

PRINCIPALES DESARROLLOS DEL CRÉDITO INTEREMPRESARIAL

Implicaciones sobre el sistema económico y financiero

Víctor García-Vaquero

I. INTRODUCCIÓN

El crédito bancario, la autofinanciación, la emisión de capital o de valores de renta fija son elementos básicos en la financiación de las empresas no financieras en España. Ahora bien, esta lista no se completaría si no incluyéramos el crédito interempresarial; es decir, la financiación que se concede a sí mismo el sector privado no financiero.

De hecho, hace algunos años, en la mayor parte de la literatura al uso, se omitía esta modalidad de crédito, quizá por un cierto desconocimiento de las operaciones comerciales y financieras empresariales y, en mayor medida, por la escasa información agregada sobre los estados económico-financieros. Incluso en el período reciente, cuando los analistas tratan del proceso de desintermediación financiera, sólo aluden a los flujos financieros que discurren a través de los mercados de valores sin tomar en consideración aquellas deudas contraídas entre las propias empresas manufactureras, industriales, comerciales o de servicios, lo que en la terminología empresarial se denomina el crédito concedido a *clientes* y la financiación recibida por los *proveedores*.

La importancia relativa del crédito interempresarial es progresivamente creciente —en la actualidad, la financiación entre empresas supera el 50 por 100 del crédito bancario a actividades productivas—, y aunque su desarrollo es claramente beneficioso para la actividad económica, su crecimiento de forma desmedida, unido a la falta de transparencia, puede generar riesgos para la actividad empresarial.

El objetivo de este artículo es describir la evolución reciente del crédito interempresarial en España y analizar sus implicaciones más relevantes sobre el sistema económico y financiero. Para ello, en el apartado segundo se desarrollan los rasgos básicos y aspectos teóricos del crédito interempresarial. En el tercero se detalla el comportamiento de este fenómeno en España entre 1990 y 1995, analizando de forma pormenorizada el desarrollo en el sector de la distribución comercial. En el cuarto se exponen algunas de las implicaciones más relevantes de este proceso en el sistema financiero y empresarial

español, con especial atención a sus efectos sobre la política monetaria. Finalmente, las conclusiones se desarrollan en el quinto apartado.

II. RASGOS BÁSICOS Y ASPECTOS TEÓRICOS DEL CRÉDITO INTEREMPRESARIAL

Si bien el objeto de estudio en este artículo es el crédito interempresarial, en determinadas ocasiones se hará referencia a la financiación que se conceden entre sí las familias y empresas no financieras por la imposibilidad —en ocasiones— de desagregar la información disponible.

En este sentido, dentro del crédito interempresarial es preciso distinguir el *crédito comercial* y el *crédito financiero*. El primero se puede definir como el aplazamiento de pago de una compraventa de bienes o de una prestación de servicios, pero siempre que sea una operación típicamente comercial, es decir, que derive de una transacción que sea objeto del negocio típico de la empresa.

El crédito financiero, o no comercial, se define como las deudas contraídas por operaciones que no son estrictamente comerciales. Por ello, dentro de este concepto, se incluirían todas las aplazamientos de pago que se conceden al margen de lo que es el objeto comercial de la empresa.

Esta distinta especificación sugiere que el crédito comercial depende de la evolución de las compras y ventas de las empresas, mientras que el crédito financiero puede estar más relacionado con vínculos de propiedad o de alianzas matriz-filial.

Respecto a los rasgos básicos del crédito interempresarial, hay que destacar, en primer lugar, que existen un *prestamista* y un *prestatario*, que en el caso del crédito comercial son el vendedor y el comprador, respectivamente. En este sentido, es el vendedor quien incentiva el volumen o las condiciones de pago para aumentar su negocio, mientras que el comprador evalúa las ventajas e inconvenientes del pago aplazado.

En segundo lugar, la *instrumentación* se realiza preferentemente por medio de facturas, pagarés, letras de cambio, compromisos de pago o certificaciones e incluso, aunque es poco frecuente, a través de albaranes. El cheque en España ha perdido su valor como instrumento de pago aplazado —como ocurría en el pasado— en la medida en que los cheques postdatados pueden ser compensados en el momento de su presentación con independencia de la fecha de emisión. En sustitución, el pagaré va cobrando más importancia en los últimos años, ya que, a diferencia de la letra, no tiene que estar timbrado.

En tercer lugar, una de las características más notables del crédito interempresarial es su *no negociabilidad*. De hecho, en la medida en que un elevado volumen de este tipo de deudas se instrumenta a través de facturas, no es habitual transmitir las a terceros y, en ningún caso, negociarlas en mercados organizados. En este sentido, hay que matizar, no obstante, que existe la posibilidad de ceder a terceros todo o parte del crédito comercial concedido a los clientes: a) el caso más claro es la financiación vía *factoring*, que consiste en la cesión a terceros del derecho de cobro, incluyendo o no la transmisión del riesgo de crédito; b) la instrumentación del crédito comercial a través de la letra de cambio o el pagaré permite movilizar la financiación interempresarial; en la práctica, estos documentos ejecutivos se utilizan como garantía o colateral de créditos bancarios o lo que en la terminología empresarial se denomina descuento de efectos; c) la titulación de activos permite la cesión y posterior negociación del crédito interempresarial; en efecto, en abril de 1994 se ha regulado en España la posibilidad de agregar derechos de crédito en los llamados fondos de titulación de activos (1). De este modo, se pueden movilizar compromisos de pago o derechos de crédito mediante la emisión de bonos de titulación de activos. La relativa novedad de esta norma, la necesidad de un desarrollo reglamentario preciso para los activos no hipotecarios, la dificultad en la calificación del riesgo de los activos titulizables, unidas a la reducida demanda de crédito en el período reciente, han podido ser factores inhibidores del desarrollo de este tipo de titulación de activos no hipotecarios.

En cuarto lugar, hay que precisar que existe una estructura de *tipos de interés implícitos* en cada una de las transacciones comerciales desde el momento en que tanto proveedores como clientes conceden y aceptan una serie de descuentos por pronto pago en contraposición a un mayor precio o una serie de precios aplazados.

Como se detalla en el *anexo*, la oferta de un descuento por pronto pago como alternativa a un mayor precio aplazado permite identificar un tipo de interés implícito (análogo a una tasa de actualización equivalente o TAE) derivado de la transacción comercial y construir una estructura de tipos de interés de fi-

nanciación. La tabla muestra que la aversión a pagar al contado y, por consiguiente, la aceptación de pagos aplazados implica en ocasiones asumir unos costes financieros muy elevados (incluso si el porcentaje de descuento es moderado).

Si bien las empresas no especifican las condiciones de comercialización ni los tipos de interés implícitos en la venta de sus productos o servicios objeto de negocio, la información proveniente de los balances y de las cuentas de resultados de las empresas nos permite conocer una aproximación: los *plazos medios de aplazamiento*. Como se verá en los apartados siguientes, esta información será relevante para analizar el grado de restricción crediticia que se conceden entre sí las empresas no financieras. Así, la concesión de un aumento del período medio de cobro a clientes para un descuento dado supondría un aumento del tipo de interés soportado por la empresa y, en consecuencia, generar un ascenso de sus costes financieros. Por el contrario, la obtención de un aumento del período medio de pago a proveedores significaría una reducción de los tipos de interés soportados por la empresa.

