las cajas de ahorro y a las entidades de crédito de ámbito operativo limitado (gráfico 3).

Respecto a la evolución de la riqueza financiera de las familias, se aprecia una cierta estabilidad, en relación al PIB, del agregado formado por el efectivo y los depósitos de todo tipo, que conjuntamente representan más del 60 % del total, y por los valores a corto plazo y las obligaciones, produciéndose trasvases de unos a otros activos según las condiciones de los mercados financieros en cada período. Durante 1990 se ha acentuado la preferencia por los instrumentos más líquidos, reflejo de la mayor incertidumbre sobre el curso futuro de la economía, de los altos tipos de interés vigentes y del desarrollo de las cuentas de alta remuneración.

En cuanto a la cartera de valores de renta variable, el crecimiento registrado hasta 1987 se debe, princi-

3. Créditos concedidos por las instituciones de crédito a las familias, por agentes



Fuente: Banco de España.

palmente, a la elevación de las cotizaciones bursátiles, que se revalorizaron en torno a un 350 % entre 1984 y 1989 en datos medios anuales. No obstante, durante los tres últimos años, las familias se han desprendido de una parte sustancial de los valores acumulados en el pasado, en favor de los no residentes, lo cual explica, junto con la caída de la bolsa en 1990, la disminución de la riqueza financiera registrada en estos años. Según la información disponible, el flujo neto de ventas netas de valores de renta variable se estima en 291,5 mm, 544,2 mm y 211,8 mm en 1988, 1989 y 1990, respectivamente, importes que representan un tercio de las adquisiciones netas de acciones realizadas por no residentes en estos años.

Un activo financiero de creciente importancia en la composición de la riqueza financiera de las familias son las reservas técnicas de seguro, en concreto, las reservas matemáticas de vida y de jubilación. Bajo esta denominación se incluyen en las cuentas financieras: a) los fondos internos constituidos por la banca y las cajas de ahorro para garantizar el pago de las pensiones de sus trabajadores, y b) las provisiones matemáticas realizadas por las empresas de seguro privado, las entidades de previsión social y los fondos de pensiones, como consecuencia de las primas de seguro de vida y los planes de pensiones contratados. No obstante, actualmente apenas representan un 6 % de la riqueza financiera de las familias, porcentaje muy inferior al de otros países como Alemania, Estados Unidos y Japón, con más de un 20 %.

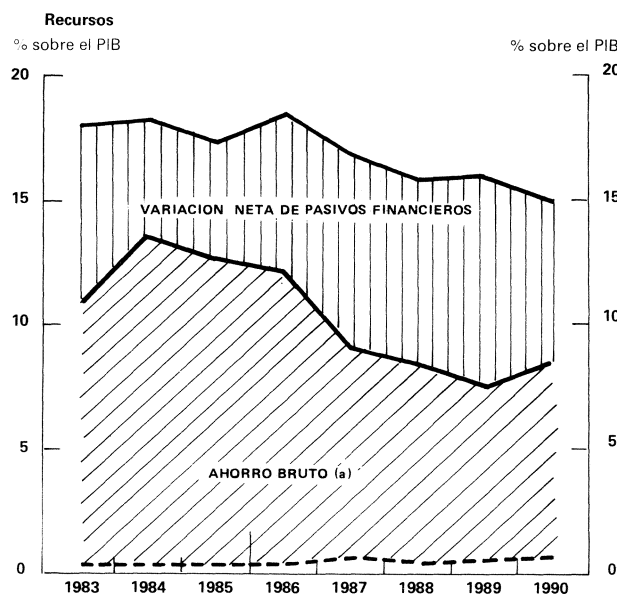
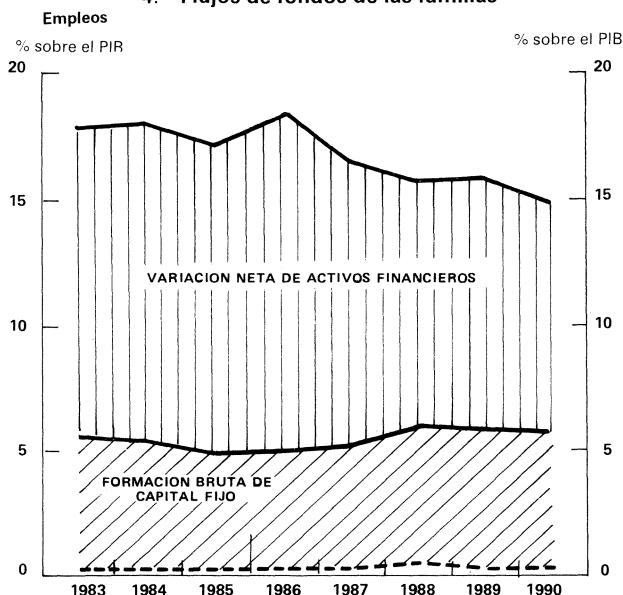
Por último, la interpretación de los créditos comerciales, tanto concedidos como recibidos por los empresarios individuales, debe hacerse con cautela, dada la dificultad de su estimación. En general, se observa una pérdida de importancia relativa derivada del desarrollo de los mercados financieros y del peso creciente de éstos en la canalización de los flujos financieros de la economía, si bien también puede reflejar el endurecimiento de las condiciones de financiación a los clientes y quizás un menor peso de este tipo de empresas en el conjunto de la actividad económica.

La evolución de los activos y pasivos financieros descrita anteriormente estuvo determinada por un considerable cambio en el comportamiento financiero de las familias en cuanto a la composición y utilización de los flujos de fondos disponibles (cuyos importes figuran en el cuadro 2) hacia una mayor importancia, hasta 1990, del endeudamiento en detrimento del ahorro, en el lado de los recursos, y de la formación bruta de capital fijo, en particular de la adquisición neta de viviendas, como forma de materia-

lizar la riqueza, en el lado de los empleos (gráfico 4). Como resultado de ello, la capacidad de financiación de las familias al resto de los sectores de la economía se redujo progresivamente, resultando insuficiente en los últimos años para cubrir las necesidades financieras de las empresas no financieras, como ocurre habitualmente en los demás países desarrollados (gráfico 8).

La fuerte recuperación observada en el ahorro financiero neto de las familias en 1990, tras el mínimo

4. Flujos de fondos de las familias



Fuentes: Banco de España e INE.

(a) Obtenido a partir de las cuentas financieras y de capital.

alcanzado en el año anterior, hay que matizarla teniendo en cuenta las modificaciones introducidas en 1989 en la normativa fiscal, tales como el RDL 51/1989, que elevó al 25 % el tipo de las retenciones de los rendimientos de capital y, sobre todo, el retraso en las devoluciones negativas del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) de 1988, que finalmente se produjo a principios de 1990. Así, una vez considerados los ajustes oportunos, y aun teniendo en cuenta los efectos de esos cambios sobre el gasto de las familias, el ahorro financiero neto de 1989 habría estado más próximo al de 1988 y la recuperación de 1990 sería menor.

Como se ha señalado anteriormente, el comportamiento de las familias durante este período se ha caracterizado por la disminución de su *ahorro bruto* (desde el 13 % del PIB en 1984 hasta el 6,8 % en 1989, recuperándose ligeramente en 1990 hasta el 7,6 %, según la información aquí utilizada) y, consecuentemente, por la mayor proporción que los recursos ajenos han tenido en la financiación de los gastos de inversión. Además del menor peso que la renta bruta disponible de las familias tiene en la renta nacional, derivado del crecimiento de la de las Administraciones Públicas, se ha producido una caída de la tasa de ahorro familiar, como consecuencia, entre otros factores, de la redistribución de la presión fiscal de modo favorable a las rentas con una mayor propensión al consumo, de los incentivos que el actual sistema fiscal proporciona para la financiación crediticia de la adquisición de viviendas frente al ahorro financiero y de los efectos derivados de las revalorizaciones bursátil e inmobiliaria. No obstante, es interesante señalar que si la adquisición de automóviles (y de otros bienes de consumo duradero) se considerase como una inversión, dado que están destinadas a constituir un activo que será consumido en un período dilatado de tiempo, la reducción del ahorro familiar producida durante el período 1984-1989 hubiese sido 1,6 puntos porcentuales menor.

Las decisiones de gasto de los agentes y su financiación son simultáneas. Por ello, no se puede separar el crecimiento del endeudamiento de las familias que reflejan las cuentas financieras del incremento del gasto en adquisición de viviendas (notablemente superior a la formación bruta de capital fijo que sólo recoge las de nueva construcción) y de las compras de automóviles y otros bienes de consumo duradero producido durante estos años. Este mayor endeudamiento ha sido posible e incluso incentivado por la liberalización y desarrollo de los mercados financieros, que ha permitido una mejor distribución en el tiempo de las decisiones de gasto de las familias en función de sus expectativas sobre

la evolución de sus rentas, de los tipos de interés, de los precios relativos y de los incentivos fiscales. En este sentido, las restricciones crediticias vigentes en 1990 afectaron significativamente al gasto de bienes duraderos, que en el caso de los automóviles disminuyó cerca de un 15 % (0,7 puntos porcentuales en relación al PIB), favoreciendo la recuperación de la tasa de ahorro familiar.

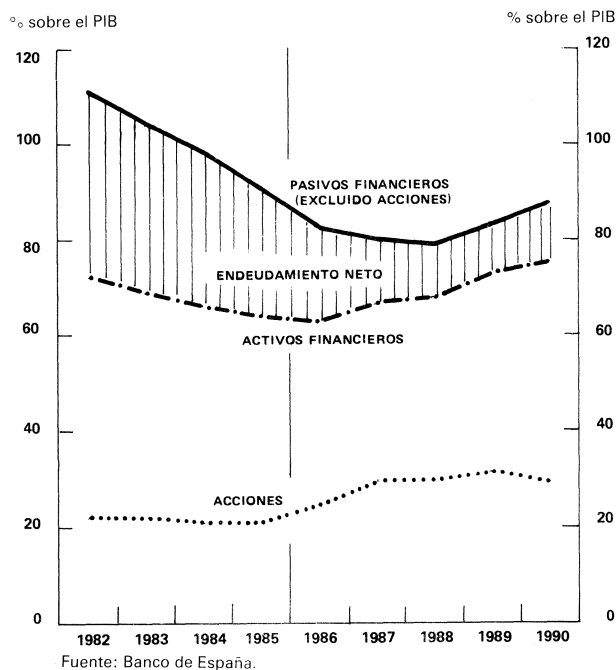
Los efectos sobre las decisiones de gasto y endeudamiento de las revalorizaciones bursátil e inmobiliaria antes mencionadas son importantes, aunque difíciles de cuantificar. Es posible que determinados sujetos persigan como objetivo el mantenimiento de un cierto nivel de riqueza, de modo que las revalorizaciones de determinados activos sean consideradas como rentas de carácter extraordinario sobre las que tendrán una elevada propensión al consumo. Esto parece confirmarse por el hecho de que durante los últimos años las familias han vendido una parte importante de su cartera de acciones obteniendo fuertes plusvalías, que sin embargo no forman parte de su renta disponible en la contabilidad nacional. Además, la revalorización de la riqueza de las familias posibilita un mayor endeudamiento, dado que constituye la mejor garantía frente a las instituciones de crédito. Ambos factores han incidido, pues, en una disminución del ahorro de las familias.

4. EMPRESAS NO FINANCIERAS

El cuadro 3 recoge los *activos y pasivos financieros* de las empresas no financieras. En el período 1982 a 1988 las empresas no financieras redujeron intensamente su endeudamiento total desde el 110 % hasta el 79 % en relación al PIB; sin embargo, en los dos últimos años éste ha aumentado rápidamente, hasta representar el 87 % del PIB, como consecuencia de los elevados recursos necesarios para mantener el proceso expansivo en el que las empresas no financieras se encontraban inmersas y de los menores niveles de ahorro que han generado (gráfico 5).

Los créditos constituyen la principal fuente de financiación ajena de las empresas no financieras, significando —en 1990— el 83,4 % del total del saldo vivo de sus pasivos financieros —excluidas las acciones—. De este total, el 48,9 % son créditos concedidos por las instituciones de crédito, principalmente por la banca (gráfico 6). Los títulos emitidos a corto plazo y los títulos de renta fija apenas representan un 10,4 % del total. El elevado peso de los créditos comerciales en los balances de las empresas, que representa cerca del 25,1 % del endeudamiento total, refleja la importancia de este tipo de financiación en la actividad empresarial.

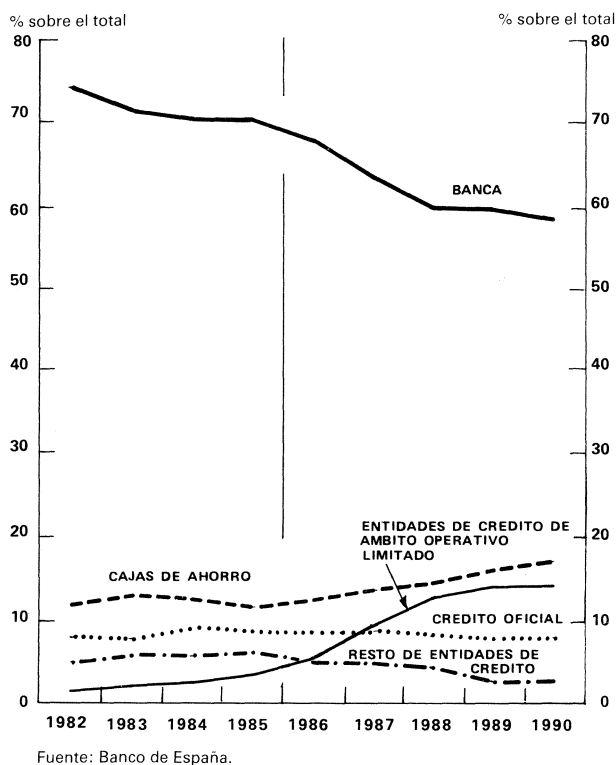
5. Activos y pasivos financieros de las empresas no financieras



Por otro lado, los activos financieros de las empresas no financieras representan –en 1990– el 74,8 % de PIB. El principal activo financiero son los créditos comerciales, que significan el 46 % del total. El efectivo y los depósitos, los valores a corto plazo y las obligaciones, con un 27,8 %, 5,7 % y 1,7 % del total, dan una idea de los volúmenes de liquidez disponibles por las empresas no financieras. La liquidación de inversiones o la disponibilidad de fondos líquidos en previsión de ellas, o también la propia actividad comercial, justifican el incremento experimentado en los últimos años y reflejan la importancia que una eficiente gestión de tesorería puede tener actualmente en la generación de recursos.

La disminución continua del endeudamiento neto de las empresas no financieras, desde el 38,4 % del PIB en 1982, hasta el 12,7 % en 1990, está asociada al aumento de los recursos propios producido en estos años. Sin embargo, no es posible cuantificar el patrimonio neto de las empresas no financieras, al igual que tampoco es posible en las familias, al no existir una valoración de sus activos reales.

6. Créditos concedidos por las instituciones de crédito a las empresas no financieras, por agentes

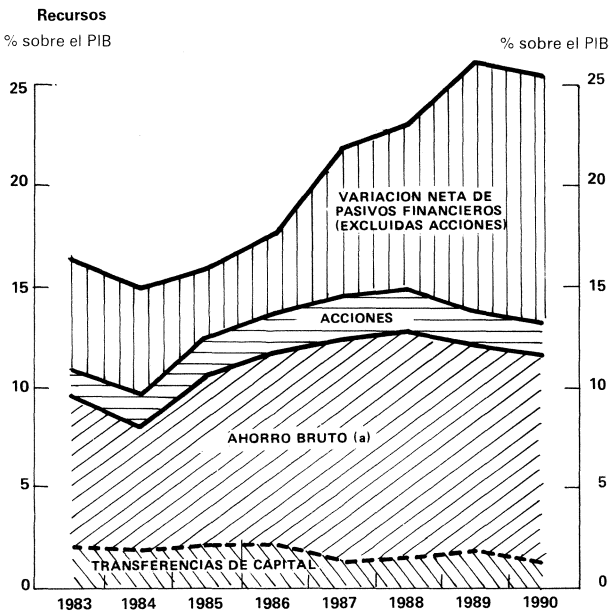
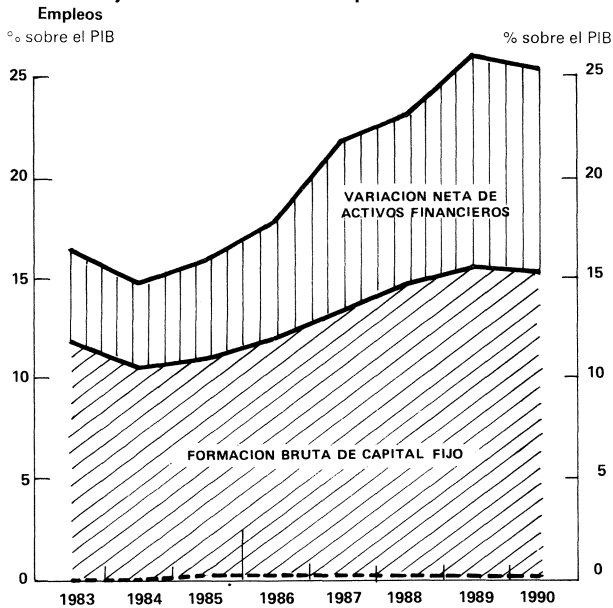


El cuadro 4 recoge los recursos de capital y financieros disponibles por las empresas no financieras. El aumento de los *flujos de fondos* disponibles en el período 1986 a 1989, uno de los más expansivos de la economía española, contrasta con la estabilidad mostrada anteriormente. El creciente esfuerzo inversor de las empresas no financieras –desde el 12 % del PIB en 1986 al 15 % en 1989– para renovar y ampliar su capital productivo ha estado acompañado de importantes inversiones financieras, tanto en activos líquidos como en créditos comerciales, como algo inherente al mayor dinamismo de la actividad empresarial existente durante este período (gráfico 7).

Los elevados volúmenes de ahorro generados por las empresas no financieras es uno de los factores que ha impulsado y ha contribuido a financiar el fuerte incremento de la inversión empresarial de estos años. Si, además, se incluyen las transferencias de capital recibidas y las emisiones de acciones, se obtiene que durante el período 1985-1988 el flujo neto de recursos propios de las empresas ha sido suficiente para financiar su formación bruta de capital fijo. El deterioro experimentado, en 1989 y 1990, por el ahorro financiero de las empresas ha sido consecuencia del mantenimiento de las altas tasas de inversión mientras su autofinanciación se ha reducido sustancialmente.

