

LA FINANCIACION DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA EN 1990

Victorio Valle

I. Introducción.

El Capítulo III del Informe del Banco de España correspondiente a 1990 constituye, como cada año, un repaso completo y penetrante de los desequilibrios financieros de los diferentes sectores de la economía española, de sus causas y de la forma en que los activos, mercados e instituciones que componen el sistema financiero han ejercido su importante función de mediación.

Hay un aspecto importante, que afecta a algunas de las cifras macroeconómicas básicas en que el análisis del capítulo se centra, que conviene comentar desde un principio ya que el juicio sobre el comportamiento económico de algunas unidades -en concreto Administraciones Públicas y familias- adquiere un sentido distinto, según la posición que se adopte. El mencionado aspecto se refiere al aplazamiento que las devoluciones de cuotas diferenciales negativas del Impuesto sobre la Renta de Personas Físicas (IRPF) correspondientes a 1989 experimentaron en ese ejercicio, trasladando la corriente financiera que su devolución a los contribuyentes implica, a 1990. La importancia cuantitativa de dichas devoluciones (335 mil millones de pesetas), supone que si su pago se atribuye -según un simple concepto de caja- a 1990, las magnitudes de la renta disponible y el ahorro presentan una estructura institucional considerablemente distinta que si su atribución contable se realizara, como parece más conforme al criterio de contabilizar las operaciones en el período en que ejerce sus efectos económicos, en 1989, año en que estas devoluciones, conocidas y esperadas por los contribuyentes, debieron producir buena parte de sus efectos en la distribución de la renta disponible familiar entre consumo y ahorro.

Este dilema contable que sólo tendrá una solución definitiva cuando el Instituto Nacional de Estadística publique las cifras de la Contabilidad Nacional de España, correspondientes a 1990, obliga al Banco de España en su Informe anual a realizar con frecuencia un doble análisis de algunos comportamientos clave en la economía, de acuerdo

con los dos criterios señalados, como los extremos de una horquilla en alguno de cuyos puntos intermedios se sitúa, aunque no se conozca con precisión, la posición correcta, dejando al lector del Informe la decisión provisional de realizar su propia interpretación.

Con independencia de esta limitación de partida, el estudio sobre la financiación de la economía en 1990 que realiza el Informe del Banco de España, recorre sistemáticamente los tres aspectos centrales que tópicamente integran un análisis de esta naturaleza:

1º) La economía española en su conjunto presenta en 1990 un nivel de necesidades de financiación que representa un 3,2 por cien del PIB. Ello implica que el ahorro nacional sigue la trayectoria iniciada en 1988 de insuficiencia para financiar el nivel de inversión de la economía española pese a la menor intensidad del avance de esta última aunque es cierto que el crecimiento en 1990 de sus necesidades de financiación (0,3 puntos del PIB) es considerablemente inferior al de 1989 (2,0).

Un desequilibrio para el que, un año más, la economía española no ha encontrado especiales problemas en su financiación por la vía de la entrada de capitales extranjeros particularmente en la forma de inversión directa.

2º) La visión del comportamiento por grupos institucionales, arroja los siguientes resultados:

a) El déficit de las Administraciones Públicas se reduce (en 0,7 puntos del PIB), lo que junto al mantenimiento del consumo público en términos de PIB y al ligero crecimiento de los gastos de capital (ya que la mayor inversión pública se compensa con una reducción en magnitud parecida de las transferencias netas de capital), determina que la reducción del déficit sea imputable al aumento del ahorro público, obtenido una vez más, sobre la base del crecimiento de la presión fiscal de las familias (medio punto de PIB) que ha compensado

con creces la reducción de la presión fiscal correspondiente a los impuestos indirectos.

b) Las familias han incrementado su capacidad de financiación de la economía (en 0,3 puntos del PIB), debido a la compresión de su consumo -en el que sin duda han debido influir las limitaciones crediticias de 1990- y la práctica estabilidad de su gasto de inversión⁽¹⁾.

c) Las empresas no financieras han incrementado sus necesidades de financiación (0,6 puntos de PIB) en mucha menor medida que en 1989. Pese a la caída, por primera vez desde 1985, de la tasa de inversión respecto al PIB, la reducción de los beneficios empresariales, y por tanto del ahorro, y de las transferencias de capital recibidas de las Administraciones Públicas -medidas todas estas variables en relación al PIB- han dado como fruto una necesidad creciente de financiación por parte de las empresas.