III. ASPECTOS CUANTITATIVOS DEL CRÉDITO INTEREMPRESARIAL EN ESPAÑA

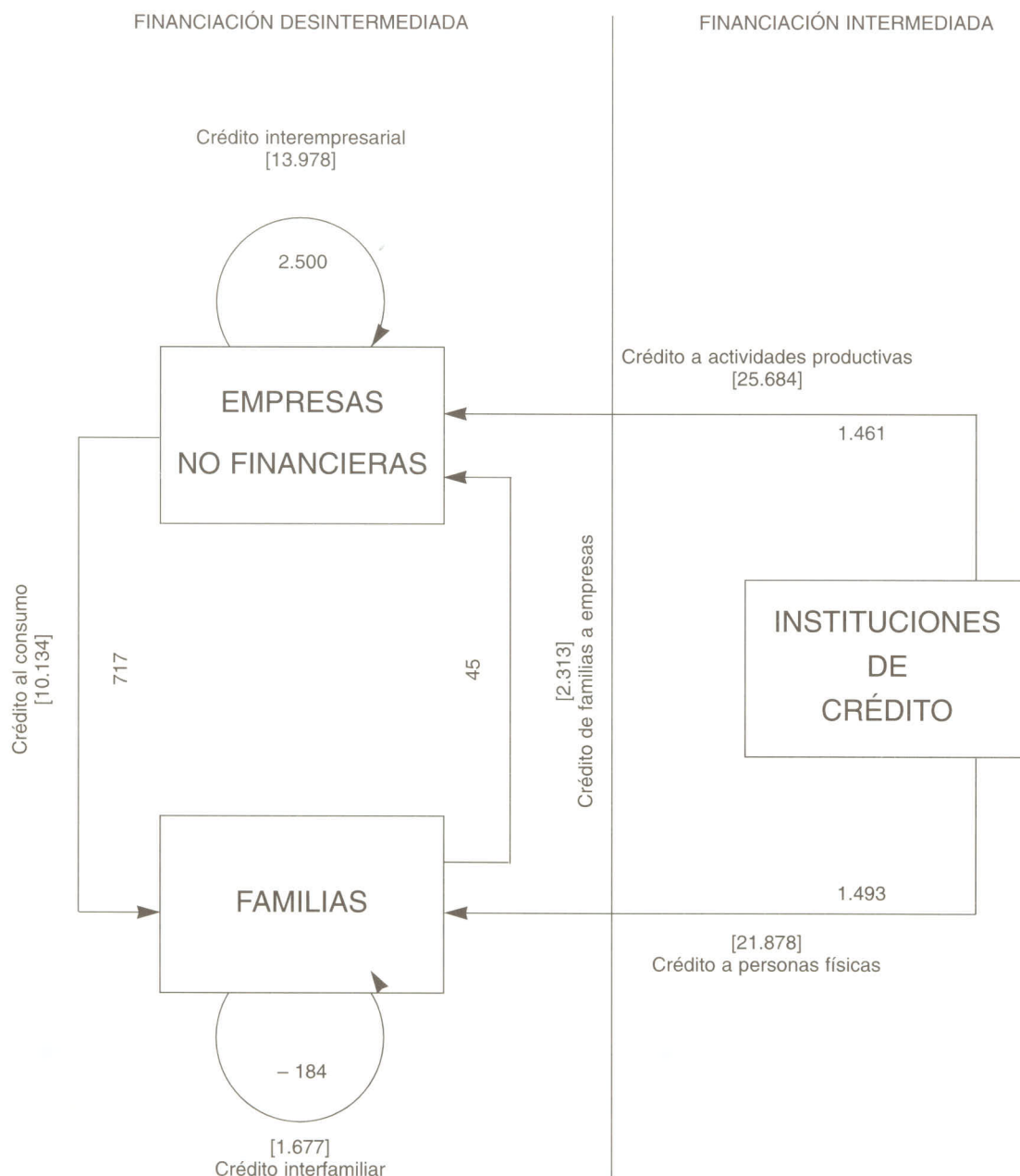
La importancia relativa del crédito interempresarial en el conjunto de los flujos financieros del sector privado es alta. Como se aprecia en el gráfico 1, el flujo de crédito interempresarial (en torno a 2,5 billones de pesetas) en 1995 no sólo supera a toda la financiación desintermediada, sino que sobrepasa tanto al flujo de crédito bancario concedido a actividades productivas como al concedido a personas físicas, si bien, en términos de saldos, la financiación bancaria a familias y empresas sigue superando ampliamente a la financiación desintermediada.

En el conjunto de los flujos financieros, según las cuentas financieras de la economía española, el aspecto más destacable del crédito interempresarial en el período reciente es la tendencia progresivamente ascendente frente al crédito bancario. Como muestra el gráfico 2, la proporción del crédito entre empresas y el crédito bancario concedido a las empresas no financieras ha aumentado desde el 40 por 100 de 1988 hasta el 55 por 100 de 1995.

Este comportamiento expansivo está más relacionado con el débil crecimiento del crédito bancario que con una sensible expansión de la financiación entre empresas. En todo caso, estas cifras muestran el componente estructural del crédito interempresarial.

De hecho, si se toma en consideración el crédito a las familias, la tendencia es mucho más estable, de manera que la *ratio* crédito entre empresas y familias y crédito bancario al sector bancario se en-

GRÁFICO 1
FLUJOS DE FINANCIACIÓN DE FAMILIAS Y EMPRESAS EN 1995
 (En miles de millones)



Nota: Las cifras que aparecen entre corchetes representan los saldos a finales de 1995.
Fuente: Cuentas Financieras, Banco de España.

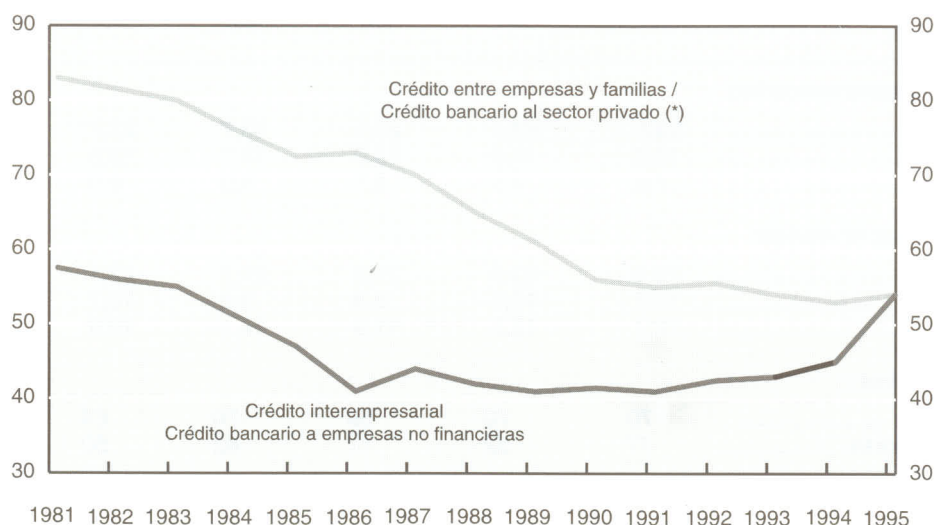
cuenta estabilizada en torno al 55 por 100 a lo largo de los ocho últimos años.

Profundizando un poco más en la financiación concedida a las familias, el gráfico 2 confirma la pérdida de protagonismo en los quince últimos años de las empresas como prestamistas. Este desarrollo

está explicado fundamentalmente por el sensible avance del saldo total de endeudamiento de las familias y, en menor medida, por el moderado descenso del peso de las empresas en el conjunto del endeudamiento de las familias.

Las dificultades de las empresas no financieras

GRÁFICO 2
FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS Y FAMILIAS
(En porcentaje)



(*) Compuesto por familias y empresas no financieras.
 Fuente: Cuentas Financieras, Banco de España.

para evaluar los riesgos crediticios, los elevados tipos de interés a los que las empresas conceden financiación y, en mayor medida, la agresiva política comercial de los bancos y las cajas ha generado la progresiva bancarización de este tipo de flujos financieros entre las familias. A ello se debe unir que la propia maduración del sistema financiero tiende a aumentar la oferta de servicios bancarios y, por tanto, las instituciones financieras se expanden especializándose en áreas de negocio.