No obstante, la desaparición de la holgura financiera que ha caracterizado el comportamiento de las

7. Flujos de fondos de las empresas no financieras

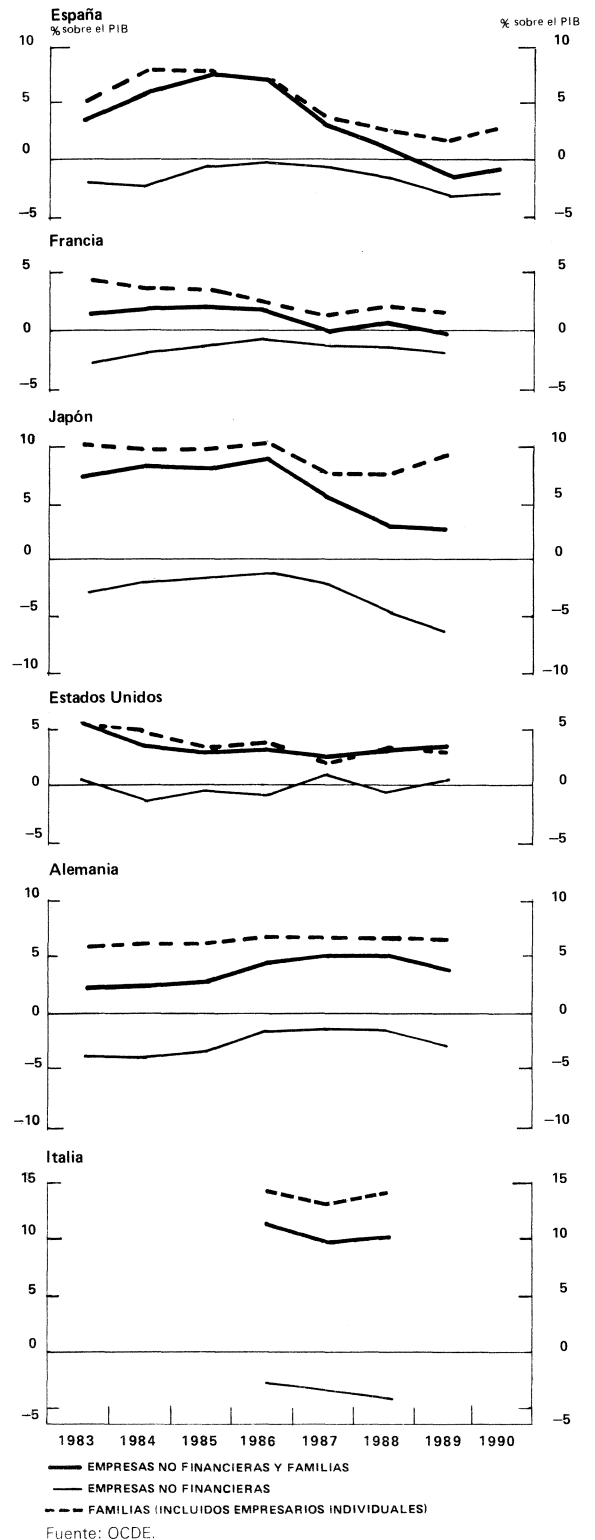


Fuentes: Banco de España e INE.

(a) Obtenido a partir de las cuentas financieras y de capital.

empresas no financieras en los últimos años, puede considerarse en línea con las necesidades financieras de las empresas existentes en otros países desarrollados, lo que significa, en cierto modo, una vuelta a la normalidad después de un período –1985 a 1988– en el que las empresas han gozado de una excepcional capacidad de financiación que las ha permitido reducir el endeudamiento generado en la situación de crisis anterior (gráfico 8).

8. Ahorro financiero neto de las empresas no financieras y familias (1983 - 1990)



5. ALGUNAS CONSIDERACIONES SOBRE EL ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS Y FAMILIAS

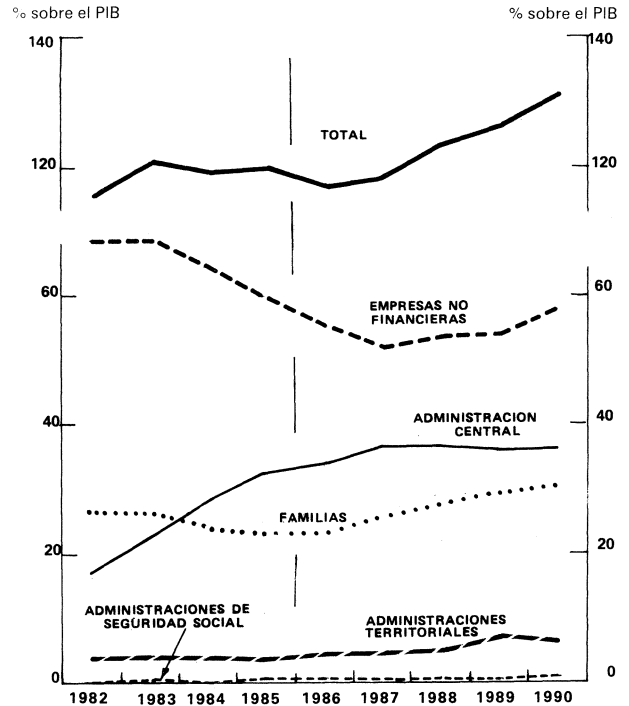
La consecuencia directa de un mayor endeudamiento de las familias y de las empresas no financieras es un incremento de los compromisos de pago que tienen que atender, derivados de la amortización del principal de los pasivos contraídos y de su carga de intereses. Por este motivo, un excesivo endeudamiento podría considerarse inestable para el sistema financiero, y consecuentemente para la actividad económica, si en el futuro no se confirmasen las expectativas de renta de los deudores, lo que repercutiría, sin duda, en la situación financiera de los acreedores; y ello con independencia de que tal situación llegue a ocurrir por un exceso de confianza de los prestatarios, o porque se produzca una contracción económica.

El cuadro 5 recoge el *endeudamiento de los sectores no financieros* de la economía española, es decir, de las empresas no financieras y familias, y de las Administraciones Públicas. La definición de endeudamiento utilizada hasta ahora en un sentido amplio se ha acotado en este apartado, de modo que sólo se incluyen en ella los pasivos de carácter oneroso sujetos a un calendario explícito de devolución; en concreto comprende: *a)* los valores emitidos a corto plazo y las obligaciones; y *b)* los créditos, en sentido estricto, concedidos por las instituciones de crédito y el resto del mundo (1); los cuales representan los flujos de financiación canalizados por el sistema financiero. No se consideran, por tanto, los pasivos de las instituciones de crédito y de las empresas de seguro debido a que son la contrapartida de otros activos financieros.

Como pone de relieve el gráfico 9, en el período 1983-1987 la disminución del endeudamiento de las empresas no financieras y de las familias fue acompañado por el aumento de el de las Administraciones Públicas, de modo que el endeudamiento de los sectores no financieros de la economía española permaneció constante, en torno al 119 % del PIB; por el contrario, en los tres últimos años, en consonancia con el progresivo deterioro experimentado por la balanza de pagos, el endeudamiento ha crecido significativamente, hasta representar el 131 % del PIB a finales de 1990.

(1) No se consideran los valores no negociables ni los créditos del resto del mundo que constituyen la contrapartida de las compras de inmuebles por no residentes.

9. Endeudamiento de los sectores no financieros de la economía española (a)



Fuente: Banco de España.

(a) Incluye: *a)* valores a corto plazo, *b)* obligaciones, *c)* créditos concedidos por instituciones de crédito, y *d)* créditos exteriores.

La estabilidad mostrada en el primer período, a pesar de la variabilidad de los factores (tasa de inflación, tipos de interés, tasa de crecimiento de la renta, etc.) que inciden en la propensión a endeudarse de los individuos, pone de manifiesto, por un lado, el efecto desplazamiento en los mercados financieros que ha supuesto la financiación de los déficit públicos y, por otro, sugiere que en última instancia los factores que determinan el endeudamiento total de la economía proceden de la voluntad y capacidad de los sectores acreedores para aumentar su riesgo, en especial de las instituciones de crédito que absorben más del 80 % del total, lo cual refleja el alto grado de intermediación existente en los flujos de financiación de la economía española. Una parte significativa del incremento del volumen de deuda registrado en los últimos años ha sido absorbido por estas entidades, como contrapartida no sólo del crecimiento de sus pasivos financieros sino también de los elevados niveles de capacidad de financiación interna que han generado.

Como resultado del mayor endeudamiento y de los altos tipos de interés vigentes, la carga financiera (estimada a partir de los datos de la contabilidad na-

cional y de las cuentas financieras) soportada por las empresas no financieras y las familias (vease gráfico 10) ha crecido, especialmente en los dos últimos años, más rápidamente que sus rentas —antes del pago de intereses y de los impuestos que las gravan—, lo que puede inducir a un debilitamiento temporal de la demanda privada e incluso podría suponer la aparición de dificultades para hacer frente a las obligaciones adquiridas, como de hecho indica el aumento de un 20 % del índice de morosidad de la banca y las cajas de ahorro registrado en el último año.

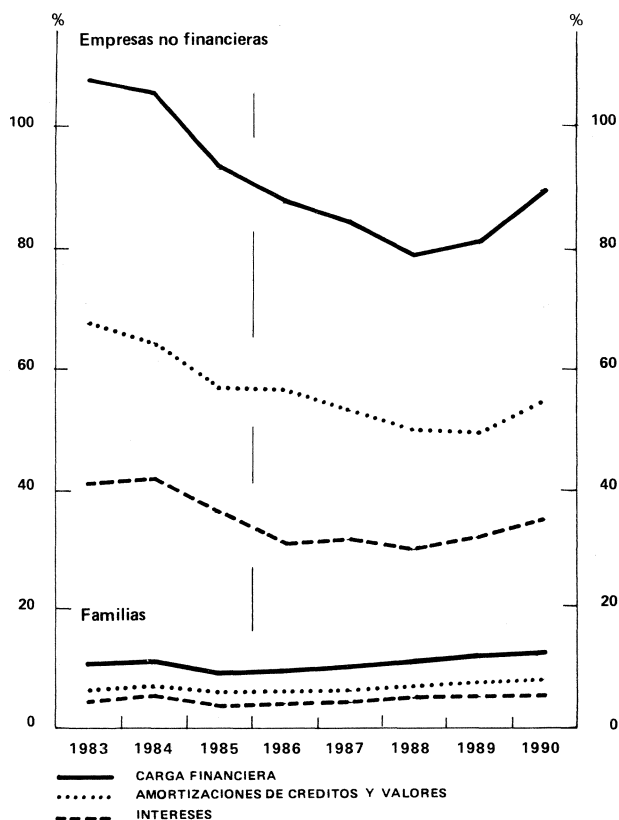
Es previsible que en el futuro se produzca un incremento de los fallidos soportados por las entidades de crédito, que actualmente representan un 0,5 % del saldo vivo de créditos, menos de la mitad de lo que representaban en 1986. Como consecuencia de ello, las entidades deberán dedicar mayores recursos a sanear sus balances, lo que puede incidir en una contención de los flujos de financiación que conceden.

La medición del endeudamiento de las familias en relación a la riqueza aporta información adicional para conocer su situación financiera, dado que su liquidación constituye, además de las rentas generadas en el período, una fuente de recursos para atender a la carga financiera. Aunque no se dispone de una valoración de la riqueza total de las familias, es evidente la sustancial mejora experimentada en este indicador tras varios años de fuerte revalorización inmobiliaria. Por otro lado, posiblemente este mayor endeudamiento ha facilitado un aumento de la vivienda en propiedad y, como consecuencia de ello, una disminución de los pagos de alquileres de las familias, que compensaría en parte el crecimiento de su carga financiera. No obstante, los datos agregados utilizados en esta nota no permiten conocer la distribución de endeudamiento entre los distintos niveles de renta y la riqueza, y por tanto, valorar en profundidad las repercusiones del aumento registrado en los últimos años.

Finalmente, los efectos sobre el sistema financiero del crecimiento en el endeudamiento de las empresas y familias de los últimos años depende no tanto de su situación financiera actual, como del desarrollo futuro de la actividad económica y de en qué medida las rentas generadas por este sector resulten suficientes para cumplir los compromisos adquiridos.

30-VIII-1991.

10. Carga financiera sobre la renta (a)



Fuente: Banco de España.

(a) Antes del pago de intereses, dividendos e impuestos.

APENDICE

Salvo que se indique lo contrario, la fuente utilizada en este apéndice es: Cuentas Financieras de la Economía Española (1981-1990), Banco de España. Los datos de contabilidad nacional para los años 1980-1988 corresponden a los de la Contabilidad Nacional de España que elabora el INE, y para el período 1989-1990 son estimaciones del Banco de España incluidas en dicha publicación.

ESQUEMA 1 Descripción de las fuentes estadísticas

Estados contables de instituciones de crédito y empresas de seguro.	Elaborados con distintas periodicidades, permiten a los organismos encargados de su supervisión (Banco de España, Comisión Nacional del Mercado de Valores y Dirección General de Seguros) conocer la situación patrimonial y los resultados de la actividad de estas entidades.
Central de Información de Riesgos.	Recopila las declaraciones de riesgos, directos e indirectos, contraídos con particulares u otras entidades no declarantes que superan determinados importes, por lo que se considera una muestra. La información se sectoriza a partir de los NIF.
Estadísticas de las Administraciones Públicas.	Principalmente, estadísticas de ejecución de los presupuestos.
Registro de caja y deuda exterior.	<p>Ambas estadísticas son generadas por el vigente control de cambios. El registro de caja se elabora a partir de las comunicaciones que de sus operaciones en moneda extranjera realizan las entidades delegadas al Banco de España. Entre los datos que contienen dichas comunicaciones figura el DNI o el NIF, que permiten identificar al titular de la operación. Esto se ha aprovechado para sectorizar la información.</p> <p>La deuda exterior se elabora a partir de los documentos utilizados para el control del endeudamiento en moneda extranjera de los residentes.</p>
Central de Balances.	Recopila los estados contables de las empresas financieras que voluntariamente se los remiten. Además de las informaciones parciales que se utilizan, constituye un contraste de los resultados obtenidos.
Información de los mercados de valores.	<p>Estadísticas de emisiones de valores y saldos vivos de valores en circulación elaboradas por el Banco de España a partir de información facilitada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y Estadísticas de Autorizaciones de Inversiones Extranjeras en España.</p> <p>Estado anual «Títulos valores depositados-gestionados por la entidad», que elaboran las Entidades de Depósito y remiten al Banco de España.</p> <p>Información de la Central de Anotaciones de Deuda Anotada.</p>

ESQUEMA 2
Fuentes estadísticas y valoración

<i>Rúbricas</i>	<i>Fuentes estadísticas</i>	<i>Valoración</i>
Activos financieros		
Efectivo y depósitos transferibles, y otros depósitos, en:		
<ul style="list-style-type: none"> • Instituciones de crédito y empresas de seguro (a). 	Estados contables de instituciones de crédito y empresas de seguro.	Saldos: Valor contable. Flujos: Variación de saldos.
<ul style="list-style-type: none"> • Administraciones Públicas (moneda metálica). 	Balance del Banco de España.	
<ul style="list-style-type: none"> • Resto del mundo. 	Banco Internacional de Pagos.	
Valores a corto plazo (b).		Saldos: Se obtiene residualmente, deduciendo del saldo vivo de títulos el importe de la cartera de los demás sectores. Flujos: Se obtiene residualmente, deduciendo de las emisiones netas el importe de las adquisiciones netas de los demás sectores.
		La separación entre empresas no financieras y familias se realiza tomando como muestra los valores depositados en el sistema bancario y, desde 1987, de la Central de Anotaciones en cuenta para la deuda pública (80 % del total).
Obligaciones (c).		Idem. Valores a corto plazo.
Valores de renta variable:		
<ul style="list-style-type: none"> • Acciones. 		Idem. Valores a corto plazo.
<ul style="list-style-type: none"> • Otras participaciones (en el resto del mundo). 	Registro de caja.	Saldos: Acumulación de flujos. Flujos: Valor de la transacción.
Créditos concedidos a:		
<ul style="list-style-type: none"> • Empresas no financieras y familias. 	Central de Balances.	Saldos: En las empresas no financieras, la relación de créditos concedidos/créditos recibidos en la misma que la de clientes/proveedores de la Central de Balances. Los créditos concedidos por las empresas no financieras (calculados según el procedimiento anterior) y por las familias, mantienen la misma proporción que los efectos comerciales descontados en el sistema bancario. Flujos: Variación de saldos.
<ul style="list-style-type: none"> • Resto del mundo. 	Registro de caja.	Saldos: Acumulación de flujos. Flujos: Valor de la transacción.
Reservas técnicas de seguro.	Estados contables de empresas de seguro.	Saldos: Valor contable. Flujos: Variación de saldos.
<ul style="list-style-type: none"> • Matemáticas de vida y jubilación. 		
<ul style="list-style-type: none"> • Otras reservas técnicas. 		La separación entre empresas no financieras y familias se realiza en base a los riesgos que cubren los ramos de seguro en los que se han generado.

ESQUEMA 2 (continuación)
Fuentes estadísticas y valoración

<i>Rúbricas</i>	<i>Fuentes estadísticas</i>	<i>Valoración</i>
Otros, frente a:		Saldos: Valor contable; Flujos: Variación de saldos.
• Instituciones de crédito y empresas de seguro (d).	Estados contables de instituciones de crédito y empresas de seguro.	La separación entre empresas no financieras y familias se realiza en base a la información contable de los sectores de origen o de las operaciones que las generan.
• Administraciones Públicas (e).	Estadísticas de las Administraciones Públicas.	
• Resto del mundo (f).	Registro de caja.	
Pasivos financieros		
Otros depósitos de:		
• Instituciones de crédito (g).	Estados contables de instituciones de crédito.	Saldos: Valor contable. Flujos: Variación de saldos.
Valores a corto plazo (h).	Estados contables de instituciones de crédito y Comisión Nacional del Mercado de Valores.	Saldos: Valor nominal. Flujos: Variación de saldos.
Obligaciones.	Estadísticas del Mercado de Valores elaboradas por el Banco de España y Comisión Nacional del Mercado de Valores.	Saldos: Valor nominal. Flujos: Variación de saldos.
Valores de renta variable.		Saldos: Comprende el saldo vivo de las emisiones realizadas de acciones cotizadas, valoradas a precios de mercado, y no cotizadas, valoradas por el nominal más la prima de emisión, más la parte de las inversiones extranjeras en España que no han sido canalizadas por Bolsa. Flujos: Emisiones netas de los mismos conceptos.
• Acciones.		
• Otras participaciones, frente a:		
– Administraciones Públicas.	Estadísticas de las Administraciones Públicas	Saldos: Acumulación de flujos. Flujos: Contrapartida de la deuda de empresas públicas asumida por el Estado menos regularizaciones.
– Resto del mundo.	Registro de caja.	Saldos: Acumulación de flujos. Flujos: Valor de la transacción.
Créditos concedidos por:		
• Instituciones de crédito.	Estados contables de las instituciones de crédito.	Saldos: Valor contable. Flujos: Variación de saldos ajustados de saneamientos.
		La separación entre empresas no financieras y familias se realiza en base a estados contables complementarios de la banca y las cajas de ahorro, y en el resto de entidades a partir de la información de la Central de Riesgos.
Administraciones Públicas.	Estadísticas de las Administraciones Públicas.	Saldos: Acumulación de flujos. Flujos: Valor de la transacción

ESQUEMA 2 (continuación)
Fuentes estadísticas y valoración

<i>Rúbricas</i>	<i>Fuentes estadísticas</i>	<i>Valoración</i>
• Empresas no financieras y familias.	Central de Balances.	Saldos: La relación créditos comerciales/créditos bancarios es la misma que la de la Central de Balances.
• Resto del mundo:		
– Comerciales y financieros.	Deuda exterior. Registro de caja.	Saldos: Tipo de cambio de fin de período. Flujos: Valor de la transacción.
– Por inversiones extranjeras en inmuebles.	Registro de caja.	Saldos: Acumulación de flujos. Flujos: Valor de la transacción.
Otros.		(Véase la misma rúbrica de activo).