3º) Desde el punto de vista de la instrumentación de los flujos financieros entre unidades y sectores económicos, los rasgos más destacables de 1990 son:

a) El auge de los pagarés de empresa, como reflejo de las limitaciones cuantitativas relativas al crédito bancario, vigentes en 1990.

b) La continuidad en la trayectoria creciente de la financiación exterior.

c) La reducción en el volumen de emisión de pasivos financieros

¹ En las referencias contenidas en los apartados a) y b) se está suponiendo que las devoluciones del IRPF antes mencionadas y que suponen 0,7 puntos del PIB, se imputan en su integridad a 1989.

públicos, cuyo origen está en el decrecimiento de los saldos de pagarés forales a lo largo de 1990.

d) El recurso prioritario de las Haciendas territorial al crédito bancario.

e) La colocación de títulos públicos entre los particulares -a través del sistema bancario- como norma de financiación del Estado.

II. Las necesidades globales de financiación de la economía.

El desequilibrio global de la economía española respecto al exterior refleja primariamente el déficit de la balanza de pagos corriente cuyo progresivo deterioro desde 1988 experimenta en 1990 un cierto freno como consecuencia de la reducción del déficit comercial, en relación con el PIB -en respuesta a las políticas de control del gasto nominal- y a pesar del retraimiento en las entradas por turismo. El cuadro nº 1 ofrece una visión sintetizada de las cifras básicas de la balanza de pagos en 1989 y 1990.

La entrada de capitales ha permitido con su positiva evolución, sobre todo a partir de la segunda parte del año, la financiación del déficit exterior corriente y una adición a la acumulación de reservas internacionales. La estructura de las entradas de capital extranjero muestra un considerable aumento de las inversiones directas y de las operaciones del sistema bancario, junto con una moderación de la inversión en cartera (ver Cuadro nº 2).

Es de destacar asimismo una importante revitalización del flujo de inversiones españolas en el exterior que ha pasado de 187 a 416 miles de millones de pesetas, como fruto de la amplia liberalización de movimiento de capitales entre España y el resto del mundo, anticipándose a los compromisos derivados de la pertenencia a la Comunidad Europea.

CUADRO N° 1
BALANZA DE PAGOS

	Saldos en miles de millones de Pesetas.	
	<u>1989</u>	<u>1990</u>
<u>1. Bienes y servicios</u>	<u>- 1.470</u>	<u>- 1.646</u>
Bienes	- 3.310	- 3.343
Turismo	1.552	1.440
Otros	288	217
<u>2. Rentas y transferencias</u>	<u>19</u>	<u>122</u>
<u>3. Cuenta corriente (1+2)</u>	<u>- 1.451</u>	<u>- 1.768</u>
<u>4. Transferencias de capital</u>	<u>138</u>	<u>143</u>
<u>5. Necesidades de financiación (3+4)</u>	<u>- 1.313</u>	<u>- 1.625</u>
<u>6. Capital a largo plazo</u>	<u>2.037</u>	<u>1.931</u>
<u>7. Capital a corto plazo</u>	<u>- 46</u>	<u>14</u>
<u>8. Otras operaciones del sistema crediticio</u>	<u>- 210</u>	<u>29</u>
<u>9. Partidas no clasificadas y ajuste</u>	<u>468</u>	<u>349</u>

CUADRO N° 2
ESTRUCTURA DE LA FINANCIACION EXTERIOR DE LA ECONOMIA ESPA
ÑOLA (% del Total)