1. Evolución del conjunto de las empresas no financieras

Con la información procedente de la Central de Balances del Banco de España, es posible realizar un análisis más microeconómico de la evolución del crédito interempresarial tanto a escala del conjunto de empresas como de una serie de subsectores de las empresas no financieras.

Para el conjunto del total de empresas, el elemento más destacable es el mantenimiento de las cifras de crédito interempresarial entre el 23 y el 25 por 100 en el período comprendido entre 1990 y 1995. Esta primera aproximación sugiere que la relativa estabilidad de las cifras confirmaría, como ya se ha descrito en el análisis macroeconómico, el carácter estructural de este fenómeno en la empresa española, ya que durante los seis últimos años casi un quinto del balance total proviene del endeudamiento con el resto de las empresas no financieras.

Con mayor detalle, a la luz de los datos expuestos en el cuadro núm. 1, se puede afirmar que:

a) A lo largo de los seis últimos años, el diferencial entre el crédito concedido y el recibido se mantiene positivo, alcanzando en 1993 un nivel máximo (de dos puntos porcentuales del balance).

b) Las empresas no financieras otorgan, en términos netos, crédito comercial, mientras que reciben crédito financiero o no comercial de empresas del grupo o asociadas. Este comportamiento puede estar relacionado con la percepción y evaluación de riesgos comerciales, ya que la empresa prefiere ofrecer crédito a sus clientes —con riesgo conocido— de manera que pueda aumentar sus ventas utilizando, simultáneamente, la financiación de la empresa matriz o de las asociadas (que también disponen de información fiable de su filial).

c) Tras registrar una tendencia descendente desde 1983 hasta 1989, los períodos medios se estabilizan en los seis últimos años en niveles superiores a diez semanas. Asimismo, la diferencia del período medio de pago y del de cobro se mueve entre los siete y los doce días, si bien a lo largo de 1995 aumenta sensiblemente este diferencial hasta los dieciséis días. Parece que el período de restricción crediticia y la fuerte recesión vivida durante 1993 han sido factores que no sólo han impulsado un aumento del crédito interempresarial —como ya se ha comentado antes—, sino que han inducido un aumento de los períodos medios (ver gráfico 3).

CUADRO NÚM. 1
EMPRESAS NO FINANCIERAS. CONJUNTO TOTAL EMPRESAS.
CRÉDITO INTEREMPRESARIAL
(En porcentaje del balance)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	Media del período 1990-1995
<i>Crédito interempresarial concedido</i>							
Total	23,5	23,4	23,1	23,7	23,7	23,7	23,5
Comercial	16,3	15,9	15,0	14,7	13,8	14,2	15,0
Financiero	7,2	7,5	8,1	9,0	9,9	9,5	8,5
<i>Crédito interempresarial recibido</i>							
Total	22,9	23,0	21,2	21,7	22,1	22,8	22,3
Comercial	10,2	10,5	9,3	9,6	10,1	10,7	10,1
Financiero	12,7	12,5	11,9	12,1	12,0	12,1	12,2
<i>Períodos medios (días):</i>							
De cobro a clientes	70	70	69	70	64	59	67
De pago a proveedores	77	82	77	82	80	75	79
<i>Pro memoria:</i>							
Número de empresas	7.019	6.628	5.823	5.823	5.173	6.929	6.233
Empleados (media empresa)	207	215	209	198	206	179	202

Fuente: Central de Balances, Banco de España.

2. Evolución del sector de comercio

De acuerdo con la Central de Balances del Banco de España, el sector de comercio tiene cuatro subsectores: venta al por menor de carburantes para la automoción, intermediarios del comercio, comercio al por mayor y comercio al por menor. En este estudio se analizarán los dos últimos sectores, aunque con mayor detalle el de comercio al por menor.

Algunos de los aspectos diferenciales más relevantes del comportamiento de ambas agrupaciones son:

a) La rama de comercio al por mayor (ver cuadro núm. 2) concede financiación interempresarial neta a otras agrupaciones económicas, mientras que la rama de comercio al por menor (ver cuadro número 3) recibe, en mayor medida, crédito interempresarial neto de otros sectores. Así, en media del período 1990-1995, la rama al por mayor concedió en torno a cinco puntos porcentuales netos de su balance, frente a los casi veintiocho puntos porcentuales que recibió la rama al por menor.

b) Estas diferencias son mucho más evidentes desde el punto de vista del crédito comercial. En efecto, mientras que en la agrupación al por mayor recibe, en media de los seis últimos años, el 24 por 100 del balance total como financiación de proveedores y concede el 32 por 100 a sus clientes, la agrupación al por menor recibe de proveedores, en media, casi el 37 por 100 del balance, al tiempo que

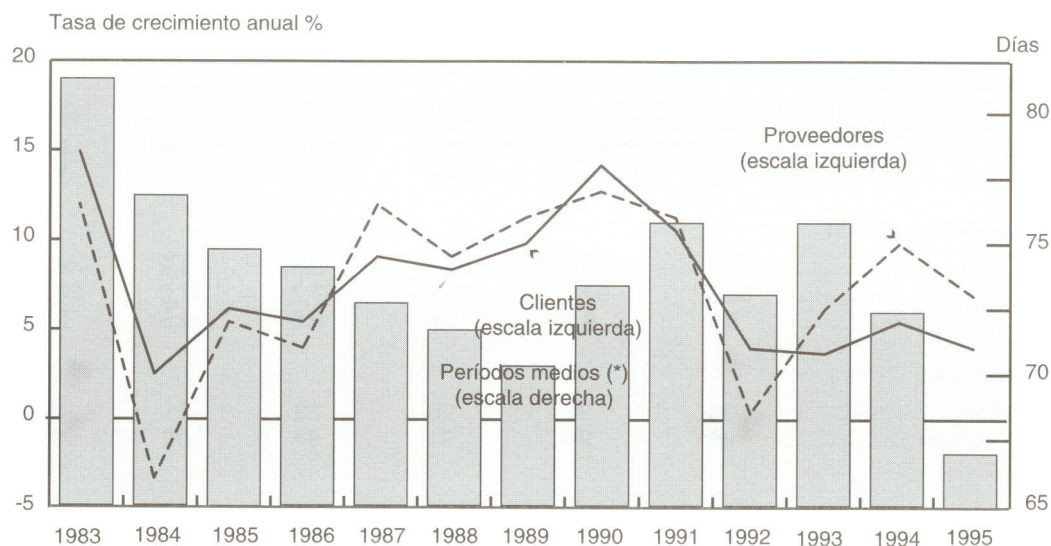
concede tan sólo el 12 por 100 del crédito a sus clientes.

c) Respecto al crédito financiero, ambas agrupaciones económicas reciben financiación de otros sectores institucionales en torno a tres puntos porcentuales en términos netos, si bien la rama al por mayor presenta niveles algo superiores a la rama al por menor tanto en las partidas de pasivo como de activo.

d) En cuanto a los períodos medios de maduración, ambas ramas de actividad disponen de más días de pago a proveedores que de cobro a clientes, si bien en la agrupación al por menor las diferencias son mucho más elevadas. En el período comprendido entre 1990 y 1995, mientras que el sector de comercio al por mayor tan sólo disponía de tres días de diferencia, en el comercio al por menor el diferencial entre pago a proveedores y cobro a clientes era superior a los sesenta y cinco días.

Los motivos de esta mayor holgura financiera en el sector del comercio al por menor frente al de comercio al por mayor pueden ser: primero, que la mayor atomización de esta agrupación supone estar en desventaja de escala respecto de otros sectores; segundo, relacionado con el anterior, el tamaño más reducido de sus empresas les sitúa con menor poder de mercado en las negociaciones comerciales; tercero, la mayor competencia entre las empresas del sector al por mayor obliga a relajar las condiciones financieras con sus clientes con el objeto de expandir las ventas.

GRÁFICO 3
EVOLUCIÓN DE CRÉDITO INTEREMPRESARIAL



(*) Media de los periodos medios de cobro a clientes y pago a proveedores.
Fuente: Central de Balances, Banco de España.