- (a) Incluye: Billetes en circulación; depósitos a la vista, de ahorro y a plazo; adquisiciones temporales y participaciones de activos, y operaciones de seguro de las cajas de ahorro y de prima única de las empresas de seguro.
- (b) Incluye: Bonos de caja y tesorería, títulos hipotecarios y obligaciones subordinadas emitidos por el sistema bancario, pagarés del crédito oficial; pagarés del Tesoro, letras del Tesoro y pagarés forales, y letras, pagarés de empresa y transferencias no interbancarias de activos privados.
- (c) Incluye: Obligaciones del crédito oficial, deuda pública a medio y largo plazo, obligaciones de empresas, obligaciones emitidas por el exterior en poder de residentes, obligaciones en pesetas emitidas en España por organismos internacionales.
- (d) Incluye: Acreedores y deudores diversos, periodificaciones de intereses y desfases contables.
- (e) Incluye: Operaciones pendientes de pago, derechos pendientes de liquidación y otros desfases contables.
- (f) Recoge las discrepancias y las operaciones no clasificadas en la cuenta del resto del mundo.
- (g) Incluye: Cesiones temporales de activos.
- (h) Incluye: Pagarés de empresa y transferencias no interbancarias de activos privados.

1. Activos y pasivos financieros de las familias

mm y %

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
IMPORTE:									
Activos financieros (o riqueza financiera)	22.000,6	24.852,0	28.273,4	32.091,8	37.417,0	43.271,9	47.509,2	52.885,0	56.808,3
Efectivo y depósitos transferibles	3.072,4	3.393,1	3.791,5	4.269,3	4.709,7	5.277,4	6.379,8	7.615,3	10.132,0
Otros depósitos	11.304,1	13.015,1	15.025,6	16.641,7	18.233,8	20.499,1	22.318,2	24.311,9	25.625,8
Valores a corto plazo	296,3	464,9	430,0	659,7	1.147,6	1.180,2	1.111,5	2.191,9	2.626,8
Obligaciones	756,8	1.094,9	1.569,7	2.182,6	2.965,4	2.703,3	2.514,6	2.083,8	1.913,6
Valores de renta variable	3.080,5	3.066,1	3.343,9	3.840,6	5.123,8	7.257,4	7.478,5	7.893,1	7.268,6
Créditos comerciales	2.629,5	2.768,7	2.951,1	2.917,1	2.974,9	3.199,3	3.286,6	3.622,5	3.734,6
Reservas técnicas de seguro	365,5	427,1	517,8	682,7	1.096,2	1.588,7	2.672,8	3.184,3	3.669,0
Otros	495,5	622,1	643,8	898,1	1.165,6	1.466,5	1.747,2	1.982,2	1.837,9
Pasivos financieros (o endeudamiento total)	10.612,8	12.098,4	13.173,8	14.375,1	16.350,2	19.087,1	21.906,8	25.723,1	29.002,4
Créditos, concedidos por:	9.884,2	11.294,0	12.258,6	13.384,4	15.175,1	17.596,4	20.373,6	23.860,5	26.602,1
<i>Instituciones de crédito</i>	5.238,4	5.824,4	5.872,7	6.502,4	7.499,7	9.273,7	11.374,6	13.440,4	15.036,6
<i>Administraciones Públicas</i>	33,4	47,5	68,0	92,3	124,9	138,3	147,1	148,3	168,7
<i>Empresas no financieras y familias (a)</i>	4.181,8	4.878,0	5.635,8	5.948,0	6.518,5	6.931,0	7.331,2	8.447,9	9.328,5
<i>Resto del mundo (b)</i>	430,6	544,1	682,1	841,7	1.032,0	1.253,4	1.520,7	1.823,9	2.068,3
Créditos	728,6	804,4	915,2	990,7	1.175,1	1.490,7	1.533,2	1.862,6	2.400,3
Riqueza financiera neta (= Activos-Pasivos)	11.387,8	12.753,6	15.099,6	17.716,7	21.066,8	24.184,8	25.602,4	27.161,9	27.805,9
% SOBRE EL PIB:									
Activos financieros (o riqueza financiera)	112,4	111,8	112,6	113,8	115,8	119,8	118,3	117,5	113,4
Efectivo y depósitos transferibles	15,7	15,3	15,1	15,1	14,6	14,9	15,9	16,9	20,2
Otros depósitos	57,8	58,5	59,8	59,0	56,4	56,7	55,6	54,0	51,2
Valores a corto plazo	1,5	2,1	1,7	2,3	3,6	3,3	2,8	4,9	5,2
Obligaciones	3,9	4,9	6,3	7,7	9,2	7,5	6,3	4,6	3,8
Valores de renta variable	15,7	13,8	13,3	13,6	15,9	20,1	18,6	17,5	14,5
Créditos comerciales	13,4	12,5	11,8	10,3	9,2	8,9	8,2	8,0	7,5
Reservas técnicas de seguro	1,9	1,9	2,1	2,4	3,4	4,4	6,7	7,1	7,3
Otros	2,5	2,8	2,6	3,2	3,6	4,1	4,4	4,4	3,7
Pasivos financieros (o endeudamiento total)	54,2	54,4	52,5	51,0	50,6	52,8	54,5	57,1	57,9
Créditos, concedidos por:	50,5	50,8	48,8	47,5	46,9	48,7	50,7	53,0	53,1
<i>Instituciones de crédito</i>	26,8	26,2	23,4	23,1	23,2	25,7	28,3	29,9	30,0
<i>Administraciones Públicas</i>	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
<i>Empresas no financieras y familias (a)</i>	21,4	21,9	22,4	21,1	20,2	19,2	18,3	18,8	18,6
<i>Resto del mundo (b)</i>	2,2	2,4	2,7	3,0	3,2	3,5	3,8	4,1	4,1
Otros	3,7	3,6	3,6	3,5	3,6	4,1	3,8	4,1	4,8
Riqueza financiera neta (=Activos - Pasivos)	58,2	57,4	60,1	62,8	65,2	66,9	63,8	60,3	55,5
PROMEMORIA:									
PIB a precios de mercado	19.567,3	22.234,7	25.111,3	28.200,9	32.324,0	36.124,6	40.160,4	45.021,0	50.087,4

Fuente: Banco de España.

(a) Créditos comerciales.

(b) Adquisición de inmuebles por no residentes.

2. Flujos de fondos de las familias

mm y %

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
IMPORTE:								
EMPLEOS	3.954,8	4.505,2	4.834,2	5.905,4	5.961,0	6.248,3	7.087,1	7.402,2
Formación bruta de capital fijo (1)	1.149,1	1.252,8	1.265,2	1.459,1	1.702,9	2.137,7	2.430,6	2.665,2
Transferencias de capital (1)	42,2	53,4	65,2	64,4	75,7	108,9	106,2	124,1
Variación neta de activos financieros (2)	2.763,5	3.199,0	3.503,8	4.381,9	4.182,4	4.001,9	4.550,3	4.612,9
Efectivo y depósitos transferibles	320,7	398,4	477,8	440,4	667,6	1.002,4	1.235,6	2.516,7
Otros depósitos	1.711,0	2.010,4	1.616,1	1.592,1	2.265,4	1.819,0	1.993,7	1.314,0
Valores a corto plazo	168,6	-35,0	229,8	487,9	32,6	-68,7	1.080,4	434,9
Obligaciones	292,9	409,1	619,2	796,7	-206,2	-167,6	-445,8	-193,7
Valores de renta variable	-12,5	173,5	188,6	232,1	211,6	-291,5	-544,2	-211,8
Créditos comerciales	139,2	182,4	-34,0	57,8	224,4	87,3	335,9	112,1
Reservas técnicas de seguro	61,6	90,7	164,9	413,5	492,5	1.084,1	511,5	484,7
Otros	82,0	-30,5	241,4	361,4	494,5	536,7	383,2	156,0
RECURSOS	3.954,8	4.505,2	4.834,2	5.905,4	5.961,0	6.248,3	7.087,1	7.402,2
Ahorro bruto (3)	2.293,5	3.274,5	3.436,3	3.707,0	2.926,8	3.126,0	3.067,8	3.795,3
Transf. de capital y ventas netas de terrenos (1)	65,1	86,2	90,6	112,1	194,9	168,5	227,1	281,1
Variación neta de pasivos financieros (2)	1.596,2	1.144,5	1.307,3	2.086,3	2.839,3	2.953,8	3.792,2	3.325,8
Créditos, concedidos por:	1.442,9	996,9	1.185,7	1.877,6	2.483,7	2.834,8	3.517,9	2.765,4
Instituciones de crédito	619,1	80,6	689,6	1.084,2	1.836,4	2.158,6	2.096,7	1.620,1
Administraciones Públicas	14,1	20,5	24,3	32,6	13,4	8,8	1,2	20,3
Empresas no financieras y familias (a)	696,2	757,8	312,2	570,5	412,5	400,1	1.116,8	880,6
Resto del mundo (b)	113,5	138,0	159,6	190,3	221,4	267,3	303,2	244,4
Otros	153,3	147,6	121,6	208,7	355,6	119,0	274,3	560,4
AHORRO FINANCIERO NETO (=ACTIVOS - PASIVOS)	1.167,3	2.054,5	2.196,5	2.295,6	1.343,1	1.047,9	758,1	1.287,1
% SOBRE EL PIB:								
EMPLEOS	17,8	17,9	17,1	18,3	16,5	15,6	15,7	14,8
Formación bruta de capital fijo (1)	5,2	5,0	4,5	4,5	4,7	5,3	5,4	5,3
Transferencias de capital (1)	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2
Variación neta de activos financieros (2)	12,4	12,7	12,4	13,6	11,6	10,0	10,1	9,2
RECURSOS	17,8	17,9	17,1	18,3	16,5	15,6	15,7	14,8
Ahorro bruto (3)	10,3	13,0	12,2	11,5	8,1	7,8	6,8	7,6
Transf. de capital y ventas netas de terrenos (1)	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5	0,4	0,5	0,6
Variación neta de pasivos financieros (2)	7,2	4,6	4,6	6,5	7,9	7,4	8,4	6,6
AHORRO FINANCIERO NETO (=ACTIVOS-PASIVOS)	5,2	8,2	7,8	7,1	3,7	2,6	1,7	2,6

Fuentes: (1) 1983-1988, INE; 1989-1990, Banco de España. (2) 1983-1990, Banco de España. (3) Aproximación obtenida por diferencia, a partir de las demás operaciones de las cuentas de capital y financiera.

(a) Créditos comerciales.

(b) Adquisición de inmuebles por no residentes.

3. Activos y pasivos financieros de las empresas no financieras

mm y %

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
IMPORTE:									
Activos financieros (o riqueza financiera)	14.037,8	15.223,1	16.489,6	18.025,6	20.185,4	23.727,0	27.163,7	32.476,1	37.279,1
Efectivo y depósitos transferibles	1.868,1	1.868,6	1.905,0	2.090,3	2.470,5	2.831,1	3.429,8	3.635,1	4.151,5
Otros depósitos	996,8	1.222,4	1.639,4	1.817,5	2.055,3	2.903,1	3.752,6	5.360,6	6.218,2
Valores a corto plazo	62,7	166,7	167,8	303,9	363,8	391,9	766,2	743,3	2.175,9
Obligaciones	163,9	197,8	266,1	364,3	512,7	566,0	726,5	755,2	665,3
Valores de renta variable	1.243,9	1.475,4	1.649,8	1.963,2	2.340,4	3.134,7	3.764,1	4.565,6	4.530,0
Créditos comerciales	8.743,6	9.079,3	9.612,5	10.085,7	10.779,9	12.005,4	12.677,7	15.235,7	17.214,5
Reservas técnicas de seguro	238,8	297,1	315,2	375,2	413,2	512,7	566,3	726,7	792,2
Otros	720,0	915,8	933,8	1.025,5	1.249,6	1.382,1	1.480,5	1.453,9	1.531,5
Pasivos financieros (o endeudamiento total)	21.560,3	23.165,3	24.610,1	25.492,7	26.705,1	28.879,4	31.780,5	37.193,3	43.636,0
-excluido acciones-									
Otros depósitos	0,2	2,0	18,6	14,4	31,1	43,6	28,3	80,7	34,8
Valores a corto plazo	285,8	251,5	504,3	540,2	826,5	624,1	1.142,9	874,0	2.513,4
Obligaciones	1.449,5	1.514,0	1.817,1	2.031,7	2.297,2	2.193,2	2.147,9	2.004,2	2.004,2
Renta variable (otras participaciones)	197,5	313,0	297,7	432,5	568,5	502,7	595,8	709,1	864,3
Créditos, concedidos por:	18.840,5	20.323,2	21.133,8	21.664,3	22.081,5	24.468,8	26.857,4	32.231,4	36.396,3
<i>Instituciones de crédito</i>	9.377,5	10.552,0	10.677,8	11.625,7	12.498,7	13.968,2	15.813,0	19.103,3	21.354,8
<i>Empresas de seguro</i>	23,1	20,2	9,4	36,0	37,9	48,6	61,0	113,5	156,8
<i>Administraciones Públicas</i>	47,1	59,5	512,0	524,7	485,4	512,3	546,3	812,9	827,3
<i>Empresas no financieras y familias (a)</i>	7.055,7	6.804,2	6.711,8	6.735,2	6.881,8	7.858,3	8.100,3	9.847,6	10.968,4
<i>Resto del mundo (b)</i>	2.337,1	2.887,3	3.222,8	2.742,7	2.177,7	2.081,4	2.336,8	2.354,1	3.089,0
Otros	786,8	761,6	838,6	809,6	900,3	1.047,0	1.008,2	1.293,9	1.822,6
Endeudamiento neto (= Pasivos-Activos)	7.522,5	7.942,2	8.120,5	7.467,1	6.519,7	5.152,4	4.616,8	4.717,2	6.356,9
Acciones	4.331,0	4.721,1	5.153,9	5.942,9	7.730,1	10.628,4	11.598,4	13.993,9	14.598,1
Capital social	4.703,9	5.024,4	5.382,7	5.929,8	6.451,1	6.902,2	7.376,1	7.863,0	8.279,5
Revalorización de capital	-372,9	-303,3	-228,8	13,1	1.279,0	3.726,2	4.222,3	6.130,9	6.318,6
% SOBRE EL PIB:									
Activos financieros (o riqueza financiera)	71,7	68,5	65,7	63,9	62,4	65,7	67,6	72,1	74,4
Efectivo y depósitos transferibles	9,5	8,4	7,6	7,4	7,6	7,8	8,5	8,1	8,3
Otros depósitos	5,1	5,5	6,5	6,4	6,4	8,0	9,3	11,9	12,4
Valores a corto plazo	0,3	0,7	0,7	1,1	1,1	1,1	1,9	1,7	4,3
Obligaciones	0,8	0,9	1,1	1,3	1,6	1,6	1,8	1,7	1,3
Valores de renta variable	6,4	6,6	6,6	7,0	7,2	8,7	9,4	10,1	9,0
Créditos comerciales	44,7	40,8	38,3	35,8	33,3	33,2	31,6	33,8	34,4
Reservas técnicas de seguro	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4	1,6	1,6
Otros	3,7	4,1	3,7	3,6	3,9	3,8	3,7	3,2	3,1
Pasivos financieros (o endeudamiento total)	110,2	104,2	98,0	90,4	82,6	79,9	79,1	82,6	87,1
-excluido acciones-									
Otros depósitos	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1
Valores a corto plazo	1,5	1,1	2,0	1,9	2,6	1,7	2,8	1,9	5,0
Obligaciones	7,4	6,8	7,2	7,2	7,1	6,1	5,3	4,5	4,0
Renta variable (otras participaciones)	1,0	1,4	1,2	1,5	1,8	1,4	1,5	1,6	1,7
Créditos, concedidos por:	96,3	91,4	84,2	76,8	68,3	67,7	66,9	71,6	72,7
<i>Instituciones de crédito</i>	47,9	47,5	42,5	41,2	38,7	38,7	39,4	42,4	42,6
<i>Empresas de seguro</i>	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3
<i>Administraciones Públicas</i>	0,2	0,3	2,0	1,9	1,5	1,4	1,4	1,8	1,7
<i>Empresas no financieras y familias (a)</i>	36,1	30,6	26,7	23,9	21,3	21,8	20,2	21,9	21,9
<i>Resto del mundo</i>	11,9	13,0	12,8	9,7	6,7	5,8	5,8	5,2	6,2
Otros	4,0	3,4	3,3	2,9	2,8	2,9	2,5	2,9	3,6
Endeudamiento neto (= Pasivos - Activos)	38,4	35,7	32,3	26,5	20,2	14,3	11,5	10,5	12,7
Acciones	22,1	21,2	20,5	21,1	23,9	29,4	28,9	31,1	29,1
Capital social	24,0	22,6	21,4	21,0	20,0	19,1	18,4	17,5	16,5
Revalorización de capital	-1,9	-1,4	-0,9	0,0	4,0	10,3	10,5	13,6	12,6

Fuente: Banco de España.

(a) Créditos comerciales.