	<u>1989</u>	<u>1990</u>
<u>I. Entradas de capital a largo plazo</u>	<u>91,9</u>	<u>71,6</u>
<u>1. Inversiones privadas</u>	<u>71,5</u>	<u>56,3</u>
Directas	27,6	32,7
De Cartera	30,3	13,8
En Inmuebles	12,5	7,4
Otros	1,1	2,4
<u>2. Créditos privados</u>	<u>4,3</u>	<u>4,4</u>
<u>3. Capital público</u>	<u>16,1</u>	<u>10,9</u>
<u>II. Entradas de capital a corto</u>	<u>- 19</u>	<u>0,4</u>
<u>III. Operaciones del sistema crediticio</u>	<u>10,0</u>	<u>28,0</u>
Pesetas convertibles	3,0	0,7
Posición entidades delegadas	5,1	15,0
Pasivos en ptas. no residentes	1,9	12,3

El problema que la financiación exterior de la economía suscita y sobre el que es preciso llamar la atención es el de la duda sobre su sostenibilidad a largo plazo, lo que obliga a la necesaria continuidad de la política de control de la demanda interna, para evitar el crecimiento excesivo del gasto nominal y la conveniencia de que ésta discurra por una combinación más equilibrada de políticas monetaria y presupuestaria para evitar los efectos de diferenciales excesivos de los tipos de interés que un uso exclusivo de la política monetaria produce.

III. El comportamiento financiero de las Administraciones Públicas.

En el análisis de las Administraciones Públicas por el Informe del Banco de España, lo primero que hay que destacar es la reanudación de la elaboración de la cuenta de renta y utilización de la renta y capital, -que en el Informe del pasado año faltó a su cita anual- y que permite seguir la trayectoria de la renta disponible de las Administraciones Públicas y de sus elementos componentes. El cuadro nº 3 recoge esa cuenta para el último trienio.

CUADRO Nº 3 ADMINISTRACIONES PUBLICAS CUANTAS DE RENTA, UTILIZACION DE RENTA Y CAPITAL									
mm, %									
	Valores corrientes			Tasas de variación			Porcentajes del PIB		
	1988	1989	1990	88/87	89/88	90/89	1988	1989	1990
Ingresos corrientes	14.935.9	17.566.3	19.363.8	10.5	17.6	10.2	37.2	39.0	38.7
<i>Corregidos de IRPF (a)</i>	(-)	(17.231,3)	(19.698,8)	(-)	(15,4)	(14,3)	(-)	(38,3)	(39,3)
Impuestos lig. a prod. e import.	4.138.0	4.655.9	4.915.9	10.0	12.5	5.6	10.3	10.3	9.8
Impuestos de renta y patrimonio	4.200.7	5.401.6	5.918.7	13.3	28.6	9.6	10.5	12.0	11.8
Cotizaciones sociales	5.027.9	5.710.0	6.524.0	8.9	13.6	14.3	12.5	12.7	13.0
Otros ingresos	1.569.3	1.798.8	2.005.0	10.1	14.6	11.5	3.9	4.0	4.0
Transferencias corrientes pagadas	8.313.5	9.453.2	10.589.7	11.3	13.7	12.0	20.7	21.0	21.1
Prestaciones sociales	5.567.2	6.306.6	7.060.0	11.6	13.3	12.0	13.9	14.0	14.1
Subvenciones de explotación	830.9	846.9	903.9	27.0	1.9	6.7	2.1	1.9	1.8
Intereses efectivos pagados	1.342.5	1.544.2	1.760.6	6.9	15.0	14.0	3.3	3.4	3.5
Otras transferencias	573.0	755.5	865.2	0.3	31.9	14.5	1.4	1.7	1.7
Renta disponible bruta	6.622.4	8.113.1	8.774.1	9.6	22.5	8.1	16.5	18.0	17.5
Consumo público	5.924.2	6.786.7	7.579.3	8.7	14.6	11.7	14.8	15.1	15.1
Remuneración de asalariados	4.197.1	4.758.0	5.417.3	11.9	13.4	13.9	10.5	10.6	10.8
Compras netas	1.319.9	1.565.9	1.642.0	-1.9	18.6	4.9	3.3	3.5	3.3
Consumo de capital fijo	407.2	462.8	520.0	14.6	13.7	12.4	1.0	1.0	1.0
Ahorro bruto	698.2	1.326.3	1.194.8	18.3	90.0	-9.9	1.7	2.9	2.4
<i>Corregido de IRPF (a)</i>	(-)	(991.3)	(1.529.8)	(-)	(42.0)	(54.3)	(-)	(2.2)	(3.1)
Ingresos de capital	229.4	286.0	335.0	52.3	24.7	17.1	0.6	0.6	0.7
Impuestos sobre el capital	98.5	96.5	115.0	36.1	-2.1	19.2	0.2	0.2	0.2
Transferencias recibidas	130.9	189.5	220.0	67.3	44.8	16.1	0.3	0.4	0.4
Inversión pública	1.541.0	1.949.0	2.440.0	23.7	26.5	25.2	3.8	4.3	4.9
Formación bruta de capital fijo	1.476.3	1.872.7	2.360.0	24.2	26.9	26.0	3.7	4.2	4.7
Adquisición neta de terrenos	64.8	76.3	80.0	15.1	17.8	4.8	0.2	0.2	0.2
Transf. de capital entregadas	697.6	893.9	810.0	10.0	28.1	-9.4	1.7	2.0	1.6
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	-1.311.0	-1.230.6	-1.720.2	15.2	-6.1	39.8	-3.3	-2.7	-3.4
<i>Corregida de IRPF (a)</i>	-	(-1.565,6)	(-1.385,2)	-	(19,4)	(-11,5)	-	(-3,5)	(-2,8)
PRO MEMORIA:									
Ingresos totales	15.165.4	17.852.3	19.698.8	11.0	17.7	10.3	37.8	39.7	39.3
Gasto total	16.476.4	19.082.9	21.320.8	11.3	15.8	11.7	41.0	42.4	42.8
Demanda final	7.400.5	8.659.4	9.939.3	11.4	17.0	14.8	18.4	19.2	19.8
Déficit del Estado (-)	-1.184.5	-964.7	-1.302.4	-7.3	-18.6	35.0	-2.9	-2.1	-2.6
<i>Corregido de IRPF (a)</i>	-	(-1.299,7)	(-967,4)	(-)	(9,7)	(-25,6)	(-)	(-2,9)	(-1,9)