CUADRO NÚM. 2
EMPRESAS NO FINANCIERAS. COMERCIO AL POR MAYOR (*).
CRÉDITO INTEREMPRESARIAL

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	Media del período 1990-1995
<i>Crédito interempresarial concedido</i>							
Total	46,6	41,7	43,0	40,5	40,0	38,4	41,7
Comercial	34,0	31,5	32,9	32,0	32,3	31,5	32,4
Financiero	12,6	10,2	10,1	8,5	7,7	6,9	9,3
<i>Crédito interempresarial recibido</i>							
Total	40,4	36,4	38,2	36,1	34,2	33,7	36,5
Comercial	24,6	22,6	23,6	23,7	26,1	25,0	24,3
Financiero	15,8	13,8	14,6	12,4	8,1	8,7	12,2
<i>Periodos medios (días):</i>							
De cobro a clientes	56	54	56	58	58	61	57
De pago a proveedores	60	59	66	64	60	56	61
<i>Pro memoria:</i>							
Número de empresas	1.223	1.224	1.177	1.176	1.275	1.116	1.199

(*) No incluye reparación de vehículos a motor.
Fuente: Central de Balances, Banco de España.

Si analizamos con más detalle el *sector de comercio al por menor*, se aprecia una cierta dispersión entre las cuatro ramas de actividad escogidas.

El *comercio al por menor en establecimientos no especializados* (2) es el paradigma dentro de las ramas del comercio, ya que recibe, en porcentaje de

su balance total, el mayor volumen de financiación de otras agrupaciones económicas al tiempo que dispone de los mayores diferenciales entre pago a proveedores y cobro a clientes.

Como se aprecia en el cuadro núm. 4, el aspecto más llamativo de esta rama es que la financiación

CUADRO NÚM. 3
EMPRESAS NO FINANCIERAS. COMERCIO AL POR MENOR (*)
CRÉDITO INTEREMPRESARIAL

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	Media del periodo 1990-1995
<i>Crédito interempresarial concedido</i>							
Total	20,0	20,2	19,0	16,5	16,6	17,3	18,3
Comercial	15,2	15,1	13,0	11,4	10,8	9,5	12,5
Financiero	4,8	5,1	6,0	5,1	5,8	7,8	5,8
<i>Crédito interempresarial recibido</i>							
Total	45,4	46,6	46,1	46,9	46,8	44,8	46,1
Comercial	35,9	37,7	36,5	37,3	37,0	36,3	36,8
Financiero	9,5	8,9	9,6	9,6	9,8	8,5	9,3
<i>Períodos medios (días):</i>							
De cobro a clientes	30	29	26	23	21	20	25
De pago a proveedores	89	94	91	94	90	91	91
<i>Pro memoria:</i>							
Número de empresas	276	286	282	304	317	272	290

(*) No incluye reparación de vehículos a motor.
Fuente: Central de Balances, Banco de España.

concedida a clientes alcanza alrededor de un 10 por 100 del balance, mientras que la recibida por los proveedores alcanza más de un tercio del balance (en torno a un 37 por 100). De hecho, la tendencia de los seis últimos años muestra una progresiva reducción del crédito a clientes (desde el 12 por 100 en 1990 al 7 por 100 en 1995), al tiempo que la financiación de proveedores se mantiene o crece moderadamente en el período reciente.

En línea con lo anterior, los plazos de cobro a clientes se sitúan entre los más bajos del sector de comercio (diecinueve días de media), mientras que los de pago a proveedores alcanzan niveles medios bastante elevados (ochenta y nueve días), sin ser los más altos del conjunto del sector de comercio. Esta situación determina que la actividad puramente comercial genere una financiación neta muy amplia, un diferencial de unos setenta días como promedio en los seis últimos años. De hecho, la evolución reciente de este diferencial ha sido de un avance moderadamente creciente.

Las razones de la importante financiación recibida por esta agrupación son: la estrategia de alargar al máximo los plazos de pago en un contexto de elevados tipos de interés que impulsa los ingresos financieros derivados de la actividad comercial, la gran dimensión de las empresas englobadas en este sector y, sobre todo, la amplia red de distribución de algunas sociedades les permite introducir un gran volumen de productos en un período reducido de tiempo, y, por último, relacionado con lo anterior, la concentración de las decisiones de compra ofre-

ce un mayor poder de negociación en las transacciones comerciales con sus proveedores.

En suma, estos desarrollos han determinado que la distribución comercial minorista haya cambiado la tradicional estrategia empresarial de obtener un margen comercial adecuado —aunque para ello se incurra en costes financieros— por otra estrategia de buscar una rentabilidad comercial moderada, pero maximizando los ingresos financieros derivados de la actividad financiera, en particular a través del aumento del volumen de financiación de proveedores y del alargamiento de los plazos de pago a éstos y, simultáneamente, por medio de un acortamiento de los períodos de cobro a clientes.

El comercio al por menor de alimentos, bebidas y tabaco en establecimientos especializados (3) también recibe en términos netos financiación interempresarial de otras agrupaciones económicas, si bien en niveles algo inferiores a la agrupación anteriormente analizada.

Respecto al crédito comercial, hay que señalar (ver cuadro núm. 5) que la financiación recibida de proveedores (alrededor del 44 por 100 del balance total) es sensiblemente superior al crédito otorgado a clientes (en media, alrededor del 20 por 100 del balance), aunque la variabilidad en los últimos años es relativamente alta.

La financiación no comercial, por su parte, sigue las mismas pautas de comportamiento que la rama del comercio al por menor en establecimientos no especializados.

CUADRO NÚM. 4
EMPRESAS NO FINANCIERAS. COMERCIO AL POR MENOR EN ESTABLECIMIENTOS
NO ESPECIALIZADOS. CRÉDITO INTEREMPRESARIAL

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	Media del período 1990-1995
<i>Crédito interempresarial concedido</i>							
Total	16,6	17,1	16,5	14,1	14,3	15,0	15,6
Comercial	11,8	12,0	10,4	9,0	8,4	7,1	9,8
Financiero	4,8	5,1	6,1	5,1	5,9	7,9	5,8
<i>Crédito interempresarial recibido</i>							
Total	44,9	46,1	46,6	47,4	47,2	44,8	46,1
Comercial	36,6	38,0	37,2	38,0	37,4	36,8	37,3
Financiero	8,3	8,2	9,4	9,4	9,8	8,0	8,8
<i>Períodos medios (días):</i>							
De cobro a clientes	23	23	21	18	16	15	19
De pago a proveedores	88	90	88	92	88	89	89
<i>Pro memoria:</i>							
Número de empresas	51	48	66	69	63	59	59

Fuente: Central de Balances, Banco de España.

Los períodos medios de maduración de esta agrupación se caracterizan también por la holgura financiera, aunque con una relativa volatilidad de sus cifras. En todo caso, en promedio del período 1990-1995, el cobro a clientes se realiza en torno a los veinticuatro días, mientras que el pago a proveedores se materializa alrededor de los setenta días, lo que ofrece un diferencial más reducido que el sector del comercio no especializado.

La existencia de empresas de menor tamaño y la mayor atomización de esta agrupación, unidas a la toma de decisiones más descentralizada, son aspectos que inciden en la menor capacidad de financiación procedente de las actividades comerciales.

El sector de comercio al por menor de productos farmacéuticos, artículos médicos, belleza e higiene (4), al igual que las otras dos agrupaciones anteriores, recibe financiación interempresarial de otros sectores, siendo sus cifras netas muy similares a las del comercio especializado. No obstante, hay que destacar dos aspectos muy característicos: en primer lugar, el crédito comercial neto recibido (ver cuadro núm. 6) es significativamente inferior al especializado, mientras que el grueso de la financiación recibida procede del crédito financiero o no comercial. De hecho, éste alcanza las cifras más elevadas entre las ramas de comercio. Este comportamiento está relacionado, probablemente, con que la actividad empresarial de esta agrupación se realiza, en gran medida, con organismos de la seguridad social y entes análogos que se encuentran sectorizados como acreedores no comerciales.