4. Flujos de fondos de las empresas no financieras

mm y %

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
IMPORTES:								
EMPLEOS	3.631,0	3.720,1	4.463,2	5.707,9	7.955,0	9.285,4	11.741,1	12.762,5
Formación bruta de capital fijo (1)	2.585,8	2.610,9	3.025,1	3.768,2	4.712,8	5.713,9	6.750,0	7.431,7
Transferencias de capital y adquisición neta de terrenos (1)	2,8	9,8	52,8	56,0	100,2	75,5	72,8	70,4
Variación neta de activos financieros (2)	1.042,4	1.099,4	1.385,3	1.883,7	3.142,0	3.496,0	4.918,3	5.260,4
Efectivo y depósitos transferibles	0,5	36,4	185,3	380,2	360,7	598,7	205,2	516,4
Otros depósitos	225,1	418,3	178,3	237,7	847,7	849,6	1.608,0	857,5
Valores a corto plazo	104,0	1,2	136,0	59,9	28,1	374,3	-22,9	1.432,6
Obligaciones	29,1	59,8	100,7	149,5	69,4	153,8	17,5	-104,5
Valores de renta variable	163,6	77,8	173,0	6,2	185,0	439,3	270,5	136,2
Créditos comerciales	310,6	522,0	473,2	694,2	1.225,5	672,3	2.558,0	1.978,8
Reservas técnicas de seguro	58,3	18,1	60,0	38,0	99,5	53,6	160,4	65,5
Otros	151,2	-34,2	78,8	318,0	326,1	354,4	121,6	377,9
RECURSOS	3.631,0	3.720,1	4.463,2	5.707,9	7.955,0	9.285,4	11.741,1	12.762,5
Ahorro bruto (3)	1.665,2	1.528,3	2.311,8	3.081,6	3.910,8	4.556,0	4.527,9	5.105,4
Transferencias de capital (1)	450,4	451,5	601,5	685,8	579,8	627,8	811,9	708,8
Acciones (2)	309,6	395,0	524,3	609,3	776,0	809,4	779,6	749,1
Variación neta de pasivos financieros (2)								
–excluido acciones–	1.205,8	1.345,3	1.025,6	1.331,2	2.688,4	3.292,2	5.621,7	6.199,2
Otros depósitos	1,8	16,6	-4,2	16,7	12,5	-15,3	52,4	-45,9
Valores a corto plazo	-34,3	252,8	35,9	286,3	-202,4	518,8	-268,9	1.639,4
Obligaciones	64,5	303,1	214,6	265,5	-104,0	-45,3	-143,7	0,4
Valores de renta variable (otras participaciones)	115,5	-15,3	134,8	136,0	-65,8	93,1	113,3	155,2
Créditos, concedidos por:	1.005,9	674,2	627,4	511,8	2.861,3	2.703,1	5.638,1	3.898,6
Instituciones de crédito	1.166,1	149,1	1.049,2	1.024,2	1.580,6	2.014,1	3.427,6	2.360,8
Empresas de seguro	-2,9	-10,8	26,6	1,9	10,7	12,4	52,5	43,3
Administraciones Públicas	12,4	452,5	12,7	-39,3	26,9	34,0	266,6	14,4
Empresas no financieras y familias	-251,5	-92,4	23,4	146,6	976,5	242,0	1.747,3	1.120,8
Resto del mundo	81,8	175,8	-484,5	-621,6	266,6	400,6	144,1	359,3
Otros	52,4	113,9	17,1	114,9	186,8	37,8	230,5	551,5
AHORRO FINANCIERO NETO (=ACTIVOS - PASIVOS)	-473,0	-640,9	-164,6	-56,8	-322,4	-605,6	-1.483,0	-1.687,9
% SOBRE EL PIB:								
EMPLEOS:	16,3	14,8	15,8	17,7	22,0	23,1	26,1	25,5
Formación bruta de capital fijo (1)	11,6	10,4	10,7	11,7	13,0	14,2	15,0	14,8
Transferencias de capital y adquisición neta de terrenos (1)	0,0	0,0	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,1
Variación neta de activos financieros (2)	4,7	4,4	4,9	5,8	8,7	8,7	10,9	10,5
RECURSOS	16,3	14,8	15,8	17,7	22,0	23,1	26,1	25,5
Ahorro bruto (3)	7,5	6,1	8,2	9,5	10,8	11,3	10,1	10,2
Transferencias de capital (1)	2,0	1,8	2,1	2,1	1,6	1,6	1,8	1,4
Acciones (2)	1,4	1,6	1,9	1,9	2,1	2,0	1,7	1,5
Variación neta de pasivos financieros (2)								
–excluido acciones–	5,4	5,4	3,6	4,1	7,4	8,2	12,5	12,4
AHORRO FINANCIERO NETO (=ACTIVOS-PASIVOS)	-2,1	-2,6	-0,6	-0,2	-0,9	-1,5	-3,3	-3,4

Fuentes: (1) 1983-1988, INE; 1989-1990, Banco de España. (2) 1983-1990, Banco de España. (3) Aproximación obtenida por diferencia, a partir de las demás operaciones de las cuentas de capital y financiera.

5. Endeudamiento de los sectores no financieros de la economía española

mm y %

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
IMPORTES:									
Instrumentos	22.694,7	26.881,8	30.000,3	33.832,6	37.877,6	42.764,4	49.307,3	56.951,3	65.552,8
Valores a corto plazo	400,8	1.561,5	4.179,7	5.640,5	6.825,2	8.546,5	9.994,4	11.786,6	14.306,5
Obligaciones	2.235,4	2.419,9	2.856,9	3.423,6	5.640,6	5.846,9	6.793,6	6.896,4	7.453,4
Créditos (a)	20.058,5	22.900,4	22.963,7	24.768,5	25.411,8	28.371,0	32.519,3	38.268,3	43.792,9
Sectores emisores	22.694,7	26.881,8	30.000,3	33.832,6	37.877,6	42.764,4	49.307,3	56.951,3	65.552,8
Administraciones Públicas	4.006,5	5.852,6	7.905,6	10.389,9	12.577,8	14.623,9	16.492,1	19.175,3	21.554,5
<i>Administración central</i>	3.350,6	5.088,9	7.064,3	9.276,8	11.177,8	13.105,3	14.668,2	16.218,9	18.135,1
<i>Administraciones territoriales</i>	651,4	752,5	829,6	1.014,7	1.296,0	1.451,7	1.721,3	2.864,9	3.172,6
<i>Administraciones de seguridad social</i>	4,5	11,2	11,7	98,4	104,0	66,9	102,6	91,5	246,8
Empresas no financieras y familias	18.688,2	21.573,3	22.094,7	23.442,7	25.299,8	28.140,5	32.815,2	37.776,0	43.998,3
<i>Empresas no financieras</i>	13.449,8	15.204,8	16.222,0	16.940,3	17.800,1	18.866,8	21.440,6	24.335,6	28.961,7
<i>Familias</i>	5.238,4	5.824,4	5.872,7	6.502,4	7.499,7	9.273,7	11.374,6	13.440,4	15.036,6
Sectores tenedores	22.694,7	26.881,8	30.000,3	33.832,6	37.877,6	42.764,5	49.307,3	56.951,3	65.552,9
Instituciones de crédito	18.984,4	22.014,7	24.405,3	27.960,3	31.667,1	36.208,6	41.665,2	47.832,1	53.428,7
Empresas de seguro	190,8	224,6	281,4	369,4	516,8	751,1	1.121,0	1.235,2	1.286,3
Administraciones Públicas	31,8	46,2	46,5	39,0	38,0	45,7	62,7	97,2	129,0
<i>Administración central</i>	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
<i>Administraciones territoriales</i>	3,0	4,3	6,3	6,3	6,6	6,5	7,8	24,5	33,7
<i>Administraciones de seguridad social</i>	28,3	41,4	39,7	32,2	30,9	38,7	54,4	72,2	94,8
Empresas no financieras y familias	770,4	1.116,1	1.272,5	1.980,1	2.967,8	3.073,7	3.382,4	4.313,0	6.091,5
<i>Empresas no financieras</i>	158,8	285,2	380,3	599,9	782,5	826,2	1.308,4	1.271,5	2.601,0
<i>Familias</i>	611,6	830,9	892,2	1.380,2	2.185,3	2.247,5	2.074,0	3.041,5	3.490,5
Resto del mundo	2.717,4	3.480,2	3.994,6	3.483,8	2.688,0	2.685,4	3.076,0	3.473,8	4.617,4
% SOBRE EL PIB:									
Instrumentos	116,0	120,9	119,5	120,0	117,2	118,4	122,8	126,5	130,9
Valores a corto plazo	2,0	7,0	16,6	20,0	21,1	23,7	24,9	26,2	28,6
Obligaciones	11,4	10,9	11,4	12,1	17,5	16,2	16,9	15,3	14,9
Créditos (a)	102,5	103,0	91,4	87,8	78,6	78,5	81,0	85,0	87,4
Sectores emisores	116,0	120,9	119,5	120,0	117,2	118,4	122,8	126,5	130,9
Administraciones Públicas	20,5	26,3	31,5	36,8	38,9	40,5	41,1	42,6	43,0
<i>Administración central</i>	17,1	22,9	28,1	32,9	34,6	36,3	36,5	36,0	36,2
<i>Administraciones territoriales</i>	3,3	3,4	3,3	3,6	4,0	4,0	4,3	6,4	6,3
<i>Administraciones de seguridad social</i>	0,0	0,1	0,0	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,5
Empresas no financieras y familias	95,5	94,6	88,0	83,1	78,3	77,9	81,7	83,9	87,8
<i>Empresas no financieras</i>	68,7	68,4	64,6	60,1	55,1	52,2	53,4	54,1	57,8
<i>Familias</i>	26,8	26,2	23,4	23,1	23,2	25,7	28,3	29,9	30,0
Sectores tenedores	116,0	120,9	119,5	120,0	117,2	118,4	122,8	126,5	130,9
Instituciones de crédito	97,0	99,0	97,2	99,1	98,0	100,2	103,7	106,2	106,7
Empresas de seguro	1,0	1,0	1,1	1,3	1,6	2,1	2,8	2,7	2,6
Administraciones Públicas	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3
<i>Administración central</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Administraciones territoriales</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
<i>Administraciones de seguridad social</i>	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Empresas no financieras y familias	3,9	5,0	5,1	7,0	9,2	8,5	8,4	9,6	12,2
<i>Empresas no financieras</i>	0,8	1,3	1,5	2,1	2,4	2,3	3,3	2,8	5,2
<i>Familias</i>	3,1	3,7	3,6	4,9	6,8	6,2	5,2	6,8	7,0
Resto del mundo	13,9	15,7	15,9	12,4	8,3	7,4	7,7	7,7	9,2

Fuente: Banco de España.

(a) Concedidos por instituciones de crédito y resto del mundo.



Un estudio del cambio de régimen de la variable instrumental del control monetario en España

Este artículo ha sido elaborado por José Luis Escrivá y Román Santos, del Servicio de Estudios (1).

El creciente protagonismo asumido a lo largo de las últimas dos décadas por los bancos centrales en la regulación de liquidez de base del sistema y en el manejo de los tipos de interés hace que adquiera especial importancia el tratamiento otorgado a estas instituciones a la hora de formular modelos del sector monetario de la economía. En este sentido, resultan especialmente relevantes tanto la modelización del comportamiento de las autoridades monetarias y de sus mecanismos de reacción, como la especificación de las vías de influencia de sus decisiones en el conjunto del sistema financiero.

Este estudio, que se inserta en un proyecto más amplio de construcción de un modelo econométrico para el sector monetario de la economía española, analiza el comportamiento del Banco de España desde la perspectiva de la obtención de formas funcionales que resuman adecuadamente sus actuaciones en materia de política monetaria.

El trabajo toma como punto de partida un estudio de Mauleón, Pérez y Sanz (2), en el que se justifica la elaboración y utilización de una serie de activos de caja corregidos del sistema bancario como variable resumen más adecuada de las acciones del Banco de España dirigidas a controlar la evolución de los agregados monetarios. Igualmente, en este estudio se estiman ecuaciones de oferta de dinero o de creación de liquidez, para el período 1974-1983, en las que queda representado esquemáticamente el control ejercido por el Banco de España sobre la oferta de activos de caja, en función de determinados ritmos de crecimiento deseados de un agregado monetario y de la evolución prevista del conjunto de factores que influyen en la relación existente entre ambas variables.

Esta forma de entender el proceso de creación de dinero tiene una sólida base teórica en los distintos modelos que, desde mediados de los años sesenta, han venido desarrollando K. Brunner y A. Metzler, a los que han seguido diferentes contrastaciones empíricas.

Sin embargo, este enfoque encuentra dificultades para integrar distintos fenómenos que han venido manifestándose crecientemente en los últimos años y que han ido introduciendo un componente elevado, cada vez mayor, de endogeneidad en el comportamiento de los activos de caja, ajeno a las decisio-

(1) Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo nº 9111 del Banco de España.

(2) Ignacio Mauleón, José Pérez y Beatriz Sanz, *Los activos de caja y la oferta de dinero*, Estudios Económicos, nº 40, Banco de España, 1986.

nes de las autoridades monetarias. Concretamente, la formulación del proceso de creación de liquidez en términos de ecuaciones de multiplicador encuentra dificultades para incorporar factores de oferta que pueden ser fundamentales en la determinación de la cantidad de dinero.

En primer lugar, hay que hacer referencia a aquellos factores que inciden sobre la creación de base monetaria y que, una vez que alcanzan cierta dimensión, inducen un cambio en la elección del objetivo instrumental hacia el tipo de interés. Un crecimiento continuado e intenso del déficit público es un buen ejemplo de ello, especialmente si su financiación no es ortodoxa. Hay que tener presente igualmente que, con frecuencia, se registran perturbaciones muy fuertes en los mercados de crédito y exteriores, cuya naturaleza es difícil de identificar, al menos a corto plazo, que requerirían alteraciones muy intensas del nivel de los tipos de interés, y una variabilidad de los mismos muy elevada, si se pretendieran asegurar determinados ritmos de crecimiento de los activos de caja.

En segundo lugar, existe un conjunto de factores que propician realimentaciones en el proceso de creación de dinero por medio de cambios en el comportamiento de los agentes que se reflejan en modificaciones del multiplicador monetario. Como se ha dicho, el control de la base monetaria con frecuencia conlleva alteraciones sustanciales en los tipos de interés. Este hecho, que no suele hacerse explícito en los modelos de multiplicador, tiende a generar reacciones en los agentes privados, público e intermediarios financieros, cuyas decisiones se enmarcan en un proceso general de ajuste de sus carteras ante variaciones de precios relativos. De esta forma se producen realimentaciones en el proceso de creación de liquidez y los parámetros fundamentales que definen este proceso de ajuste de carteras influyen, por tanto, en la determinación de la cantidad de dinero. Entre ellos se pueden destacar la elasticidad de sustitución entre activos exteriores e interiores y la elasticidad de la demanda de crédito frente a los tipos de interés.

En el caso español, todos estos fenómenos han ido adquiriendo una notable importancia a lo largo de la segunda parte de los años ochenta. Por ello, la primera cuestión que se aborda en este trabajo es determinar si, a pesar de la incidencia de dichos fenómenos, las ecuaciones de creación de liquidez continúan presentando buenas propiedades cuando se incorporan a la muestra los datos de los años centrales de la década de los ochenta.

Se pone de manifiesto que en dicho período ha tenido lugar en España un cambio en la variable instrumental del control monetario, con un desplazamiento desde un régimen de cantidades, representa-

do por un proceso de creación de liquidez mediante el esquema del multiplicador monetario, a un régimen de tipos de interés.

La evidencia empírica aportada muestra la falta de adecuación de la ecuación de creación de liquidez desde mediados de los años ochenta: no es posible obtener una forma funcional estable a partir de 1984, a pesar de ensayar formulaciones alternativas, con las que se ha intentado captar la incidencia de nuevos factores sobre las oscilaciones del multiplicador monetario.

Estas inestabilidades han venido propiciadas por cambios en el comportamiento de los agentes privados, tanto entidades bancarias como público en general. Las distorsiones que estos fenómenos introducen a la hora de instrumentar sendas de activos de caja, junto a otras consideraciones de carácter más general sobre el diseño de la política monetaria, han terminado decantando al Banco de España hacia un nuevo régimen instrumental.

En definitiva, se ha producido un desplazamiento, más o menos gradual, desde un control de las cantidades a un control de los tipos de interés. En este contexto, la determinación de una función de reacción respecto al tipo de interés marginal de los préstamos de regulación monetaria para el período comprendido entre 1984 y 1988, sobre el que las autoridades pueden ejercer un control directo, ha constituido una vía para recuperar una ecuación que resume el comportamiento del banco emisor. Durante 1989, la incorporación de la peseta al mecanismo de cambios del SME y la subsiguiente imposición de límites al crecimiento del crédito bancario, junto a los cambios realizados en los mecanismos de control monetario a principios de 1990, han introducido cambios profundos en el diseño global de la política monetaria española, que, sin duda, han debido alterar la función de reacción de las autoridades monetarias con respecto a la especificación presentada en este trabajo. Cuando se disponga de la suficiente perspectiva temporal será el momento de evaluar la magnitud de estas alteraciones y el efecto que han tenido las restricciones crediticias vigentes durante la segunda mitad de 1989 y 1990.

Los argumentos de esta función de reacción son las variables principales que han propiciado las actuaciones del Banco de España para modificar el grado de intensidad en el control monetario: desviaciones en los objetivos de cantidad de dinero, evolución de la tasa de inflación y evolución del tipo de cambio de la peseta.

Durante el período 1984-1988, el Banco de España reaccionó sistemáticamente a las desviaciones en sus objetivos de ALP, modificando el nivel de su tipo de interés básico de intervención. Esta reacción ante

el comportamiento de los objetivos cuantitativos ha venido determinada tanto por la evaluación de las desviaciones con respecto a la senda de referencia anual de ALP como por las desviaciones en los objetivos más a corto plazo, establecidos igualmente por el Banco para este agregado.

Paralelamente, las autoridades monetarias se han apoyado también en la evolución observada de la tasa de inflación de la economía. Así, en la función de reacción del tipo de intervención del Banco de España se estima que las alteraciones de este tipo tienen una correspondencia con el comportamiento del nivel de precios.

Finalmente, el tipo de cambio de la peseta es la tercera variable que aparece como argumento de la función de reacción. No obstante, las estimaciones realizadas ponen de manifiesto que el tipo de cambio no constituyó un factor de reacción más o menos sistemática por parte de las autoridades monetarias con anterioridad a 1986. A partir de ese año, con la incorporación de España a la CEE, el tipo de cambio nominal de la peseta frente a los países comunitarios pasa a desempeñar un papel importante en la toma de decisiones de política monetaria. Así, en la estimación de la función de reacción se detecta, a partir de 1986, un patrón sistemático de respuesta del tipo de interés ante los movimientos del tipo de cambio de la peseta frente a la CEE y, posteriormente, desde mediados de 1987, la respuesta de las autoridades se ha regido esencialmente por el comportamiento del marco alemán.

Los resultados de la función de reacción estimada se han utilizado para caracterizar por períodos los distintos episodios en el comportamiento del tipo de interés de intervención del Banco de España en los cinco años analizados. Se pone de manifiesto que la función se adapta mejor a los períodos de estabilidad y subida que a los de descenso de tipos de interés. Puede destacarse, igualmente, que los episodios de subida intensa del nivel de los tipos suelen venir precedidos por fuertes desviaciones en los objetivos de ALP, mientras que los episodios de bajada se enmarcan en períodos de buen comportamiento del IPC.

Por último, se han ensayado posibles extensiones de la función de reacción, tomando en consideración factores cuya introducción en la misma es, en principio, incierta. Por un lado, se ha analizado la existencia de respuestas asimétricas o no proporcionales al comportamiento de algunas variables de reacción, obteniéndose indicios de respuesta asimétrica en el caso de la inflación y de respuesta no proporcional en el caso de las desviaciones en los objetivos a corto plazo de ALP. Por otro lado, se ha comprobado si variables no incorporadas en principio a la función de reacción podrían haber tenido influencia sistemá-

tica en las decisiones del Banco de España. No se obtienen resultados positivos para variables reales (IPI, paro, saldo cuenta corriente), para contrapartidas de la cantidad de dinero (crédito interno a empresas y familias) o para contrapartidas de los activos de caja (reservas centrales). En cambio, se obtienen indicios de que algunas variables que miden determinados aspectos de la política financiera del Estado han podido influir de forma más o menos sistemática sobre las decisiones de tipos de interés del Banco de España.

24-IX-1991.

Inversión y restricciones financieras: evidencia en las empresas manufactureras españolas

Este artículo ha sido elaborado por Ignacio Hernando y Javier Vallés, del Servicio de Estudios (1).