Fuente: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y Hacienda y Banco de España.
(a) Se minoran los ingresos de 1989 en 335 mm, y se incrementan en la misma cantidad los ingresos de 1990.

Destaca el aumento de un punto porcentual en la proporción de los ingresos corrientes sobre el PIB -cuando las devoluciones del IRPF se imputan a 1989- protagonizado por el nuevo crecimiento de la imposición sobre la renta y el patrimonio que compensa en exceso la pérdida de peso recaudatorio de los impuestos indirectos debida tanto a la menor intensidad de la actividad económica como por la mayor aportación del IVA a la financiación de la CEE. Conviene en este sentido recordar que el movimiento de la imposición española va en contra de las tendencias que parecerían deseables y que apuntan a la conveniencia de aumentar la proporción de los impuestos indirectos por la vía del IVA y reducir el peso y progresividad del IRPF por sus mayores efectos reconocidos sobre los incentivos económicos como fruto de la acción combinada de progresividad e inflación.

La estabilidad que, en términos de PIB, muestra los gastos de transferencias corrientes y de consumo, no impide que el gasto total de las Administraciones Públicas se sitúe en 1990 en el 42,8 del PIB con ganancia de 0,4 puntos que señala con toda claridad el carácter expansivo -y por ello poco colaborador a las necesidades de ajuste global de la economía española- de la actividad económica de las Administraciones Públicas.

El sustancial aumento del ahorro que las Administraciones Públicas han logrado en 1990 ha permitido, junto con la práctica estabilidad del gasto de capital -aumento de la inversión pública y reducción de las transferencias de capital- una caída destacable de las necesidades de financiación pública de 0,7 puntos de PIB. Saneamiento financiero público conseguido un año más por el sistema de aumentar la presión fiscal directa familiar, lo que deteriora el ahorro privado y no por el camino más ortodoxo y deseable de contener el gasto público nominal para lo que, de nuevo, las Administraciones Públicas españolas se han mostrado incapaces. Lo que obliga, de cara al futuro a una difícil actitud perseverante en el dominio de la evolución del gasto público y en la necesaria política de consolidación del déficit público.