En segundo lugar, a pesar de que los datos de períodos medios de maduración reflejan una alta variabilidad, el plazo de pago a proveedores es muy elevado (casi tres meses de media), con años en los que ha superado los ciento veinte días, y el plazo de cobro a clientes es reducido (unos veinticuatro días en promedio).

La actividad interempresarial de esta rama resulta algo atípica por las diferencias con las pautas de comportamiento habituales del sector de comercio y por la elevada desviación de las cifras en el período analizado. El reducido número de empresas de esta muestra podría sesgar el comportamiento del conjunto de la agrupación.

Por último, el sector de comercio al por menor de artículos nuevos en establecimientos especializados (5) presenta (ver cuadro núm. 7) cifras y financiación interempresarial más equilibradas, pero con niveles muy elevados de los plazos de cobro y pago. Por un lado, la financiación recibida alcanza el 45 por 100 del balance, mientras que la concedida se sitúa en torno al 39 por 100, lo que ofrece el diferencial más reducido (unos seis puntos porcentuales del balance) de todas las ramas de comercio analizadas.

Por otro lado, esta financiación neta recibida de otros sectores económicos es el resultado de un crédito comercial equilibrado (los volúmenes de clientes y de proveedores son similares), mientras que el crédito financiero es más elevado en el recibido frente al concedido (en torno a los seis puntos porcentuales del balance).

CUADRO NÚM. 5
EMPRESAS NO FINANCIERAS. COMERCIO AL POR MENOR DE ALIMENTOS, BEBIDAS
Y TABACO. CRÉDITO INTEREMPRESARIAL

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	Media del período 1990-1995
<i>Crédito interempresarial concedido</i>							
Total	32,3	27,2	22,1	20,8	24,6	24,7	25,3
Comercial	28,5	24,4	14,3	11,9	13,3	20,0	18,7
Financiero	3,8	2,8	7,8	8,9	11,3	4,7	6,5
<i>Crédito interempresarial recibido</i>							
Total	57,6	52,4	49,6	71,0	44,6	45,8	53,5
Comercial	41,2	44,5	42,3	61,1	36,9	36,6	43,8
Financiero	16,4	8,0	7,3	9,9	7,7	9,2	9,7
<i>Períodos medios (días):</i>							
De cobro a clientes	35	29	19	14	17	31	24
De pago a proveedores	60	70	71	74	74	74	70
<i>Pro memoria:</i>							
Número de empresas	51	48	66	69	63	59	59

Fuente: Central de Balances, Banco de España.

CUADRO NÚM. 6
EMPRESAS NO FINANCIERAS. COMERCIO AL POR MENOR DE PRODUCTOS FARMACÉUTICOS.
CRÉDITO INTEREMPRESARIAL

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	Media del período 1990-1995
<i>Crédito interempresarial concedido</i>							
Total	9,5	15,4	23,1	18,9	16,8	18,1	17,0
Comercial	8,4	12,6	19,8	15,5	15,3	14,7	14,4
Financiero	1,1	2,8	3,3	3,4	1,5	3,4	2,6
<i>Crédito interempresarial recibido</i>							
Total	43,3	37,1	49,2	48,9	48,2	49,4	46,0
Comercial	12,5	15,7	26,5	26,8	23,7	24,3	21,6
Financiero	30,8	21,4	22,7	22,2	24,5	25,1	24,4
<i>Períodos medios (días):</i>							
De cobro a clientes	18	24	32	34	23	30	24
De pago a proveedores	70	81	123	120	94	98	86
<i>Pro memoria:</i>							
Número de empresas	7	7	7	7	14	9	9

Fuente: Central de Balances, Banco de España.

Paradójicamente, sin embargo, los plazos medios de cobro y de pago son extraordinariamente elevados. En efecto, el pago a proveedores alcanza en valor promedio más de cuatro meses (casi ciento treinta días) y, simultáneamente, el plazo de cobro a clientes se sitúa en torno a los tres meses (casi noventa días), lo que da en términos netos un dife-

rencial pago-cobro de treinta días. Estas cifras, que resultan muy llamativas, pueden tener su origen en los propios usos del comercio de textil y de prendas de vestir, que alargan en mayor medida los plazos de pago de las mercancías de temporada, ya que esta actividad de aprovisionamiento debe anticiparse con mucho tiempo. Al propio tiempo, la facilidad

CUADRO NÚM. 7
EMPRESAS NO FINANCIERAS. OTRO COMERCIO AL POR MENOR DE PRODUCTOS NUEVOS.
CRÉDITO INTEREMPRESARIAL

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	Media del período 1990-1995
<i>Crédito interempresarial concedido</i>							
Total	44,6	40,1	37,1	34,6	36,8	40,8	39,0
Comercial	40,1	34,6	31,6	30,0	32,4	33,5	33,7
Financiero	4,5	5,5	5,5	4,6	4,4	7,3	5,3
<i>Crédito interempresarial recibido</i>							
Total	48,6	49,5	42,3	40,9	41,7	48,0	45,2
Comercial	31,1	36,2	31,3	30,8	32,2	36,6	33,0
Financiero	17,5	13,3	11,0	10,1	9,5	11,4	12,1
<i>Períodos medios (días):</i>							
De cobro a clientes	91	91	88	87	89	89	89
De pago a proveedores	104	145	133	130	134	128	129
<i>Pro memoria:</i>							
Número de empresas	201	208	183	197	200	170	193

Fuente: Central de Balances, Banco de España.

de crédito obtenida en el pago permite ofrecer amplios plazos de cobro a su clientela.

Además, no se debe descartar que, probablemente, en esta agrupación del comercio se generan mayores dificultades de supervivencia de la actividad comercial, por lo que, de alguna manera, los elevados períodos de pago a proveedores podrían estar reflejando dificultades financieras o cierta escasez de recursos propios.

En efecto, hay que señalar que el desarrollo del crédito interempresarial no siempre es voluntario, sino que en ocasiones puede sobrevenir como resultado de la coyuntura económica. Se dice que la expansión del crédito es voluntaria cuando es la propia empresa la que decide impulsar las ventas y, como resultado de ello —sin variación de las condiciones de pago—, genera un aumento del crédito comercial o, alternativamente, amplía las condiciones de pago o de cobro con las mismas compras o facturación, generando un avance de los períodos medios. Lógicamente, este tipo de apoyos crediticios sólo es posible si la empresa dispone de recursos financieros suficientes, ya sea mediante recursos propios o mediante aumento de los márgenes empresariales si se lo permite la competencia.

Por el contrario, el avance de crédito puede *sobrevenir* ante una coyuntura económica desfavorable o una situación concursal (ya sea suspensión de pagos o quiebra). En ambas situaciones se genera un aumento no deseado ni planeado del crédito interempresarial y/o de los períodos medios. Como se ve en el gráfico 3, éste pudo ser el caso en el perio-

do de restricción crediticia (1989-1990) y en la etapa de recesión económica (1993 y 1994).

IV. EFECTOS DEL CRÉDITO EMPRESARIAL SOBRE EL SISTEMA ECONÓMICO Y FINANCIERO

La mayor flexibilidad, la mayor rapidez en la concesión y el carácter menos formal de la financiación interempresarial respecto del crédito bancario facilitan el intercambio comercial entre las empresas (y entre las administraciones públicas), lo que, a su vez, tiene un efecto expansivo de la actividad económica y empresarial.

Por otro lado, la exigencia de menores garantías y, en ocasiones, el desconocimiento sobre los riesgos últimos del crédito comercial puede generar efectos negativos sobre el conjunto del sistema empresarial.