1. INTRODUCCION

Los modelos empíricos de inversión han descansado tradicionalmente en el supuesto de mercados de capitales perfectos, lo que, en un mundo sin impuestos, se traduce en que para las empresas resulta irrelevante la decisión entre fondos internos y externos a la hora de financiar sus proyectos de inversión. Sin embargo, se han desarrollado recientemente un conjunto de trabajos (véanse, p. ej., Fazzari *et al.* (1988), Hoshi *et al.* (1989), Devereux y Schiantarelli (1989) y Whited (1989)) que, centrados en el análisis de la conexión entre estructura financiera e inversión, encuentran evidencia de imperfecciones en los mercados de capitales. Estos trabajos se apoyan en un cuerpo de literatura teórica (por ejemplo, Calomiris y Hubbard (1988)) que demuestra que la existencia de información asimétrica en los mercados de capitales puede conducir a una situación de racionamiento de crédito de modo que no todas las empresas que deseen créditos al tipo de interés vigente sean capaces de obtener financiación. La distribución de crédito por parte de los prestamistas dependerá de ciertas características observables —p. ej., patrimonio neto, volumen de intereses pagados o la capacidad de generar recursos— de los prestatarios. En este contexto, cabe pensar que si una empresa tiene dificultades para obtener financiación ajena, su inversión será más sensible a la disponibilidad de fondos internos.

Los trabajos empíricos antes citados contrastan si las decisiones de inversión para aquellas empresas sometidas a restricciones de liquidez dependen no sólo de variables como la producción o el coste de capital sino también de alguna variable que indique su situación financiera. El procedimiento seguido para contrastar esta hipótesis comienza con la división de la muestra disponible en empresas presumiblemente restringidas y no restringidas, de acuerdo con criterios apriorísticos como el nivel de endeudamiento (Whited), la tasa de distribución de dividendos (Fazzari *et al.*), el tamaño (Devereux y Schiantarelli) o la pertenencia a un grupo industrial (Hoshi *et al.*). La estimación de una función de inversión para cada grupo de empresas, contrastando la significatividad del coeficiente de alguna variable financiera —generalmente el cash-flow— en el grupo de empresas restringidas proporciona evidencia en favor de la hipótesis mencionada.

(1) Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo n.º 9113 del Banco de España, de próxima publicación.

Este trabajo, en la línea de los antes comentados y partiendo de una muestra de estados contables de empresas manufactureras españolas para el período 1983-1988, ha perseguido varios objetivos: primero, analizar la estructura financiera de las empresas manufactureras en España; segundo, investigar si existen comportamientos financieros diferenciados entre las empresas analizadas que puedan indicar la existencia de información asimétrica en el mercado de crédito y, por último, valorar la influencia en las decisiones de inversión de la posible existencia de restricciones financieras.

En el trabajo se utiliza información individual de variables reales y financieras contenidas en la muestra anual de empresas de la Central de Balances del Banco de España (CBBE).

2. ESTRUCTURA FINANCIERA Y ORIGEN DE LOS NUEVOS RECURSOS

En el análisis de la estructura financiera de las empresas manufactureras españolas para el período considerado, destacan dos características fundamentales: la primera es el proceso de recuperación registrado en la proporción de recursos propios, a costa de disminuciones en el endeudamiento tanto a corto como a largo plazo. La segunda característica es la elevada participación del endeudamiento a corto plazo sobre la totalidad de los recursos ajenos de las empresas.

El proceso de saneamiento financiero –aumento de la proporción de recursos propios– ha tenido lugar en mayor proporción en las empresas pequeñas, básicamente a costa de una reducción del endeudamiento a largo, mientras que en las empresas grandes ha dominado el descenso de la deuda a corto plazo, fundamentalmente la deuda bancaria.

Dentro de la estructura financiera a corto plazo se observa un descenso en la proporción de deuda bancaria –mientras se mantiene el volumen de deudas comerciales– paralelamente a la recuperación económica en el período muestral. Parece plausible pensar en la mayor utilización por parte de las empresas de canales de financiación ajenos a los intermediarios financieros (p. ej., pagarés de empresa). Al mismo tiempo, las deudas con el extranjero se mantienen a un nivel insignificante durante todo el período muestral.

En el cuadro 1 se presentan los ratios de estructura financiera para las empresas manufactureras de otros países de la CEE, Estados Unidos y Japón, calculados también a partir de información contable. Una primera evidencia que se extrae de la comparación es el elevado porcentaje de recursos propios que presenta España, al igual que Estados Unidos o Gran Bretaña. Dos rasgos comunes al conjunto de las empresas manufactureras europeas son un predominio del corto plazo en el volumen total de deuda y la importancia de las deudas comerciales dentro de la financiación a corto.

El estudio de la estructura financiera se complementa con el análisis del origen de los nuevos recursos financieros de las empresas manufactureras, siendo destacable la erraticidad observada en la evolución de las diferentes partidas (cash-flow, nuevas emisiones, variaciones de deuda a corto plazo neta de proveedores y variaciones de deuda a largo plazo).

Las diferencias en la forma de financiación de los nuevos proyectos son más acusadas que las divergencias en la estructura financiera. Las empresas pequeñas han de recurrir en mayor medida a la autofinanciación, probablemente por tener dificultades para realizar ampliaciones de capital y por estar próximas a sus límites crediticios.

1. Estructura financiera empresas manufactureras. Comparación internacional (a)

	Capitales propios	Recursos ajenos a largo plazo	Deuda a corto plazo (b)	Deudas comerciales	Deuda bancaria a corto
Francia (1988)	30,2	27,7	42,1	28,7	6,0
Italia (1987)	29,1	17,6	53,4	23,4	11,7
Reino Unido (1986)	46,0	11,7	42,4	22,1	13,1
Estados Unidos (1988)	41,8	40,0	18,2	8,3	2,9
Japón (1987)	28,7	24,4	47,0	6,1	15,1
España (1988)	42,8	18,5	38,6	15,4	10,0
Muestra (1988) (c)	48,4	13,3	38,3	17,0	12,0

Fuente: Banco de España (1990).

(a) Los conceptos contables recogidos se corresponden con los contemplados en el proyecto BACH de la comisión de la CEE (ver Cano *et al.* (1990)).

(b) La deuda a corto plazo incluye el descuento comercial y la deuda por impuesto de sociedades.

(c) En la última fila, se recogen los valores correspondientes a la muestra utilizada en este trabajo.

3. DIFERENCIAS EN EL COMPORTAMIENTO FINANCIERO DE LAS EMPRESAS

Se han estudiado dos posibles criterios que permiten identificar grupos de empresas restringidas. El primero es la variable tamaño medida por el número total de trabajadores (fijos más eventuales). Se supone que en un entorno económico de información imperfecta, serán las empresas pequeñas, con menor colateral disponible para ofrecer en garantía, más jóvenes en promedio y con mayores expectativas de crecimiento, las que estén sujetas a restricciones de liquidez. Si existen problemas de información para financiar sus proyectos de inversión, su ejecución dependerá en mayor medida de la disponibilidad de recursos propios.

El segundo criterio hace referencia a la participación de entidades de crédito en el capital de la empresa. La participación de un intermediario financiero en la gestión de la empresa puede ayudar a aliviar los problemas de información existentes en el mercado crediticio. Parte del endeudamiento de la empresa afiliada se realizará a través de las entidades con las cuales tiene relaciones de capital y, por tanto, se reducirán los problemas de incentivos e información. Serán las empresas independientes las restringidas financieramente y las que tendrán un coste de capital ajeno mayor.

Se han analizado estadísticas de variables reales y financieras para cada una de las submuestras que surgen al aplicar los criterios antes mencionados en la muestra inicial.

Cuando el criterio de división es el tamaño (ver cuadro 2) se observa que, medido por el ratio deuda por activo a reposición, las empresas pequeñas son las más endeudadas. Las empresas pequeñas son las de mayor ratio de endeudamiento y son también las que distribuyen menos dividendos. Los fondos disponibles por las empresas pequeñas, medidos por una variable stock, activos líquidos, o por el flujo de caja, doblan por unidad de capital a los de las empresas grandes.

Aunque sólo la mitad de los fondos generados por las empresas con menos trabajadores se dedican a financiar proyectos de inversión, las tasas de inversión han sido las más altas entre las empresas industriales. Al mismo tiempo, las tasas de crecimiento del empleo y la producción fueron mayores.

Estas observaciones se corresponden con la hipótesis inicial. Empresas pequeñas crecen más deprisa y alcanzan su límite de restricción financiero. Por consiguiente, la ejecución de sus inversiones y, por

2. Estadísticos de las empresas industriales españolas.

Período 1984-1988 (a)

	Empresas pequeñas	Empresas medianas	Empresas grandes
Número de empresas	350	425	295
Cash-flow/Capital			
Media	0,223	0,149	0,107
Coeficiente de variación	0,529	0,543	0,551
Activos líquidos/Capital			
Media	0,327	0,201	0,120
Coeficiente de variación	0,700	0,457	0,550
Deuda a coste reposición/ Activo a coste de reposición			
Media	0,311	0,288	0,226
Coeficiente de variación	0,257	0,243	0,265
Tasa dividendos distribuidos			
Media	0,144	0,172	0,232
Coeficiente de variación	0,756	0,610	0,543
Inversión/Capital			
Media	0,112	0,102	0,067
Coeficiente de variación	0,848	0,745	0,626
Producción (tasa de crecimiento real)			
Media	0,060	0,049	0,029
Desviación típica	0,193	0,146	0,118
Empleo (tasa de crecimiento)			
Media	0,036	0,017	0,003
Desviación típica	0,123	0,080	0,057

(a) Elaboración propia a partir de los datos de CBBE. Las medias son de todos los años de la muestra para todas las empresas del grupo. Las desviaciones típicas son medias de las desviaciones de cada empresa. Empresas pequeñas son aquellas con menos de 50 trabajadores, medianas, entre 50 y 200 trabajadores, y grandes las que tienen más de 200 trabajadores.

tanto, sus expectativas de crecimiento futuro dependen en una mayor proporción de la generación de recursos propios.

4. EFECTOS DE RESTRICCIONES DE LIQUIDEZ EN LA INVERSION

El análisis precedente pone de manifiesto la heterogeneidad del comportamiento de las empresas manufactureras españolas tanto en lo referente a su estructura financiera como a su nivel de inversión por unidad de capital. En este punto, la idea central que se pretende contrastar es la existencia de rigideces en la curva de oferta de fondos para financiar inversiones a la que se enfrentan algunas empresas. En concreto, en presencia de asimetrías de información, ciertas empresas pueden tener dificultades para obtener fondos en los mercados de capitales que les permitan financiar sus proyectos de inversión, de modo que sea la disponibilidad de fondos y no su coste lo que determine el volumen de inversión. Así,

junto a los factores reales (fluctuaciones de output, valoración que el mercado hace de los activos de la empresa, coste del capital, ...) que tradicionalmente se consideran como determinantes de la inversión, los factores financieros jugarían un papel relevante para las empresas restringidas. Este resultado debe ser independiente de la especificación de la función de demanda de inversión que se adopte.

Aunque, en principio, se partió de una modelización neoclásica convencional ampliada con la variable cash-flow, los resultados adversos en las estimaciones hicieron que se adoptaran dos especificaciones alternativas. La primera especificación supone que la elasticidad de sustitución de la función de producción es cero –modelo del acelerador– y, por tanto, el coste del capital no afecta a la inversión. La segunda especificación consiste en una forma reducida del modelo neoclásico que mide separadamente el efecto contemporáneo del coste del capital y de la producción en la inversión.

Del análisis de los resultados de las estimaciones para los grupos de empresas establecidos según el criterio de división por tamaño, se obtienen algunas conclusiones relevantes. En primer lugar, el efecto del cash-flow por unidad de capital es siempre más elevado y más significativo en empresas pequeñas que grandes, si se supone que la variable cash-flow es exógena conjuntamente con el coste de capital y la producción. Este resultado avala la hipótesis de que las empresas pequeñas, restringidas financieramente, son más sensibles a la capacidad de generación interna de recursos a la hora de financiar los proyectos de inversión. En segundo lugar, los efectos reales que se transmiten vía producción a la inversión son más importantes en las empresas grandes. Por último, el efecto a veces significativo de la variable cash-flow en las empresas supuestamente no restringidas (las grandes) pudiera indicar que el cash-flow está midiendo no las restricciones de liquidez de la empresa sino, por ejemplo, las expectativas posibles de beneficio futuro.

En cuanto a los resultados correspondientes a los grupos de empresas establecidos según el segundo criterio de división (participación de entidades de crédito en el capital de la empresa), no hay una clara evidencia de que las empresas no afiliadas a un grupo bancario se comporten más restringidas financieramente que las afiliadas. El efecto de la variable cash-flow en la inversión es muy importante para las empresas afiliadas; no obstante, estos coeficientes no son significativos en algunas de las estimaciones. En el caso de las empresas independientes el coeficiente del cash-flow es significativo, pero, en contra de lo esperado, es menor que en las empresas afi-

liadas en la mayoría de las estimaciones. Este resultado adverso puede explicarse en parte debido al reducido tamaño del subgrupo de empresas afiliadas y a que en el conjunto de empresas independientes –presumiblemente restringidas con este criterio– se incluyen un número importante de empresas grandes –en principio no restringidas, de acuerdo con el criterio de división por tamaño–.

En definitiva, el análisis econométrico confirma, como resultado principal del trabajo, la existencia de restricciones financieras para las empresas pequeñas cuando el criterio de división es el tamaño y la variable que mide los recursos internos es exógena al proceso de decisión de las empresas. Este resultado no se reproduce, sin embargo, para otros criterios de partición de la muestra ensayados (participación de entidades de crédito en el capital, pertenencia a un sector industrial, participación extranjera en el capital o endeudamiento exterior).

24-IX-1991.

BIBLIOGRAFIA

- CALOMIRIS, C. and HUBBARD, R. G. (1988): «From Heterogeneity, Internal Finance, and Credit Rationing», National Bureau of Economic Research. Working Paper n.º 2497.
- DEVEREUX, M. and SCHIANTARELLI, F. (1989): «Investment, Financial Factors and Cash-Flow Evidence from UK Panel Data», National Bureau of Economic Research, Working Paper n.º 3116.
- FAZZARI S.; HUBBARD, R. G. and PETERSEN, B. C. (1988): «Financing Constraints and Corporate Investment», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1, agosto, 141-195.
- HOSHI, T.; KASHYAP, A. and SCHARFSTEIN, D. (1989): «Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups», Federal Reserve Board Working Paper (FEDS) n.º 82.
- WHITED, T. (1989): «Debt, Liquidity Constraints, and Corporate Investment: Evidence from Panel Data», Princeton University.

La circulación fiduciaria: distorsiones en su evolución

Este artículo ha sido elaborado por Javier Jareño y Juan Carlos Delrieu, del Servicio de Estudios (1).

La evolución de la circulación fiduciaria en España se ha caracterizado en el último decenio por altas tasas de crecimiento que no son comparables con las registradas en los países de nuestro entorno económico, ni pueden ser explicadas en función del comportamiento observado en la economía española en este período. Esta divergencia se manifiesta de forma más acusada al considerar el fuerte proceso de transformación que ha sufrido el sistema de pagos español con la ampliación de instrumentos alternativos al dinero en efectivo para la realización de transacciones. Como consecuencia, los factores económicos que generalmente son utilizados para determinar la evolución de la circulación fiduciaria (nivel de renta, nivel de precios y tipos de interés) no son suficientes para explicar este comportamiento, caracterizado por altas tasas de crecimiento y numerosas rupturas en su evolución, que en general responden a motivos fiscales [véanse Quirós (1990) y Sanz (1991)], por lo que se hace necesario recurrir a otro tipo de variables habitualmente no consideradas, tales como el fenómeno del atesoramiento.

El atesoramiento, entendido como la tendencia del público a mantener dinero efectivo como depósito de valor, se constituye en variable fundamental para explicar la reciente evolución de la circulación fiduciaria, estimándose que su efecto en la actualidad se sitúa entre el 20 % y el 44 % del valor total de billetes en circulación. El fenómeno del atesoramiento surge por el interés de evitar el control fiscal sobre rentas generadas en actividades de carácter ilegal (economía ilegal), en actividades no declaradas fiscalmente (economía sumergida) o en la «economía oficial» (por contraposición a las anteriores). Esta diversidad de causas determina la imposibilidad de realizar una estimación adecuada del nivel de transacciones de la economía sumergida a partir de esta variable.

El objetivo de este trabajo es especificar una función de demanda de la circulación fiduciaria que permita establecer predicciones sobre las necesidades futuras de billetes y monedas, a fin de diseñar una política óptima de emisión por parte del Banco de España. Con este fin, la especificación de una función de demanda de circulación fiduciaria que observase únicamente aquellas variables consideradas tradicionalmente, tales como nivel de transacciones, nivel de precios y tipos de interés, bajo el supuesto de ausencia de ilusión monetaria (en otros términos, elasticidad de precios unitaria), aportaba como resultado una elasticidad-renta para el caso español de orden 2, valor muy superior al proporcionado por la

(1) Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo nº 9114, del Banco de España, de próxima publicación.

teoría económica, que se sitúa entre 0,5 y 1 [véanse Baumol (1952) y Sprenkler (1969)].

La identificación de los sucesos de carácter fiscal (ya sean de hecho o por su capacidad de generar expectativas en el público) a través de variables determinísticas, según el Análisis de Intervención de Series Temporales, sugiere una nueva especificación de la función de demanda a considerar (ver cuadro 1) con valores en sus coeficientes estimados más acordes con la teoría económica, ya que se obtiene una elasticidad-renta a largo plazo del orden de 0,88, bajo el supuesto de ausencia de ilusión monetaria. La consecuencia de este resultado es que las intervenciones practicadas recogen de forma satisfactoria la parte de la circulación fiduciaria que no puede ser explicada en términos de precios y nivel de renta. El nexo existente entre estas variables determinísticas y que explica su naturaleza, es el atesoramiento.

Una aproximación de la cuantía del atesoramiento puede efectuarse, de acuerdo con la metodología

expuesta en Boeschoten (1991), mediante la comparación de la vida media de los billetes de más baja denominación, con la correspondiente a la de los de mayor valor facial. Según esta aproximación la presencia del fenómeno del atesoramiento provocará un menor uso de los billetes de mayor valor facial, aumentando su vida media. Considerando que esta aproximación se encuentra sesgada al alza, sesgo motivado por el supuesto de partida sobre la igualdad de vida media para todas las denominaciones, es necesario acotar el peso del atesoramiento en los billetes en circulación en su límite inferior.