Un aspecto reseñable es la importancia creciente de las haciendas territoriales en el comportamiento inversor del sector público español. En 1990 la inversión real de las haciendas subcentrales representó el 62,2 por cien de la inversión pública total, y el déficit público es imputable en una cuarta parte a las haciendas subcentrales.

Desde el punto de vista financiero, en 1990, se han reducido las variaciones netas de activos y pasivos financieros públicos respecto a 1989. La causa fundamental de este cambio es imputable a la amortización de los pagarés forales y la correlativa reducción de los depósitos bancarios en que estaban invertidos los fondos procedentes de las emisiones de tales pagarés. Con todo, el nivel de la deuda pública se sitúa en el 46,2 por cien del PIB, lo que muestra un nivel elevado y rápidamente alcanzado, del endeudamiento público español.

El cuadro número 4, muestra la estructura de los pasivos financieros del sector público. Los hechos más significativos son:

- a) La ligera reducción del recurso del Tesoro al Banco de España, en cumplimiento de las limitaciones establecidas en la Ley de Presupuestos, aunque sea una reducción parcialmente compensada por el aumento de la cartera de deuda pública en poder del Banco de España.
- b) La caída programada en Pagarés del Tesoro -y pagarés forales- y el aumento sustancial de la proporción que en los pasivos públicos representan las Letras del Tesoro.
- c) El aumento destacable de la proporción de valores de renta fija en los pasivos financieros públicos. Aumento en el que, con independencia del desarrollo de los mercados de Deuda Pública, ha debido influir el aumento sustancial de deuda por no residentes ante el tratamiento fiscal favorable dispensado a las retenciones en el IRPF.
- c) El aumento moderado del crédito -interior y exterior- y de los valores de renta fija.

Estos cambios de estructura se han producido como consecuencia tanto de la limitación ya mencionada, respecto al recurso en el Banco de España, como de la reducción del coeficiente de inversión de instituciones financieras. Es, por otra parte un cambio de estructura que implica, por ambas causas apuntadas, un mayor recurso al endeudamiento en

CUADRO N° 4 ESTRUCTURA DE LOS PASIVOS FINANCIEROS DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS		
	1989	1990
	% s/Total	% s/Total
Moneda metálica	1,2	1,2
Banco de España	5,5	5,0
Letras del Tesoro	25,6	31,9
Pagarés del Tesoro	21,7	16,0
Pagarés Forales y otros	5,9	2,8
Valores Renta fija	24,5	24,8
Créditos interiores	8,8	11,3
Créditos exteriores	2,8	3,6
Otros no clasificados	4,0	3,4
TOTAL PASIVOS FINANCIEROS	100	100
Fuente: Banco de España: Informe Anual, Boletín estadístico y elaboración propia.		

condiciones de mercado y, por tanto, con mayor coste financiero para el sector público, lo que se pone de manifiesto en la alta tasa de aumento (14 por cien) de los intereses efectivos pagados en 1990 respecto al año anterior.

El ahorro nacional.

Los datos contenidos en el Informe del Banco de España, permiten apreciar la estructura del ahorro nacional y sus cambios en 1990. Tal es el propósito del cuadro n°

5.

CUADRO N° 5				
Estructura del Ahorro nacional				
	1989		1990	
	Valores brutos	Valores ajustados*	Valores brutos	Valores ajustados*
<u>1. Ahorro nacional</u>	<u>100</u>	<u>100</u>	<u>100</u>	<u>100</u>
<u>2. Ahorro privado</u>	<u>86,7</u>	<u>90,0</u>	<u>89,3</u>	<u>86,3</u>
Familias	25,5	28,8	29,7	26,7
Empresas no financieras	48,9	48,9	47,4	47,4
Instituciones financieras	12,3	12,3	12,2	12,2
<u>3. Ahorro público</u>	<u>13,3</u>	<u>10,0</u>	<u>10,7</u>	<u>13,7</u>
* Las devoluciones aplazadas del IRPF se atribuyen a 1989.				