En primer lugar, la actividad financiera empresarial puede contribuir a amplificar situaciones de *dificultad financiera* de una determinada empresa o incluso, en el caso de generalizarse, puede provocar una crisis de pagos en cadena, al contrario de lo que ocurre con el sistema financiero. Así, una situación de impago en un crédito comercial debe ser absorbida en el entorno de las empresas intervinientes en el crédito. Si la situación de morosidad es suficientemente importante y no ha podido ser gestionada en un tiempo razonable, cabe la posibilidad de que se extienda a un mayor número de em-

presas y genere una crisis de pagos. Este hecho, que no es probable que se extienda a todo el tejido empresarial, debe ser un elemento a considerar por el regulador o la autoridad económica en determinadas ramas de actividad que pueden estar más castigadas por la recesión económica o en ámbitos que mantienen un elevado endeudamiento, como puede ser el caso de algunos sectores proveedores de las empresas de comercio al por menor (como el sector agroalimentario, conservero o de bebidas y alcoholes).

Este fenómeno, por el contrario, no se produce en el ámbito estrictamente financiero, ya que las instituciones financieras tienen mecanismos de protección y de reducción del riesgo crediticio: el establecimiento de normas contables y de un régimen de coeficientes de recursos propios, el control y seguimiento periódico de su actividad (el Banco de España realiza una supervisión continua de las entidades de crédito) y la constitución de seguros de depósitos bancarios (el Fondo de Garantía de Depósitos en España).

En segundo lugar, el aumento excesivo de los plazos medios de cobro y pago o el desarrollo de unas condiciones excesivamente onerosas del crédito interempresarial pueden afectar de forma negativa con un ascenso de los *precios finales* o incluso, en casos extremos, con la desaparición de la empresa.

El desequilibrio en las negociaciones comerciales (derivado del distinto poder de mercado) puede someter a determinadas empresas a aceptar condiciones financieras más desfavorables de lo que sería razonable para su dimensión o su estructura económica. En esta situación, la empresa generalmente intenta compensar esta restricción con un aumento de los márgenes comerciales, que, finalmente, deriva en aumento de los precios finales (6). A su vez, este aumento de los precios finales no tendría efectos inflacionistas globales si la empresa cliente que recibe financiación en condiciones muy ventajosas de su proveedor reduce proporcionalmente sus precios.

Sin embargo, no hay garantía de que este proceso evolucione de la forma descrita, sino que existe cierta evidencia en España de que en determinados sectores surgen beneficios extraordinarios que no favorecen el descenso de la inflación. En este sentido, el informe sobre comercio interior y la distribución en España del Ministerio de Comercio y Turismo (1995) apunta que la modernización en el sector de la distribución comercial minorista no ha mejorado la eficiencia global del sistema de comercialización en la medida en que el aumento de los beneficios extraordinarios no ha generado una reducción de los precios finales, sino que, al contrario de lo que cabía esperar, ha ido destinado a financiar el proceso de expansión de determinadas empresas de distribución.

En tercer lugar, una evolución inadecuada del

crédito interempresarial puede afectar desfavorablemente a la *competitividad de la empresa*. Éste puede ser el caso si el mayor poder de negociación procede de un proveedor no residente y el cliente doméstico es más débil y no tiene más remedio que aceptar alargamientos excesivos en los plazos de cobro, lo que daría lugar a un aumento de precios finales que, en el caso de no ser compensado con una depreciación del tipo de cambio, puede generar una pérdida de competitividad de los productos domésticos.

Esta circunstancia puede ser especialmente preocupante en un contexto como el actual de libertad de movimientos de capitales, de aperturas comerciales y de libertad de establecimiento en el ámbito europeo.

Por este motivo, la Unión Europea ha decidido establecer unas condiciones regulatorias mínimas con el ánimo de minimizar los riesgos que entraña el desequilibrio y el distinto poder de negociación sobre la solvencia empresarial, la inflación, la competitividad o la seguridad de los pagos. En este sentido, la recomendación de la Comisión de las Comunidades Europeas de 12 de mayo de 1995, relativa a los plazos de pago en las transacciones comerciales (95/198/CE), pretende establecer un marco normativo que contemple los siguientes aspectos:

- incrementar la transparencia en las relaciones contractuales y atenuar los efectos fiscales de las demoras en los pagos;
- garantizar una indemnización adecuada en caso de demoras en el pago;
- suprimir las dificultades específicas de los intercambios transfronterizos, y
- mejorar el pago en los contratos públicos.

Por su parte, en España, la reciente ley de comercio minorista (Ley 7/1996, de 15 de enero, de Ordenación del Comercio Minorista), aunque no limita los períodos de cobro y pago, puesto que afectaría al principio de libertad de empresa y de libertad de contratación, regula la instrumentación de aquellas deudas contraídas en operaciones comerciales en las que medie un elevado número de días de cobro-pago.

Así, para aplazamientos de pago superiores a sesenta días (contados a partir de la fecha de entrega y recepción de la mercancía), el derecho de cobro deberá quedar instrumentado en letra de cambio, cheque o pagaré. Además, en el caso de que los aplazamientos de pago sean superiores a ciento veinte días, el vendedor podrá exigir que el cobro quede garantizado mediante aval bancario o seguro de crédito o caución.

Respecto a los efectos del crédito interempresarial sobre el desarrollo de la política monetaria, es evidente que tanto el crédito comercial como el fi-

nanciero son mecanismos alternativos a los circuitos tradicionales del sistema crediticio. Como todo fenómeno de desintermediación financiera, su desarrollo amortigua el proceso de transmisión de la política monetaria y el seguimiento y evaluación de la coyuntura monetaria, en este caso concreto, a través de la información que aportan los agregados crediticios.

El efecto amortiguador puede manifestarse tanto vía cantidades como vía tipos de interés:

a) Durante períodos de restricción monetaria, en los que tendrían lugar contracciones de la oferta crediticia bancaria, el volumen de crédito interempresarial aumentaría para intentar compensar aquélla.

b) En relación a los tipos de interés, análogamente, durante períodos de restricción monetaria (subidas de tipos oficiales), el sector empresarial podría amortiguar el efecto contractivo mediante aumentos de los períodos medios de aplazamiento (o, lo que es lo mismo, descensos de los tipos de interés implícitos, suponiendo que se mantengan los descuentos por pronto pago). Como resultado de ello, se reduciría la eficacia de la política monetaria con un efecto asimétrico sobre las dos empresas participantes, ya que, por ejemplo, en un contexto alcista de tipos de interés, la empresa cliente (tomadora del préstamo) se beneficiaría de un menor coste financiero a costa de un mayor coste de oportunidad por parte de la empresa proveedora (prestamista).

En cuanto a las cantidades, el papel amortiguador del crédito interempresarial se aprecia de forma más nítida cuando se acude a información más desagregada de la Central de Balances. En efecto, si se examina el comportamiento del crédito interempresarial en ciertas ramas de actividad —comercio al por mayor y al por menor—, se aprecia que, a lo largo de los últimos diez años (ver gráfico 4), se manifiesta, aunque con una cierta dispersión, un efecto compensador entre el crédito concedido por los proveedores y la financiación de los bancos.

En relación con los tipos de interés, el resultado más destacable es la elevada autonomía del comportamiento de los tipos de interés implícitos, derivados de los períodos medios de cobro y pago, respecto a los tipos oficiales y a los tipos bancarios, los cuales siguen un perfil muy alineado con los de intervención. Como se aprecia en el gráfico 5, en el período 1990-1995, la reducción de los tipos de intervención y del crédito bancario se ha transmitido desde el sector de comercio hacia otras ramas de actividad de sus proveedores con un aumento de los tipos de interés implícitos (obsérvese el claro avance de los plazos de pago) y, por tanto, transmitiendo una mayor restricción crediticia. Al mismo tiempo, los tipos de interés transmitidos a los clientes han sido superiores como consecuencia de los

menores plazos de cobro concedidos por el sector de comercio en general.