En el presente estudio se opta por utilizar una medida alternativa basada en la comparación del tiempo medio de circulación, período que transcurre desde el momento en el que se emite un billete hasta su retorno al banco emisor. Así, un tiempo medio mayor en los billetes de alta denominación indicaría que se está produciendo una retención de estos billetes por parte del público. Los resultados obtenidos para ambas medidas se muestran en el gráfico 1,

1. Modelo econométrico trimestral de billetes totales en circulación. Especificación final (a)

$$\Delta_4 \ln \text{BILL}_t = (-0,014 - 0,02L) \Delta_4 \text{DIV82}_t + \frac{(0,02 + 0,05L + 0,02L^2)}{(1 - 0,56L)} \Delta_4 \text{DIV82}_t + 0,007 \Delta_4 \text{TII85}_t + 0,019 \Delta_4 \text{SI89}_t + 0,040 \Delta_4 \text{DIV90}_t + 1,00 \Delta_4 \ln \text{IPC}_t - 0,40 \Delta_4 \ln \text{IPC}_t + (0,66 + 0,22L^2) \Delta_4 \ln \text{PIB}_t + \frac{1}{(1 - 0,9L)} a_t$$

(2,8) (9,1) (3,3) (3,5) (5,0) (7,8) (fijo) (-4,6) (5,3) (1,7) (18,7)

Desviación típica residual:	0,0050
Estadístico Box-Pierce:	Q(4) = 2,5 Q(8) = 8,8
Suma de cuadrado de residuos:	0,00087
Número efectivo de observaciones:	35
Período muestral:	1980/I - 1990/IV

VARIABLES DETERMINISTAS

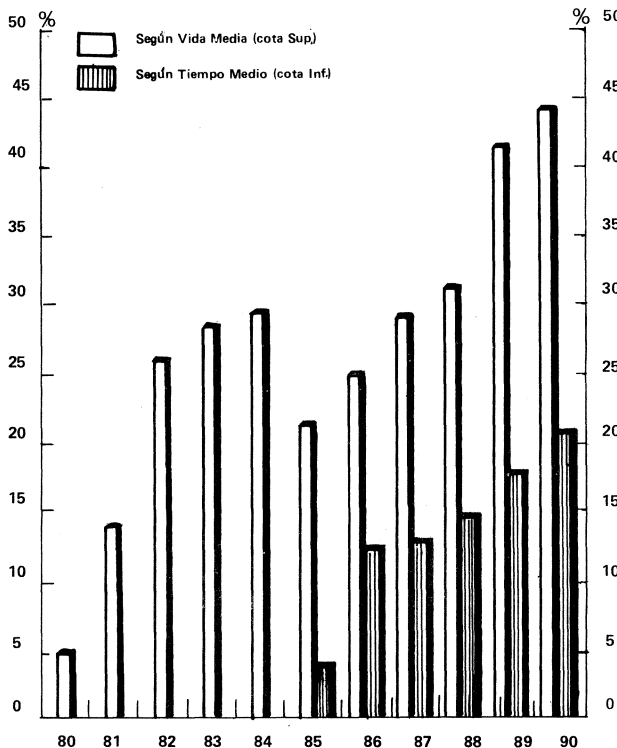
- DIV82:** Variable tipo impulso que recoge el efecto de la victoria electoral del PSOE en octubre de 1982, junto con la expropiación del holding Rumasa en febrero de 1983.
- TII85:** Variable tipo tendencia que recoge el efecto de la promulgación de la ley sobre determinados Activos Financieros, junto con la implantación del IVA en enero de 1986.
- SI89:** Variable tipo escalón que recoge el efecto del conjunto de medidas que afectaron a los seguros de prima única, pagarés forales y transferencias de activos privados.
- DIV90:** Variable tipo impulso que recoge el efecto del anuncio del plan de sustitución de pagarés del Tesoro por deuda especial.

VARIABLES EXPLICATIVAS

- IPC:** Índice de Precios al Consumo. Fuente: Instituto Nacional de Estadística.
- PIB:** Producto Interior Bruto a precios de mercado. Fuente: Banco de España.

(a) Entre paréntesis, bajo los coeficientes estimados, su correspondiente estadístico t.

1. Porcentaje de atesoramiento sobre el valor total de los billetes en circulación



Fuente: Elaboración propia.

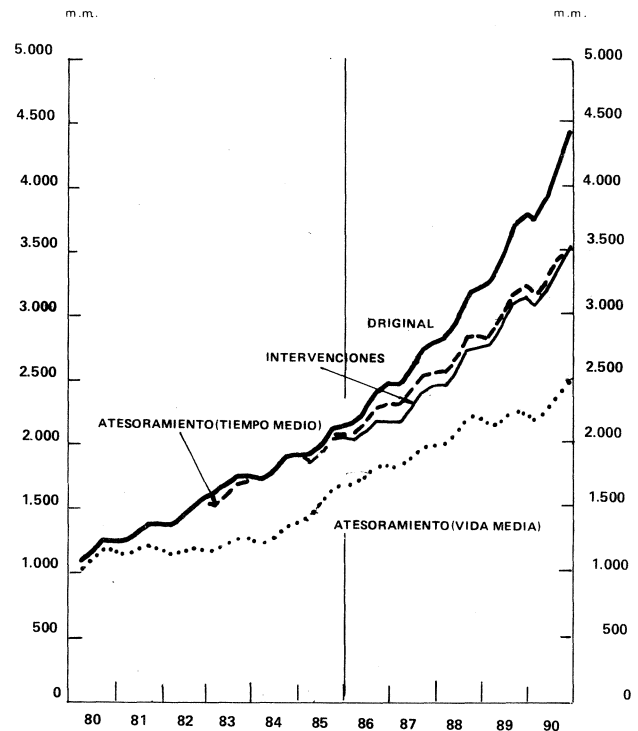
donde se observa cómo el fenómeno del atesoramiento sigue un comportamiento creciente, situándose para el año 1990 entre el 20 % y el 44 % sobre el valor total de la circulación fiduciaria.

En el gráfico 2 se presenta la serie original de billetes en circulación junto con las respectivas series ajustadas, bien mediante el análisis de intervención (esquema determinístico), bien mediante la variable atesoramiento calculada de acuerdo con las dos medidas propuestas anteriormente. En cualquier caso, se aprecia que la serie ajustada muestra una evolución mucho más moderada, acorde con la evolución de los precios y el nivel de actividad, que la serie original. En consecuencia, la medición del atesoramiento recoge los efectos de la evasión fiscal, y, a través de su aproximación mediante variables deterministas, supone un suficiente elemento corrector de la evolución de la circulación fiduciaria.

Los principales resultados obtenidos en este trabajo son los siguientes:

1. La función especificada para determinar la demanda de dinero está relacionada con la teoría cuantitativa de la cantidad de dinero, de tal forma

2. Valor de los billetes totales en circulación (a)



Fuentes: Banco de España y elaboración propia.

(a) Series ajustadas de intervenciones, atesoramiento según vida media y según tiempo medio.

que se acepta la hipótesis de que a largo plazo la cantidad de dinero variará en el mismo porcentaje que la correspondiente variación en el nivel de transacciones y en el nivel de precios, si, y sólo si, la evolución de la circulación fiduciaria se corrige de determinadas perturbaciones de carácter financiero-fiscal, entre las que destacan: las expectativas de cambios fiscales generadas tras la victoria electoral del PSOE en 1982, la promulgación de la Ley sobre determinados Activos Financieros en 1985, la implantación del IVA en 1986, la intensificación en 1989 del control fiscal sobre determinados instrumentos financieros (seguros de prima única, pagarés forales y transferencias de activos privados) y, por último, las expectativas generadas a finales de 1990 por el anuncio del plan de sustitución de pagarés del Tesoro. Esto determina que las previsiones sobre el futuro de la circulación fiduciaria estén sujetas a grandes incertidumbres, al estar afectadas por el comportamiento del público ante las innovaciones fiscales, tales como la futura sustitución de pagarés del Tesoro por deuda especial.

2. La diferencia entre la cantidad de dinero en circulación y la cantidad que resulta al corregir la circulación fiduciaria de las perturbaciones antes apun-

tadas, parece derivarse de una demanda añadida de dinero en efectivo con objeto de mantenerlo como depósito de valor que, en este estudio, queda identificado con el atesoramiento, configurándose así en la variable más importante que provoca el distorsionado comportamiento de la circulación fiduciaria.

3. Los factores que determinan la cuantía del atesoramiento, definido en un sentido amplio, son: las preferencias del público por mantener efectivo, el coste de oportunidad de mantener dinero —medido en términos de rentabilidad de activos financieros alternativos—, la instrumentación de transacciones en la economía sumergida y las perturbaciones económicas, con especial incidencia cuando son de carácter fiscal. Sin embargo, la naturaleza de estos fenómenos induce una respuesta temporal para cada uno de ellos sobre la cantidad de dinero bien diferente, de manera que sólo las dos últimas causas afectan de forma transitoria al atesoramiento, pues en estos casos el efectivo se comporta como depósito de valor a la espera de oportunidades rentables y fiscalmente opacas. Como consecuencia, estimaciones del nivel de transacciones de la economía sumergida basadas en el atesoramiento sufrirán grandes sesgos, ya que, como se ha indicado, en esta variable se observa gran diversidad de fenómenos, incluido el de la economía sumergida. Aproximaciones a la magnitud de la economía sumergida, en base a modelos monetarios, pueden encontrarse en Gutmann (1977), Feige (1979) y Escobedo y Mauleón (1991).

4. La cantidad de dinero atesorada en 1990 se estima que se encuentra limitada por el intervalo comprendido entre el 20 % y el 44 % del valor total de la circulación fiduciaria, según que el método de cálculo del atesoramiento utilizado sea el tiempo medio o la vida media, respectivamente. Debe destacarse que ambos criterios se encuentran sesgados, por orden, a la baja y al alza, de forma que pueden considerarse como una cota inferior y superior de este fenómeno. En términos relativos, la cantidad atesorada a partir de enero de 1985 es de 900 mm, según el tiempo medio, y 1,3 billones, según la vida media, cantidades no muy alejadas del resultado obtenido según el modelo econométrico, que sería 930 mm.

5. Cuando el porcentaje atesorado en España se mide sobre el número de billetes en circulación, se alcanza una magnitud del 28 %, que contrasta notablemente con el ratio que presentan los países de nuestro entorno, que, en cualquier caso, no excede del 5 %. Esta discrepancia sugiere una inadecuada estructura de billetes por denominaciones debido a la carencia de denominaciones más altas que las existentes. La introducción de mayores valores faciales supondrá un uso más intenso del billete de diez mil pesetas en las transacciones, a la vez que reducirá el impacto del atesoramiento sobre el número de billetes.

6. El billete de mil pesetas presenta una continua reducción de su vida media, de forma que su mantenimiento supone un coste creciente para el banco emisor.

24-IX-1991.

BIBLIOGRAFIA

- BAUMOL, W. (1952): «The transactions demand for cash: an inventory theoretic approach», en *Quarterly Journal of Economics*, noviembre.
- BOESCHOTEN, W. C. (1991): «National trends in payment systems and the demand for currency and banknotes», en *De Nederlandsche Bank. Research Memorandum W0&E, nr 9005*.
- ESCOBEDO, M. I., y MAULEON, I. (1991): «Demanda de dinero y economía sumergida», Instituto de Estudios Fiscales, P.T. 6/91, mayo.
- FEIGE, E. L. (1989): *The underground economies: tax evasion and information distortion*, Cambridge University Press.
- GUTMANN, P. M. (1977): «The subterranean economy», en *Financial Analysts Journal*, noviembre-diciembre.
- QUIROS, G. (1990): «La evolución del efectivo en manos del público», en *Papeles de Economía Española*, nº 43.
- SANZ, B. (1991): «Las perturbaciones financieras y sus efectos sobre los activos líquidos en manos del público», en *Boletín Económico*, Banco de España, marzo.
- SPRENKLER, C. M. (1969): «The uselessness of transactions demand models», en *Journal of Finance*, diciembre, págs. 835-847.

Información del Banco de España

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

Situación al día 31 de julio de 1991

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
SEIS GRANDES					
BILBAO VIZCAYA	13,25	32,31	29,00	32,31	29,00
CENTRAL	13,50	32,31	29,00	32,31	29,00
ESPAÑOL DE CREDITO	13,09	30,47	27,50	30,47	27,50
HISPANO AMERICANO	13,00	31,48	28,00	31,08	28,00
POPULAR ESPAÑOL	13,00	31,25	27,50	30,47	27,50
SANTANDER	12,25	32,31	29,00	32,31	29,00
<i>Media simple</i>	<i>13,02</i>	<i>31,69</i>	<i>28,33</i>	<i>31,49</i>	<i>28,33</i>
COMERCIALES					
ABBEYCOR NACIONAL	14,82	—	—	—	—
ABEL MATUTES TORRES	13,90	24,24	22,00	24,24	22,00
ALBACETE	—	—	—	—	—
ALCALA	13,65	25,00	—	(4,00)	—
ALICANTE	13,00	32,31	29,00	32,31	29,00
ALICANTINO DE COMERCIO	—	—	—	—	—
ANDALUCIA	13,00	31,25	27,50	30,47	27,50
ASTURIAS	13,50	30,60	27,00	29,85	27,00
ATLANTICO	12,75	26,25	24,00	26,25	24,00
B.N.P. ESPAÑA	13,75	31,10	29,00	(3,00)	—
BANIF	13,00	31,48	28,00	31,08	28,00
BARCELONA	13,00	32,30	29,00	32,30	29,00
BARCLAYS S.A.E.	12,00	28,65	26,00	28,65	26,00
BILBAO MERCHANT	12,75	—	—	—	—
CASTILLA	13,00	31,25	27,50	30,47	27,50
CATALANA	13,00	32,30	29,00	32,30	29,00
CITIBANK ESPAÑA	14,75	26,25	24,00	(4,06)	(4,00)
COMERCIAL ESPAÑOL	12,82	32,31	29,00	32,31	29,00
COMERCIAL TRANSATLANTICO	14,75	29,85	27,00	29,85	27,00
COMERCIO	13,37	32,31	29,00	32,31	29,00
CONDAL	—	—	—	—	—
CONSOLIDADO ESPAÑA	13,10	26,56	25,00	27,44	25,00
COOPERATIVO ESPAÑOL	15,00	22,71	—	(4,00)	—
CREDIPAS	14,50	24,36	22,00	23,88	22,00
CREDIT & COMMERCE	15,53	28,82	—	28,82	—
CREDITO BALEAR	13,50	31,25	27,50	30,47	27,50
CREDITO CANARIO	13,50	32,31	29,00	32,31	29,00
CREDITO Y AHORRO	14,20	28,65	26,00	28,65	26,00
DEPOSITOS	7,19	18,71	—	19,25	—
ETCHEVERRIA	13,09	28,64	—	(7,00)	—
EUROHIPOTECARIA	15,50	20,97	—	20,97	—
EUROPA	13,50	32,31	29,00	32,31	29,00
EUROPEO DE FINANZAS	13,00	29,86	27,00	(5,00)	—
EXPORTACION	12,75	26,25	24,00	26,25	24,00
EXTERIOR DE ESPAÑA	13,00	32,31	29,00	32,31	29,00
EXTERIOR INTERNACIONAL	13,65	32,31	29,00	32,31	29,00
EXTREMADURA	13,25	32,31	29,00	32,31	29,00
FINANZAS E INVERSIONES	13,50	20,00	—	(2,00)	—
FINANZIA BANCO DE CREDITO	13,25	32,31	29,00	32,31	29,00
FINESOR	—	—	—	—	—
GALICIA	13,00	31,25	27,50	30,47	27,50
GALLEGO	13,50	32,31	29,00	32,31	29,00
GENERAL	13,09	30,47	27,50	30,47	27,50
GESTION E INVERSION FINANCIERA	13,00	32,31	29,00	32,31	29,00
GUIPUZCOANO	13,10	27,69	26,00	(7,00)	0,00
HERRERO	12,75	32,31	29,00	32,31	29,00
HUELVA	—	—	—	—	—

(Continuación) 2
Situación al día 31 de julio de 1991

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/ccto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
COMERCIALES					
IBERCORP	15,87	28,07	25,00	23,88	22,00
INTERNACIONAL DE COMERCIO	14,06	29,86	27,00	29,86	27,00
INVERSION	—	22,50	—	22,50	—
INVERSIONES Y SERVICIOS FINANCIEROS	16,98	29,33	—	28,65	—
ISLAS CANARIAS	15,31	28,65	—	28,65	—
JEREZ	13,00	31,48	28,00	31,08	28,00
JOVER	12,50	32,31	29,00	32,31	29,00
MADRID	13,00	32,31	29,00	32,31	29,00
MAPFRE	13,00	27,44	—	27,44	—
MARCH	13,00	30,60	27,00	29,86	27,00
MAS SARDA	13,65	25,44	24,00	26,25	24,00
MERCANTIL DE TARRAGONA	13,25	31,48	28,00	31,08	28,00
MERIDIONAL	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
MURCIA	12,25	32,31	29,00	32,31	29,00
NATWEST ESPAÑA	13,00	30,60	27,00	29,85	27,00
PASTOR	13,10	29,85	27,00	29,85	27,00
PENINSULAR	—	—	—	—	—
PRIVAT BANK	15,00	28,07	25,00	28,07	25,00
PUEYO	10,66	28,65	26,00	28,65	26,00
SABADELL	13,10	28,65	26,00	28,65	26,00
SABADELL MULTIBANCA	13,92	28,65	26,00	28,65	26,00
SANTANDER NEGOCIOS	13,65	22,71	21,00	18,11	17,00
SEVILLA	—	—	—	—	—
SIMEON	13,00	32,31	29,00	32,31	29,00
SINDICATO DE BANQUEROS BARNA	15,59	32,31	29,00	32,31	29,00
TOLEDO	—	—	—	—	—
UNIVERSAL	13,80	28,65	—	28,65	—
VALENCIA	13,50	32,31	29,00	32,31	29,00
VASCONIA	13,00	31,25	27,50	30,47	27,50
VITORIA	13,10	30,47	27,50	30,47	27,50
ZARAGOZANO	13,38	33,18	29,00	33,18	29,00
<i>Media simple</i>	<i>13,45</i>	<i>29,36</i>	<i>27,22</i>	<i>29,50</i>	<i>27,14</i>
INDUSTRIALES					
BANCAPITAL	13,00	25,58	23,00	25,58	23,00
BANCOVAL	14,20	23,88	—	23,88	—
BANKINTER	11,25	32,30	29,00	(9,50)	—
BANKOA	13,00	28,65	—	28,65	—
CATALA DE CREDIT	13,65	30,47	27,50	30,47	27,50
CHASE ESPAÑA	16,10	25,81	—	25,81	—
DESARROLLO ECONOMICO ESPAÑOL	14,60	28,65	—	28,65	—
EXTERIOR DIRECTO	13,00	32,31	29,00	32,31	29,00
FOMENTO	13,65	32,31	29,00	32,31	29,00
GRANADA	13,50	32,31	29,00	32,31	29,00
INDUSTRIAL DE BILBAO	13,10	25,44	24,00	26,25	24,00
INDUSTRIAL DE CATALUÑA	13,00	32,30	29,00	32,30	29,00
INDUSTRIAL DEL MEDITERRANEO	13,00	32,30	29,00	32,30	29,00
NOROESTE	—	—	—	—	—
OCCIDENTAL	—	—	—	—	—
PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA	15,00	27,44	25,00	27,44	25,00
POPULAR INDUSTRIAL	12,00	31,25	27,50	30,47	27,50
PRIVANZA	15,87	32,31	29,00	32,31	29,00
PROGRESO	13,65	27,44	—	27,44	—
PROMOCION DE NEGOCIOS	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
URQUIJO	14,20	27,69	26,00	28,65	26,00
<i>Media simple</i>	<i>13,67</i>	<i>29,51</i>	<i>27,50</i>	<i>29,41</i>	<i>27,38</i>