En resumen, la incidencia del crédito interempresarial sobre la política monetaria es doble. En primer lugar, se aprecia la existencia de un mecanismo compensador de los volúmenes del crédito comercial —suponiendo que el descuento por pronto pago se mantenga fijo— respecto del desarrollo del crédito bancario (que, a su vez, tiene una elevada dependencia con la evolución de la política monetaria). En segundo lugar, se observa una cierta autonomía de las pautas de la política monetaria sobre la actividad financiera de las empresas, particularmente por lo que se refiere a la relación entre los tipos oficiales y los tipos de interés implícitos. Ambos comportamientos contribuyen a no favorecer la transmisión rápida y efectiva de los impulsos monetarios.

V. CONCLUSIONES

El fenómeno del crédito interempresarial juega un papel relevante en el proceso de desintermediación financiera —al margen de los mercados de valores— que complementa otras fuentes de financiación de la empresa. A juzgar por las cifras alcanzadas en el período reciente —en torno a un 25 por 100 del balance total de las empresas—, se puede afirmar que este fenómeno tiene en España un carácter estructural.

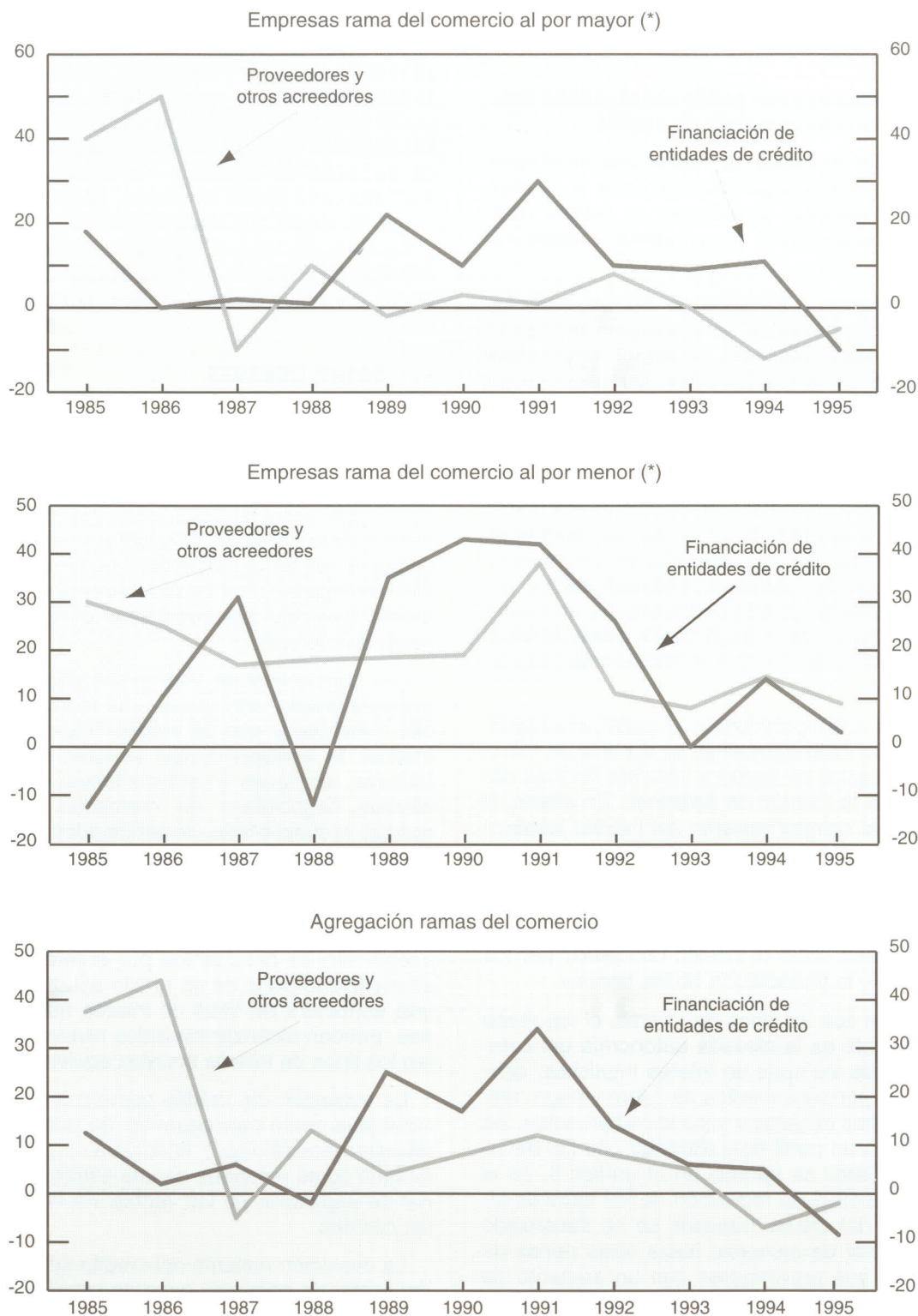
Las características más destacables del crédito interempresarial son: existe una modalidad de crédito comercial y otra de crédito financiero o no comercial; la instrumentación se hace por medio de facturas, albaranes o certificaciones; no son instrumentos negociables en mercados organizados, aunque sí susceptibles de ser cedidos a terceros vía *factoring*, pueden ser movilizados como garantía de financiación bancaria o incluso cedidos y negociados por medio de los fondos de titulización de activos no hipotecarios; finalmente, la concesión y aceptación de descuentos por pronto pago, como alternativa al pago de un precio aplazado, esconde una estructura de tipos de interés que, en ocasiones, pueden alcanzar elevados niveles si se calculan los tipos de interés anuales equivalentes (TAE).

La evolución del crédito comercial puede ser involuntaria como consecuencia de una situación de dificultad económica o financiera, o puede ser voluntaria como resultado de una estrategia empresarial de expansión de las ventas vía financiación de los clientes.

La evolución reciente del crédito interempresarial del sector de comercio pone de manifiesto una elevada holgura financiera, especialmente evidente en el sector de comercio al por menor respecto al de comercio al por mayor.

Esta holgura financiera se observa como más

GRÁFICO 4
EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO INTEREMPRESARIAL
(En porcentaje)



(*) No incluye reparación de vehículos a motor.
 Fuentes: Banco de España.

GRÁFICO 5
EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO INTEREMPRESARIAL
Y DE LA POLÍTICA MONETARIA



Fuentes: Central de Balances, Banco de España.

acusada en la rama de comercio al por menor en establecimientos no especializados por dos motivos: por un lado, a lo largo de los seis últimos años, se aprecia un mantenimiento del volumen financiado por proveedores y un descenso del crédito a clientes; por otro, los períodos medios de cobro a clientes muestran un perfil descendente y, simultáneamente, aumenta muy moderadamente el pago a proveedores, de forma que el diferencial cobro-pago alcanza, en promedio del período 1990-1995, unos setenta días. Por todo ello, este tipo de establecimientos se ha convertido, en cierto modo, en empresas prestamistas de recursos financieros en las cuales la actividad financiera tiene, en ocasiones, más relevancia que la propia actividad comercial.

Las implicaciones más destacables de este fenómeno sobre el entorno empresarial y el sistema financiero son:

Primero, el desarrollo del crédito interempresarial es beneficioso para el avance de las transacciones comerciales y, por tanto, tiene un efecto positivo para el crecimiento de la actividad económica.

Segundo, el comportamiento de la actividad financiera interempresarial desempeña un papel compensador respecto de la financiación bancaria y tiene un efecto amortiguador de los impulsos monetarios, especialmente en los períodos de restricción monetaria. En efecto, el crédito interempresarial es una manifestación clara de la desintermediación financiera que no sólo puede deteriorar la evolución e interpretación de los agregados monetarios y crediticios, sino también modificar la decisión de gasto de la familias y empresas en sentido opuesto al deseado por la autoridad monetaria.

Tercero, la actividad financiera empresarial puede contribuir a generar o agravar situaciones de dificultad financiera. Incluso puede transmitir con mayor rapidez crisis de pagos en el ámbito empresarial, al contrario de lo que ocurre con el sistema financiero. El efecto en cadena puede ser especialmente delicado en etapas, como la vivida recientemente en España, de recesión económica y de fuerte debilidad del consumo nacional.

Cuarto, un desarrollo excesivo o una ausencia de

regulación del crédito interempresarial puede afectar desfavorablemente la competitividad de la empresa. Así, las desigualdades en las negociaciones comerciales pueden obligar a las empresas más débiles —fundamentalmente las pequeñas y menos especializadas— a aceptar condiciones financieras inapropiadas a su estructura financiera que impulsen sus márgenes comerciales y, en consecuencia, induzcan aumentos en sus precios finales. En este sentido, y en línea con las conclusiones del Ministerio de Comercio y Turismo (1995), la expansión del sector de distribución comercial minorista no ha incidido en una reducción de los precios finales, sino en un aumento de los beneficios extraordinarios del sector, que han sido destinados a financiar el proceso de expansión de las empresas de distribución.

Quinto, la aceptación de plazos excesivamente prolongados, que no pueden financiarse con aumentos en los precios, puede incluso retirar del mercado a la empresa. Esta situación, en el caso de generalizarse, puede contribuir a incrementar la fragilidad financiera de algunos sectores productivos.

Sexto, finalmente, en el plano institucional, hay que destacar que los poderes públicos de varios países de la UE, incluida la Comisión de la UE, conscientes de los riesgos derivados de la financiación interempresarial y de las dificultades que pueden inducir, principalmente a las PYME, han decidido regular y ordenar distintas parcelas del fenómeno del crédito interempresarial.

En el caso de España, el legislador ha decidido introducir determinadas regulaciones encaminadas a favorecer una reducción de los plazos medios de aplazamiento. Esta orientación debería completarse con la introducción de una mayor transparencia de las condiciones en las operaciones comerciales, sin que por ello se lesionen los derechos individuales. Asimismo, estas medidas deberían ser el resultado no sólo de actuaciones del legislador, sino también de las organizaciones empresariales y profesionales.

NOTAS

(1) Ley 3/1994, de 14 de abril, de adaptación de la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria.

(2) Actividades de establecimientos comerciales que, además de vender alimentos, ofrecen una amplia gama de mercan-

cías, tales como prendas de vestir, muebles, electrodomésticos, ferretería, cosméticos. Entre los centros más comunes están: hipermercados, supermercados, superservicios y autoservicios no especializados.

(3) Comercio permanente de frutas y verduras, pescados y mariscos, carne y productos cárnicos, pan y pastelería, bebidas y tabaco.

(4) Productos farmacéuticos, artículos médicos, perfumes y cosméticos, artículos de tocador.

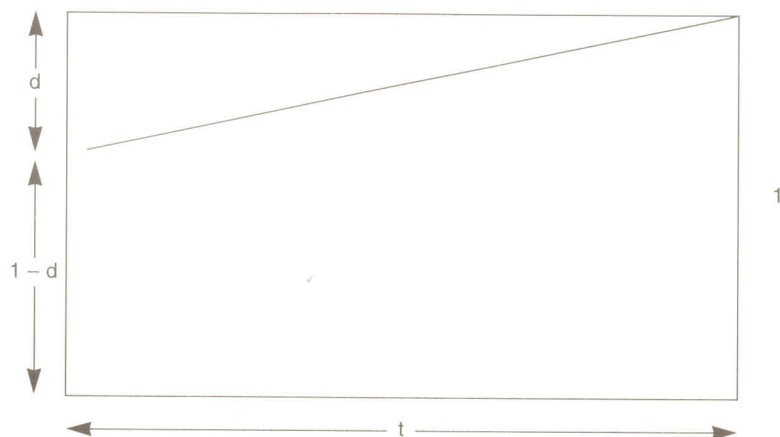
(5) Textiles, prendas de vestir, calzado y artículos de cuero, pinturas y papeles, libros y revistas.

(6) En el caso de que la competencia no permita un aumento de los precios, la prolongación en el tiempo de esta circunstancia podría mermar la rentabilidad de la empresa, debilitándola en su propio sector o incluso expulsándola del mercado.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BANCO DE ESPAÑA (1996), *Central de Balances. Resultados de las empresas no financieras correspondientes a 1995*, noviembre.
- (1996), *Cuentas financieras de la economía española (1986-1995)*, abril.
- (1995), *Boletín Estadístico*, marzo.
- CAMPOS, J. L. (1985), «Crédito comercial interempresas en la crisis industrial española», *Análisis Financiero*, núm. 36, marzo.
- CHULIÁ, C. (1991), «El crédito interempresarial. Una manifestación de la desintermediación financiera», *Documento de trabajo*, núm. 9112, Banco de España.
- (1992): «Desarrollo reciente del crédito interempresarial en España», *Boletín Económico*, Banco de España, septiembre.
- CHULIÁ, C., y FUENTES, I. (1993), «La financiación y el endeudamiento de las empresas no financieras y las familias», *Boletín Económico*, Banco de España, febrero.
- DIETSCH, M. (1986), *Le crédit interentreprises*, INSEE.
- GARCÍA-VAQUERO, V. (1996), «Crédito interempresarial: evolución reciente y efectos sobre el sistema económico», *Boletín Económico*, Banco de España, marzo.
- LAIDLER, D. (1987), «Buffer stock money and the transmission mechanism», *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta, marzo-abril.
- MINISTERIO DE COMERCIO Y TURISMO (1995), *Informe sobre comercio interior y la distribución en España*, tomo I.
- RADCLIFFE REPORT (1959), Committee on the working of the monetary system, HMSO, Cmnd 827, Londres.
- TORRES, J. (1993), *Gestión del crédito comercial: factoring*, Informe del IMPIVA, Valencia.

ANEXO ESTRUCTURA DE TIPOS DE INTERÉS IMPLÍCITOS



Si aceptamos que:

- i es el tipo de interés equivalente o TAE, en tanto por uno,
- d la tasa de descuento, en tanto por uno, sobre el precio de venta,
- t el número de días transcurridos entre el pago al contado y el pago aplazado,
- 1 es el precio.

Y si utilizamos la equivalencia financiera simple, obtendríamos:

$$(1 - d) \cdot \left(1 + \frac{it}{365} \right) = 1; \quad 1 + \frac{it}{365} = \frac{1}{1 - d}$$

$$\frac{i \cdot t}{365} = \frac{1}{1 - d} - 1; \quad i \cdot t = 365 \left(\frac{1 - 1 + d}{1 - d} \right);$$

$$i = \frac{365}{t} \cdot \frac{d}{1 - d}$$

Una simulación sencilla, fijando descuentos comerciales al proveedor y número de días de pago aplazado, nos daría los siguientes tipos de interés anualizados o TAE, a los que el proveedor concede financiación a la empresa compradora:

							(Porcentaje)
Descuento comercial (En porcentaje del precio de venta)	Número de días						
	7	14	21	30	45	60	90
0,50							
	26,2	13,1	8,7	6,1	4,1	3,1	2,0
1,00							
	52,7	26,3	17,6	12,3	8,2	6,1	4,1
1,50							
	79,4	39,7	26,5	18,5	12,4	9,3	6,2
2,00							
	106,4	53,2	35,5	24,8	16,6	12,4	8,3
2,50							
	133,7	66,8	44,6	31,2	20,8	15,6	10,4
3,00							
	161,3	80,6	53,8	37,6	25,1	18,8	12,5
3,50							
	189,1	94,6	63,0	44,1	29,4	22,1	14,7
4,00							
	217,3	108,6	72,4	50,7	33,8	25,3	16,9
4,50							
	245,7	122,8	81,9	57,3	38,2	28,7	19,1
5,00							
	274,4	137,2	91,5	64,0	42,7	32,0	21,3