(Continuación) 3
Situación al día 31 de julio de 1991

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
EXTRANJEROS					
ALGEMENE BANK	13,24	21,55	—	21,55	—
AMERICA	11,75	21,50	20,00	(4,00)	—
ARABE ESPAÑOL	12,50	28,73	25,00	28,73	25,00
BANKERS TRUST	13,25	22,00	—	22,00	—
BARCLAYS BANK INTERNAT.	12,00	28,65	26,00	28,65	26,00
BRASIL	16,98	27,44	25,00	(3,00)	—
BRUXELLES LAMBERT	14,20	21,55	20,00	21,55	20,00
CAISSE N.C. AGRIC	13,25	24,36	—	(2,01)	—
CHASE MANHATTAN	16,10	27,24	—	(3,08)	—
CITIBANK	14,00	25,00	—	30,00	—
COMMERCIALE ITALIANA	14,93	27,44	—	(2,50)	—
COMMERZBANK	15,31	21,55	20,00	21,55	20,00
CONTINENTAL ILLINOIS	—	—	—	—	—
CREDIT COMMERCIAL DE FRANCE ..	13,10	23,88	22,00	(4,06)	(4,00)
CREDIT LYONNAIS	14,75	23,88	22,00	(4,00)	—
CREDIT SUISSE	13,77	27,44	25,00	(3,03)	(3,00)
CREDITO ITALIANO	13,50	24,00	—	24,00	—
DEUTSCHE BANK	14,75	24,37	—	24,37	—
DEUTSCHE BANK CREDIT S.A.	14,20	27,44	25,00	(4,06)	(4,00)
DRESDNER BANK	12,90	24,60	22,00	24,60	22,00
ESPIRITU SANTO Y COM. LISBOA ..	14,50	24,00	—	24,00	—
ESTADO SAO PAULO	13,10	26,82	24,00	26,82	24,00
EXTERIOR DE LOS ANDES	9,84	27,44	—	27,44	—
FIRST INTERSTATE	15,00	22,50	—	(5,00)	—
FIRST N. BANK OF CHICAGO	15,98	26,82	—	(4,06)	—
FOMENTO EXTERIOR PORTUGAL	15,86	33,18	29,00	33,18	29,00
FUJI BANK LIMITED	14,75	30,49	27,50	30,49	27,50
GB BANCO BELGA	15,00	24,32	23,00	(3,00)	—
INDOSUEZ	13,60	20,00	—	20,00	—
INDUSTRIAL BANK OF JAPAN LTD. ..	16,14	26,82	24,00	26,82	24,00
INST. BANC. S. PAOLO DI TORINO ..	15,75	22,00	—	(4,00)	—
JYSKE BANK	14,25	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	15,19	26,56	25,00	(3,03)	(3,00)
MITSUBISHI BANK	13,35	25,59	—	(2,00)	—
MITSUMI TAIYO KOBE BANK	12,50	22,00	—	22,00	—
MORGAN GUARANTY	12,00	14,75	—	15,25	—
NACION ARGENTINA	15,50	24,36	22,00	(4,00)	—
NAPOLI	13,25	23,14	21,00	(5,10)	(5,00)
NAT. WESTMINSTER BANK	13,00	30,60	27,00	(6,66)	(6,50)
NATIONALE DE PARIS	13,75	31,10	29,00	(3,00)	—
NAZIONALE LAVORO	13,92	25,06	—	19,25	—
PARIBAS	15,30	21,55	—	(2,00)	—
PORTUGUES DO ATLANTICO	13,52	29,33	—	(4,07)	—
REAL	18,14	24,00	—	22,00	—
ROMA	14,93	21,00	20,00	(2,00)	—
ROYAL BANK OF CANADA	14,05	28,00	—	(2,00)	—
SANWA BANK	15,75	25,33	24,00	(2,00)	—
SAUDI ESPAÑOL	16,14	27,44	25,00	27,44	25,00
SOCIETE GENERALE	13,65	26,25	—	(3,03)	—
SUMITOMO BANK	12,50	21,55	20,00	(2,02)	(2,00)
THE DAI - ICHI KANGYO BANK LTD. ..	13,25	28,07	—	(2,00)	—
THE TOKAI BANK. LTD.	13,50	20,50	—	20,50	—
TOKYO	16,20	24,32	—	(2,02)	—
WESTDEUTSCHE LANDESBANK G.	16,00	27,44	25,00	27,44	25,00
<i>Media simple</i>	14,24	25,32	23,98	24,90	24,71
TOTAL					
<i>Media simple</i>	13,75	27,97	26,43	28,54	26,92

(Continuación) 4
Situación al día 31 de julio de 1991

CAJAS DE AHORRO	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
ALBACETE	15,03	25,44	24,00	26,65	24,00
ALICANTE Y VALENCIA PROVINCIAL	13,75	27,44	25,00	27,44	25,00
ASTURIAS	13,00	23,21	22,00	(4,00)	-
AVILA MONTE	13,00	25,06	-	25,06	-
BADAJOS	13,65	22,71	-	(4,00)	(4,00)
BALEARES	15,31	26,25	-	26,25	-
BILBAO VIZCAYA KUTXA	12,00	26,25	24,00	26,25	24,00
BURGOS C.C.O.	13,42	21,00	-	21,55	-
BURGOS MUNICIPAL	13,65	21,00	20,00	21,55	20,00
C. A. GUIPUZCOA Y S. SEBASTIAN	13,65	25,44	24,00	25,44	24,00
C. A. Y PENSIONES DE BARCELONA	13,65	27,44	25,00	27,44	25,00
CANARIAS GENERAL	14,20	25,06	-	(4,00)	-
CANARIAS INSULAR	14,20	25,44	24,00	26,25	24,00
CARLET	12,68	23,88	-	23,88	-
CASTELLON	13,92	27,44	25,00	27,44	25,00
CATALUÑA	13,52	27,44	25,00	27,44	25,00
CECA	13,00	21,00	20,00	(2,00)	-
CORDOBA MONTE	12,00	24,04	22,75	24,77	22,75
CORDOBA PROVINCIAL	13,10	24,32	23,00	25,06	23,00
CUENCA Y CIUDAD REAL	13,10	26,25	-	26,25	-
ESPAÑA DE INVERSIONES	13,10	23,21	-	(5,09)	-
EXTREMADURA	9,52	23,21	-	23,88	-
GALICIA	12,00	26,56	25,00	(4,00)	-
GERONA	13,10	26,56	-	27,44	-
GRAL. AH. DE GRANADA	14,75	26,56	25,00	27,44	25,00
GUADALAJARA	13,65	25,44	-	26,25	-
HUELVA Y SEVILLA	10,00	26,56	-	27,44	-
IBERCAJA	13,64	24,00	-	24,00	-
INMACULADA DE ARAGON	12,55	23,21	-	23,88	-
JAEN	15,00	26,56	-	27,44	-
JEREZ	12,28	25,06	-	(2,02)	-
LAYETANA	14,50	29,86	27,00	29,86	27,00
MADRID	13,00	23,88	22,00	(6,14)	-
MANLLEU	12,50	29,87	-	29,87	-
MANRESA	12,50	28,82	27,00	(3,00)	-
MEDITERRANEO	13,65	27,44	25,00	27,44	25,00
MURCIA	13,00	28,65	-	(8,00)	-
NAVARRA	14,75	25,44	24,00	26,82	24,00
ONTENIENTE	13,65	25,06	-	25,06	-
ORENSE	14,20	25,44	24,00	26,25	24,00
PAMPLONA MUNICIPAL	11,00	22,10	-	23,14	-
POLLENSA	15,30	25,06	-	25,06	-
PONTEVEDRA	14,25	26,56	-	27,44	-
POSTAL	12,82	23,21	22,00	23,88	22,00
RIOJA	15,86	22,00	22,00	23,88	22,00
SABADELL	13,37	28,65	26,00	28,65	26,00
SAGUNTO	13,65	28,65	-	28,65	-
SALAMANCA Y SORIA	10,38	26,56	-	27,44	-
SANTANDER Y CANTABRIA	14,75	21,00	21,00	(6,00)	(6,00)
SEGOVIA	13,64	21,55	20,00	21,55	20,00

(Continuación) 5
Situación al día 31 de julio de 1991

CAJAS DE AHORRO	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
SEVILLA SAN FERNANDO	13,25	25,06	23,00	(5,09)	(5,00)
TARRAGONA	13,00	25,00	—	(5,00)	(5,00)
TARRASA	14,00	26,84	—	26,84	—
TOLEDO	14,00	25,44	—	25,44	—
UNICAJA	13,00	26,56	25,00	27,44	25,00
VALENCIA	13,34	27,44	25,00	27,44	25,00
VIGO	13,25	26,56	25,00	27,44	25,00
VILLAFRANCA DEL PENEDES	12,01	27,44	—	(3,00)	—
VITORIA Y ALAVA	13,65	24,32	23,00	25,06	23,00
TOTAL					
<i>Media simple</i>	13,32	25,38	23,70	26,03	23,95
ENTIDADES OFICIALES DE CREDITO					
BANCO DE CREDITO AGRICOLA	14,75	21,00	—	(6,5)	—
BANCO DE CREDITO INDUSTRIAL	13,00	32,31	—	32,31	—
BANCO HIPOTECARIO	—	21,00	20,00	(6,14)	(6,00)
BANCO DE CREDITO LOCAL	15,31	18,81	18,00	19,25	18,00
<i>Media simple</i>	14,35	23,28	19,00	25,78	18,00

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

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

Situación al día 31 de agosto de 1991

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
SEIS GRANDES					
BILBAO VIZCAYA	13,25	32,31	29,00	32,31	29,00
CENTRAL	13,50	32,31	29,00	32,31	29,00
ESPAÑOL DE CREDITO	13,09	30,47	27,50	30,47	27,50
HISPANO AMERICANO	13,00	31,48	28,00	31,08	28,00
POPULAR ESPAÑOL	13,00	31,25	27,50	30,47	27,50
SANTANDER	12,25	32,31	29,00	32,31	29,00
<i>Media simple</i>	<i>13,02</i>	<i>31,69</i>	<i>28,33</i>	<i>31,49</i>	<i>28,33</i>
COMERCIALES					
ABBEYCOR NACIONAL	14,82	-	-	-	-
ABEL MATUTES TORRES	14,48	29,86	27,00	29,86	27,00
ALBACETE	-	-	-	-	-
ALCALA	13,65	25,00	-	(4,00)	-
ALICANTE	13,00	32,31	29,00	32,31	29,00
ALICANTINO DE COMERCIO	-	-	-	-	-
ANDALUCIA	13,00	31,25	27,50	30,47	27,50
ASTURIAS	13,50	30,60	27,00	29,85	27,00
ATLANTICO	12,75	26,25	24,00	26,25	24,00
B.N.P. ESPAÑA	13,75	31,10	29,00	(3,00)	-
BANIF	13,00	31,48	28,00	31,08	28,00
BARCELONA	13,00	32,30	29,00	32,30	29,00
BARCLAYS S.A.E.	12,00	28,65	26,00	28,65	26,00
BILBAO MERCHANT	12,75	-	-	-	-
CAJA POSTAL DE AHORROS	12,82	23,21	22,00	23,88	22,00
CASTILLA	13,00	31,25	27,50	30,47	27,50
CATALANA	13,00	32,30	29,00	32,30	29,00
CITIBANK ESPAÑA	14,75	26,25	24,00	(4,06)	(4,00)
COMERCIAL ESPAÑOL	12,82	32,31	29,00	32,31	29,00
COMERCIAL TRANSATLANTICO	14,75	29,85	27,00	29,85	27,00
COMERCIO	13,37	32,31	29,00	32,31	29,00
CONDAL	-	-	-	-	-
CONSOLIDADO ESPAÑA	13,10	26,56	25,00	27,44	25,00
COOPERATIVO ESPAÑOL	15,00	22,71	-	(4,00)	-
CREDIPAS	14,50	24,36	22,00	23,88	22,00
CREDIT & COMMERCE	15,53	28,82	-	28,82	-
CREDITO BALEAR	13,50	31,25	27,50	30,47	27,50
CREDITO CANARIO	13,50	32,31	29,00	32,31	29,00
CREDITO Y AHORRO	14,20	28,65	26,00	28,65	26,00
DEPOSITOS	7,19	18,71	-	19,25	-
ETCHEVERRIA	13,09	28,64	-	(7,00)	-
EUROHIPOTECARIA	15,50	20,97	-	20,97	-
EUROPA	13,50	32,31	29,00	32,31	29,00
EUROPEO DE FINANZAS	13,00	29,86	27,00	(5,00)	-
EXPORTACION	12,75	26,25	24,00	26,25	24,00
EXTERIOR DE ESPAÑA	13,00	32,31	29,00	32,31	29,00
EXTERIOR INTERNACIONAL	13,65	32,31	29,00	32,31	29,00
EXTREMADURA	13,25	32,31	29,00	32,31	29,00
FINANZAS E INVERSIONES	13,50	20,00	-	(2,00)	-
FINANZIA BANCO DE CREDITO	13,25	32,31	29,00	32,31	29,00
FINESOR	-	-	-	-	-
GALICIA	13,00	31,25	27,50	30,47	27,50
GALLEGO	13,50	32,31	29,00	32,31	29,00
GENERAL	13,09	30,47	27,50	30,47	27,50
GESTION E INVERSION FINANCIERA	13,00	32,31	29,00	32,31	29,00
GUIPUZCOANO	13,10	27,69	26,00	(7,00)	0,00
HERRERO	12,75	32,31	29,00	32,31	29,00
HUELVA	-	-	-	-	-

(Continuación) 2
Situación al día 31 de agosto de 1991

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
COMERCIALES					
IBERCORP	15,87	28,07	25,00	23,88	22,00
INTERNACIONAL DE COMERCIO	14,06	29,86	27,00	29,86	27,00
INVERSION	-	22,50	-	22,50	-
INVERSIONES Y SERVICIOS FINANCIEROS	16,98	29,33	-	28,65	-
ISLAS CANARIAS	15,31	28,65	-	28,65	-
JEREZ	13,00	31,48	28,00	31,08	28,00
JOVER	12,50	32,31	29,00	32,31	29,00
MADRID	13,00	32,31	29,00	32,31	29,00
MAPFRE	13,00	27,44	-	27,44	-
MARCH	13,00	30,60	27,00	29,86	27,00
MAS SARDA	13,65	25,44	24,00	26,25	24,00
MERCANTIL DE TARRAGONA	13,25	31,48	28,00	31,08	28,00
MERIDIONAL	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
MURCIA	12,50	32,31	-	32,31	-
NATWEST ESPAÑA	13,00	30,60	27,00	29,85	27,00
PASTOR	13,10	29,85	27,00	29,85	27,00
PENINSULAR	-	-	-	-	-
PRIVAT BANK	15,00	28,07	25,00	28,07	25,00
PUEYO	10,66	28,65	26,00	28,65	26,00
SABADELL	13,10	28,65	26,00	28,65	26,00
SABADELL MULTIBANCA	13,92	28,65	26,00	28,65	26,00
SANTANDER NEGOCIOS	13,65	22,71	21,00	18,11	17,00
SEVILLA	-	-	-	-	-
SIMEON	13,00	32,31	29,00	32,31	29,00
SINDICATO DE BANQUEROS BARNA.	15,59	32,31	29,00	32,31	29,00
TOLEDO	-	-	-	-	-
UNIVERSAL	13,80	28,65	-	28,65	-
VALENCIA	13,50	32,31	29,00	32,31	29,00
VASCONIA	13,00	31,25	27,50	30,47	27,50
VITORIA	13,10	30,47	27,50	30,47	27,50
ZARAGOZANO	13,38	33,18	29,00	33,18	29,00
<i>Media simple</i>	<i>13,45</i>	<i>29,35</i>	<i>27,19</i>	<i>29,50</i>	<i>27,11</i>
INDUSTRIALES					
BANCAPITAL	13,00	25,58	23,00	25,58	23,00
BANCOVAL	14,20	23,88	-	23,88	-
BANKINTER	11,25	32,30	29,00	(9,50)	-
BANKOIA	13,00	28,65	-	28,65	-
CATALA DE CREDIT	13,65	30,47	27,50	30,47	27,50
CHASE ESPAÑA	16,10	25,81	-	25,81	-
DESARROLLO ECONOMICO ESPAÑOL	14,60	28,65	-	28,65	-
EXTERIOR DIRECTO	13,00	32,31	29,00	32,31	29,00
FOMENTO	13,65	32,31	29,00	32,31	29,00
GRANADA	13,50	32,31	29,00	32,31	29,00
INDUSTRIAL DE BILBAO	13,10	25,44	24,00	26,25	24,00
INDUSTRIAL DE CATALUÑA	13,00	32,30	29,00	32,30	29,00
INDUSTRIAL DEL MEDITERRANEO	13,00	32,30	29,00	32,30	29,00
NOROESTE	-	-	-	-	-
OCCIDENTAL	-	-	-	-	-
PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA	15,00	27,44	25,00	27,44	25,00
POPULAR INDUSTRIAL	12,00	31,25	27,50	30,47	27,50
PRIVANZA	15,87	32,31	29,00	32,31	29,00
PROGRESO	13,65	27,44	-	27,44	-
PROMOCION DE NEGOCIOS	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
URQUIJO	14,20	27,69	26,00	28,65	26,00
<i>Media simple</i>	<i>13,67</i>	<i>29,51</i>	<i>27,50</i>	<i>29,41</i>	<i>27,38</i>

(Continuación) 3
Situación al día 31 de agosto 1991

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
EXTRANJEROS					
ALGEMENE BANK	13,84	21,55	—	21,55	—
AMERICA	11,75	21,50	20,00	(4,00)	—
ARABE ESPAÑOL	12,50	28,73	25,00	28,73	25,00
BANKERS TRUST	13,75	22,00	—	22,00	—
BARCLAYS BANK INTERNAT.	12,00	28,65	26,00	28,65	26,00
BRASIL	16,98	27,44	25,00	(3,00)	—
BRUXELLES LAMBERT	14,20	21,55	20,00	21,55	20,00
CAISSE N.C. AGRIC	13,25	24,36	—	(2,01)	—
CHASE MANHATTAN	16,10	27,24	—	(3,08)	—
CITIBANK	14,00	25,00	—	30,00	—
COMMERCIALE ITALIANA	15,22	27,44	—	(2,50)	—
COMMERZBANK	15,31	21,55	20,00	21,55	20,00
CONTINENTAL ILLINOIS	—	—	—	—	—
CREDIT COMMERCIAL DE FRANCE ..	13,10	23,88	22,00	(4,06)	(4,00)
CREDIT LYONNAIS	14,75	23,88	22,00	(4,00)	—
CREDIT SUISSE	13,77	27,44	25,00	(3,03)	(3,00)
CREDITO ITALIANO	13,50	24,00	—	24,00	—
DEUTSCHE BANK	14,75	24,37	—	24,37	—
DEUTSCHE BANK CREDIT S.A.	14,20	27,44	25,00	(4,06)	(4,00)
DRESDNER BANK	12,90	24,60	22,00	24,60	22,00
ESPIRITU SANTO Y COM. LISBOA ..	14,50	24,00	—	24,00	—
ESTADO SAO PAULO	12,00	26,82	24,00	26,82	24,00
EXTERIOR DE LOS ANDES	9,84	27,44	—	27,44	—
FIRST INTERSTATE	15,00	22,50	—	(5,00)	—
FIRST N. BANK OF CHICAGO	15,98	26,82	—	(4,06)	—
FOMENTO EXTERIOR PORTUGAL	15,86	33,18	29,00	33,18	29,00
FUJII BANK LIMITED	14,75	30,49	27,50	30,49	27,50
GB BANCO BELGA	15,00	24,32	23,00	(3,00)	—
INDOSUEZ	13,60	20,00	—	20,00	—
INDUSTRIAL BANK OF JAPAN LTD. ..	16,14	26,82	24,00	26,82	24,00
INST. BANC. S. PAOLO DI TORINO ..	15,75	22,00	—	(4,00)	—
JYSKE BANK	14,25	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	15,19	26,56	25,00	(3,03)	(3,00)
MITSUBISHI BANK	12,95	25,59	—	(2,00)	—
MITSUMI TAIYO KOBE BANK	12,50	22,00	—	22,00	—
MORGAN GUARANTY	12,00	14,75	—	15,25	—
NACION ARGENTINA	15,50	24,36	22,00	(4,00)	—
NAPOLI	13,25	23,14	21,00	(5,10)	(5,00)
NAT. WESTMINSTER BANK	13,00	30,60	27,00	(6,66)	(6,50)
NATIONALE DE PARIS	13,75	31,10	29,00	(3,00)	—
NAZIONALE LAVORO	13,92	25,06	—	19,25	—
PARIBAS	15,30	21,55	—	(2,00)	—
PORTUGUES DO ATLANTICO	13,52	29,33	—	(4,07)	—
REAL	18,14	24,00	—	22,00	—
ROMA	14,93	21,00	20,00	(2,00)	—
ROYAL BANK OF CANADA	14,05	28,00	—	(2,00)	—
SANWA BANK	13,75	25,33	24,00	(2,00)	—
SAUDI ESPAÑOL	16,14	27,44	25,00	27,44	25,00
SOIETE GENERALE	13,65	26,25	—	(3,03)	—
SUMITOMO BANK	12,50	21,55	20,00	(2,02)	(2,00)
THE DAI - ICHI KANGYO BANK LTD. ..	13,00	28,07	—	(2,00)	—
THE TOKAI BANK. LTD.	14,00	21,00	—	21,00	—
TOKYO	16,20	24,32	—	(2,02)	—
WESTDEUTSCHE LANDESBANK G.	16,00	27,44	25,00	27,44	25,00
<i>Media simple</i>	14,21	25,33	23,98	24,92	24,71
TOTAL					
<i>Media simple</i>	13,74	27,98	26,41	28,55	26,89

(Continuación) 4
Situación al día 31 de agosto de 1991

CAJAS DE AHORRO	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
ALBACETE	14,69	25,44	24,00	26,65	24,00
ALICANTE Y VALENCIA PROVINCIAL	13,75	27,44	25,00	27,44	25,00
ASTURIAS	13,00	23,21	22,00	(4,00)	-
AVILA MONTE	13,00	25,06	-	25,06	-
BADAJOS	13,65	22,71	-	(4,00)	(4,00)
BALEARES	15,31	26,25	-	26,25	-
BILBAO VIZCAYA KUTXA	12,00	26,25	24,00	26,25	24,00
BURGOS C.C.O.	13,42	21,00	-	21,55	-
BURGOS MUNICIPAL	13,65	21,00	20,00	21,55	20,00
C. A. GUIPUZCOA Y S. SEBASTIAN	13,65	25,44	24,00	25,44	24,00
C. A. Y PENSIONES DE BARCELONA	13,65	27,44	25,00	27,44	25,00
CANARIAS GENERAL	14,20	25,06	-	(4,00)	-
CANARIAS INSULAR	14,20	25,44	24,00	26,25	24,00
CARLET	12,68	23,88	-	23,88	-
CASTELLON	13,92	27,44	25,00	27,44	25,00
CATALUÑA	13,52	27,44	25,00	27,44	25,00
CECA	13,00	21,00	20,00	(2,00)	-
CORDOBA MONTE	12,00	24,04	22,75	24,77	22,75
CORDOBA PROVINCIAL	13,10	24,32	23,00	25,06	23,00
CUENCA Y CIUDAD REAL	13,10	26,25	-	26,25	-
ESPAÑA DE INVERSIONES	13,10	23,21	-	(5,09)	-
EXTREMADURA	9,52	23,21	-	23,88	-
GALICIA	12,00	26,56	25,00	(4,00)	-
GERONA	13,10	26,56	-	27,44	-
GRAL. AH. DE GRANADA	14,75	26,56	25,00	27,44	25,00
GUADALAJARA	13,65	25,44	-	26,25	-
HUELVA Y SEVILLA	10,00	26,56	-	27,44	-
IBERCAJA	13,64	24,00	-	24,00	-
INMACULADA DE ARAGON	12,55	23,21	-	23,88	-
JAEN	15,00	26,56	-	27,44	-
JEREZ	12,28	25,06	-	(2,02)	-
LAYETANA	14,50	29,86	27,00	29,86	27,00
MADRID	13,00	23,88	22,00	(6,14)	-
MANLLEU	12,50	29,87	-	29,87	-
MANRESA	12,50	28,82	27,00	(3,00)	-
MEDITERRANEO	13,65	27,44	25,00	27,44	25,00
MURCIA	13,00	28,65	-	(8,00)	-
NAVARRA	14,75	25,44	24,00	26,82	24,00
ONTENIENTE	13,65	25,06	-	25,06	-
ORENSE	14,20	25,44	24,00	26,25	24,00
PAMPLONA MUNICIPAL	11,00	22,10	-	23,14	-
POLLENSA	15,30	25,06	-	25,06	-
PONTEVEDRA	14,25	26,56	-	27,44	-
RIOJA	15,86	22,00	22,00	23,88	22,00
SABADELL	13,37	28,65	26,00	28,65	26,00
SAGUNTO	13,65	28,65	-	28,65	-
SALAMANCA Y SORIA	10,38	26,56	-	27,44	-
SANTANDER Y CANTABRIA	14,75	21,00	21,00	(6,00)	(6,00)
SEGOVIA	13,64	21,55	20,00	21,55	20,00

(Continuación) 5
Situación al día 31 de agosto de 1991

CAJAS DE AHORRO	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
SEVILLA SAN FERNANDO	13,25	25,06	23,00	(5,09)	(5,00)
TARRAGONA	13,00	25,00	-	(5,00)	(5,00)
TARRASA	14,00	26,84	-	26,84	-
TOLEDO	14,00	25,44	-	25,44	-
UNICAJA	13,00	26,56	25,00	27,44	25,00
VALENCIA	13,34	27,44	25,00	27,44	25,00
VIGO	13,25	26,56	25,00	27,44	25,00
VILAFRANCA DEL PENEDES	12,01	27,44	-	(3,00)	-
VITORIA Y ALAVA	13,65	24,32	23,00	25,06	23,00
TOTAL					
<i>Media simple</i>	13,32	25,42	23,76	26,07	24,03
ENTIDADES OFICIALES DE CREDITO					
BANCO DE CREDITO AGRICOLA	14,75	21,00	-	(6,5)	-
BANCO DE CREDITO INDUSTRIAL	13,00	32,31	-	32,31	-
BANCO HIPOTECARIO	-	21,00	20,00	(6,14)	(6,00)
BANCO DE CREDITO LOCAL	15,31	18,81	18,00	19,25	18,00
<i>Media simple</i>	14,35	23,28	19,00	25,78	18,00

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

CIRCULARES Y COMUNICACIONES VARIAS PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	CONTENIDO	PUBLICACION EN EL «BOE»
4/91, de 14 de junio	Anexos I al XV. Publicados el 31.7.91.	27 junio 1991
5/91, de 26 de julio	Entidades miembros del Sistema Nacional de Compensación Electrónica. Perfeccionamiento y desarrollo del Sistema Nacional de Compensación Electrónica.	10 agosto 1991

CORRECCIONES A LAS CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULAR	CONTENIDO
4/91, de 14 de junio	Fe de erratas en varias normas y anexos.
8/88, de 14 de junio	Anexo I. Normas del Sistema Nacional.

COMUNICACIONES VARIAS DEL BANCO DE ESPAÑA

COMUNICACIONES VARIAS	CONTENIDO
Instrucción de 4 de julio de 1991 (Ref. Int. CV 10/91)	Entidades gestoras del mercado de deuda pública en anotaciones. Emisión de deuda especial del Estado por canje de pagarés del Tesoro.
Instrucción de 15 de julio de 1991 (Ref. Int. CV 11/91)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Bonos del Estado, a 5 años al 11,90 %, emisión de 16 de mayo de 1991. Subastas de agosto y septiembre.
Instrucción de 15 de julio de 1991 (Ref. Int. CV 12/91)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Obligaciones del Estado, a 10 años al 12,25 %, emisión de 25 de marzo de 1990. Subastas de agosto y septiembre.
Instrucción de 15 de julio de 1991 (Ref. Int. CV 13/91)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Bonos del Estado, a 3 años al 12 %, emisión de 16 de mayo de 1991. Subastas de agosto y septiembre.

MODIFICACIONES A LAS COMUNICACIONES VARIAS DEL BANCO DE ESPAÑA

COMUNICACION VARIA	CONTENIDO
Instrucción de 4 de julio de 1991 (Ref. Int. CV 10/91)	Fe de erratas. Página 1, punto 1, párrafo 9.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas durante el mes de agosto de 1991

Código	Nombre	Fecha	Concepto
BANCOS			
0210	BANCO 21, S.A.	01.08.91	Alta con domicilio social en Henri Dunant, 15-17.-28036 Madrid.
1302	CAJA POSTAL, S.A.	06.08.91	Alta con domicilio social en el Paseo de Recoletos, 7.-28014 Madrid.
OFICINAS DE REPRESENTACION DE BANCOS EXTRANJEROS			
1198	CASSA DI RISPARMIO DI FIRENZE	02.08.91	Alta con domicilio social en el Paseo de la Castellana, 60.-28046 Madrid.
1199	CASSA DI RISPARMIO DI GENOVA E IMPERIA	02.08.91	Alta con domicilio social en el Paseo de la Castellana, 60, 4.º-28046 Madrid.
COOPERATIVAS DE CREDITO			
3056	CAJA RURAL PROVINCIAL DE ALBACETE, S.C.C.L.	01.08.91	Cambio de denominación social por CAJA RURAL DE ALBACETE, SOCIEDAD COOPERATIVA DE CREDITO
CAJAS DE AHORRO			
2088	CAJA POSTAL DE AHORROS	06.08.91	Baja por cesión de activos y pasivos a Caja Postal, S.A.
DEMÁS ENTIDADES (Ley 26/1988)			
8915	FACTORCAT, ENTIDAD DE FINANCIACION, S.A.	01.08.91	Alta con domicilio social en Fontanella, 7.-08010 Barcelona.
8206	SOCIEDAD DE CREDITO HIPOTECARIO BANSANDER, S.A.	05.08.91	Cambio de domicilio social a Plaza Manuel Gómez Moreno, 2-17.º, «Edificio Alfredo Mahou». -28020 Madrid.
8743	COMPAÑIA FINANCIERA NASHUA SPAIN, S.A.	05.08.91	Baja por cambio de objeto social.
4395	TRAYER Y ASOCIADOS DE VALORACIONES, S.A.	09.08.91	Alta con domicilio social en Reyes de Aragón, 15, E-10-3.º.-50009 Zaragoza.
8373	FAISA, ENTIDAD DE FINANCIACION, S.A.	19.08.91	Baja por acuerdo del Consejo de Ministros de 27 de marzo de 1991.
8399	FINCAS DEL BAJO EBRO, S.A., E.F.	19.08.91	Baja por acuerdo del Consejo de Ministros de 27 de marzo de 1991.
8415	FINANDALUS, ENTIDAD DE FINANCIACION, S.A.	19.08.91	Baja por acuerdo del Consejo de Ministros de 27 de marzo de 1991.
8424	CORPORACION FINANCIERA SUR, E.F., S.A.	19.08.91	Baja por acuerdo del Consejo de Ministros de 27 de marzo de 1991.
8475	CREDITOS SALMANTINOS, S.A.	19.08.91	Baja por acuerdo del Consejo de Ministros de 27 de marzo de 1991.
8530	FILO BARCELONA, S.A., ENTIDAD DE FINANCIACION	19.08.91	Baja por acuerdo del Consejo de Ministros de 27 de marzo de 1991.
8533	FILO GRANOLLERS, S.A., ENTIDAD DE FINANCIACION	19.08.91	Baja por acuerdo del Consejo de Ministros de 27 de marzo de 1991.
8535	FILO MATARO, S.A., ENTIDAD DE FINANCIACION	19.08.91	Baja por acuerdo del Consejo de Ministros de 27 de marzo de 1991.
8614	FINANCIERA AUTOMOVILES MAQUINARIA INDUSTRIAL, S.A.	19.08.91	Baja por acuerdo del Consejo de Ministros de 27 de marzo de 1991.
8621	FINANCIERA MERCANTIL E INDUSTRIAL, S.A. DE FINANC.	19.08.91	Baja por acuerdo del Consejo de Ministros de 27 de marzo de 1991.
8647	AGRO INDUSTRIAL DE FINANCIACION, S.A.	19.08.91	Baja por acuerdo del Consejo de Ministros de 27 de marzo de 1991.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES (continuación)

Variaciones producidas durante el mes de agosto de 1991

Código	Nombre	Fecha	Concepto
DEMÁS ENTIDADES (Ley 26/1988)			
8661	CREDITO COMERCIAL ESPAÑOL, S.A.	19.08.91	Baja por acuerdo del Consejo de Ministros de 27 de marzo de 1991.
8727	FINANCIERA DE DESARROLLO Y CTO., S.A. DE FINANC.	19.08.91	Baja por acuerdo del Consejo de Ministros de 27 de marzo de 1991.
8740	SDAD. DE FINANCIACION E INVERS. FINANCIERAS, S.A.	19.08.91	Baja por acuerdo del Consejo de Ministros de 27 de marzo de 1991.
4320	TASACIONES DE BIENES, S.A.	21.08.91	Cambio de denominación social por TASACIONES DE BIENES MEDITERRANEO, S.A.
8620	SETRISA, S.A., ENTIDAD DE FINANCIACION	21.08.91	Cambio de denominación social por PASTOR SERVICIOS FINANCIEROS, ENTIDAD DE FINANCIACION, S.A., y cambio de domicilio social a Cantón Pequeño, 1.-15003 La Coruña.
4725	FORD LEASING, S.A.	21.08.91	Cambio de denominación social por FORD LEASING, S.A. DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO.
8783	CONAFIN, S.A. DE FINANCIACION	22.08.91	Cambio de domicilio social a Conde de Urgel, 257, entresuelo.-08036 Barcelona.
4378	TASACIONES CUANTO, S.A.	22.08.91	Cambio de domicilio social a General Dávila, 3.-28003 Madrid.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas durante el mes de septiembre de 1991

Código	Nombre	Fecha	Concepto
BANCOS			
0156	ALGEMENE BANK NEDERLAND N.V. Sucursal en España	01.09.91	Cambio de denominación social por ABN AMRO BANK N.V. Sucursal en España.
0076	BANCO DE PROGRESO, S.A.	06.09.91	Cambio de domicilio social a Príncipe de Vergara, 131.-28002 Madrid.
0205	DEUTSCHE BANK CREDIT, S.A.	09.09.91	Cambio de domicilio social a Gobelas, 47-49.-28023 Madrid.
0013	BANCO NATWEST ESPAÑA, S.A.	23.09.91	Cambio de domicilio social a Príncipe de Vergara, 125.-28002 Madrid.
OFICINAS DE REPRESENTACION DE BANCOS EXTRANJEROS			
1200	ASLK-CGER BANK	02.09.91	Alta con domicilio social en Avda. Diagonal, 530, 3.º.-08006 Barcelona.
1201	SYDBAN (SCHWEIZ) A.G.	02.09.91	Alta con domicilio social en Daoíz y Velarde, s/n. Edificio Las Yucas, bajo.-29640 Fuengirola (Málaga).
1202	CORESTATES BANK NATIONAL ASSOCIATION	05.09.91	Alta con domicilio social en Raimundo Fernández Villaverde, 26.-28003 Madrid.
COOPERATIVAS DE CREDITO			
3116	CAJA RURAL COMARCAL DE MOTA DEL CUERVO, S.C.L.C.A.	11.09.91	Cambio de domicilio social a Plaza Mayor, 9.-16630 Mota del Cuervo (Cuenca)
DEMÁS ENTIDADES (Ley 26/1988)			
4396	TASACIONES VALENCIA, S.A.	09.09.91	Alta con domicilio social en Explorador Andrés, 32, bajo.-46022 Valencia.
4397	INSTITUTO DE TASACIONES INFORMATIZADAS, S.A.	09.09.91	Alta con domicilio social en López de Hoyos, 15.-28006 Madrid.
4781	LISAVAL, S.A.	17.09.91	Cambio de denominación social a SVENSKA FINANS ESPAÑA, S.A. SOCIEDAD DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO y cambio de domicilio social a Paseo de la Habana, 54, 5.º izquierda.-28036 Madrid.
8617	CORPORACION FINANCIERA MADRILEÑA, E.F., S.A.	18.09.91	Cambio de denominación social por AUSYCO FACTORING, E.F., S.A. y baja por cambio de objeto social a Sección Factoring.
8916	AUSYCO FACTORING, E.F., S.A.	18.09.91	Alta por cambio de Sección de la 8617.
4783	NC LEASING, S.A.	19.09.91	Cambio de domicilio social a Capitán Haya, 38, planta 4.-28020 Madrid.
4753	EDAMLEASING, S.A.	20.09.91	Cambio de denominación social por EDAMLEASING, S.A. DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO.
4748	CONSORCIO NACIONAL DEL LEASING, S.A.	20.09.91	Baja por cambio de objeto social.
8799	WHIRPOOL FINANCIAL CORPORATION ESPAÑA, E.F., S.A.	23.09.91	Alta con domicilio social en Carretera de Rivas, km. 14.-08110 Montcada i Reixac (Barcelona).

PUBLICACIONES RECIENTES DEL BANCO DE ESPAÑA

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

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

JOSE L. ESCRIVA Y ROMAN SANTOS

UN ESTUDIO DEL CAMBIO DE REGIMEN EN LA VARIABLE INSTRUMENTAL DEL CONTROL MONETARIO EN ESPAÑA.—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 9111

Un resumen de este documento se publica en este boletín.

CARLOS CHULIA

EL CREDITO INTEREMPRESARIAL. UNA MANIFESTACION DE LA DESINTERMEDIACION FINANCIERA.—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 9112

Un resumen de este documento fue publicado en el *Boletín Económico* de febrero.