La estructura del ahorro nacional, con los datos ajustados por las tantas veces referidas devoluciones del IRPF, muestra una nueva pérdida de peso del ahorro privado (que en términos de PIB ha pasado del 19,8 en 1989 al 19,1 en 1990) y un correlativo aumento del ahorro público (que aumenta del 2,2 al 3,1 del PIB). Dentro del ahorro privado total el más incidido es el ahorro familiar -particularmente afectado por el aumento de la imposición familiar- frente a una caída menos intensa del ahorro empresarial como fruto de la moderación del excedente y de la elevación de los costes financieros de las empresas.

Un aspecto de cierto interés es el relativo a los cambios producidos, desde una perspectiva financiera en la composición de los pasivos privados en las entidades bancarias. El cuadro n° 6 ofrece un repaso de su estructura:

CUADRO N° 6 ESTRUCTURA DEL PASIVO DEL SISTEMA BANCARIO % del Total		
	1989	1990
Depósitos a la vista	21,0	24,7
Depósitos de ahorro	32,8	32,3
Acreedores por operaciones de Seguros	2,8	1,5
Cesiones temporales	20,8	20,4
Participaciones en activos	0,2	-
<u>total</u>	<u>100,0</u>	<u>100,0</u>

Se observa un claro desplazamiento hacia las modalidades de cuentas corrientes, donde la "guerra del pasivo" ha tenido su campo de batalla, en detrimento de las restantes formas de pasivos bancarios.

En los ingresos familiares se observa en 1990 una aceleración del incremento en la remuneración de los asalariados, basada en el intenso crecimiento salarial registrado, a pesar de la rápida reducción en los ritmos de creación de empleo.

La reducción, en términos de PIB, del consumo familiar y de los gastos de capital reflejan las dificultades crediticias que han debido soportar las familias en 1990 -el crédito bancario a las familias en 1990 ha aumentado un 25 por cien menos que en 1989- lo que ha contribuido a mejorar la situación del endeudamiento familiar y su tónica creciente desde 1985.

Los datos básicos de las empresas no financieras, se muestran en los cuadros n° 7 y 8. El cuadro n° 7 ofrece la evolución de las cuentas de renta y de capital de las empresas no financieras. Los datos permiten comprobar el aumento de los gastos corrientes de las empresas en términos de PIB y la disminución de las transferencias neta de capital

CUADRO Nº 7
EMPRESAS NO FINANCIERAS. CUENTAS DE RENTA, UTILIZACION DE RENTA Y CAPITAL

mm, %

	Valores corrientes			Tasas de variación			Porcentajes del PIB		
	1988	1989	1990	88/87	89/88	90/89	1988	1989	1990
	Ingresos corrientes	9,762.3	10,887.0	12,112.1	15.4	11.5	11.3	24.3	24.2
Excedente bruto de explotación	9,175.9	10,199.0	11,319.1	15.5	11.2	11.0	22.8	22.7	22.6
Intereses efectivos recibidos	403.0	480.0	560.0	12.7	19.1	16.7	1.0	1.1	1.1
Cotizaciones sociales	183.4	208.0	233.0	16.5	13.4	12.0	0.5	0.5	0.5
Gastos corrientes	4,911.5	6,010.6	6,830.9	13.6	22.4	13.6	12.2	13.4	13.6
Intereses efectivos pagados	2,840.6	3,280.0	3,710.0	8.6	15.5	13.1	7.1	7.3	7.4
Rentas y transf. netas pagadas	1,041.4	1,242.4	1,413.4	40.0	19.3	13.8	2.6	2.8	2.8
Prestaciones sociales	183.4	208.0	233.0	16.5	13.4	12.0	0.5	0.5	0.5
Impuestos de renta y patrimonio	846.1	1,280.2	1,474.5	4.9	51.3	15.2	2.1	2.8	2.9
Renta bruta disponible	4,850.8	4,876.4	5,281.2	17.2	0.5	8.3	12.1	10.8	10.5
Ahorro bruto	4,850.8	4,876.4	5,281.2	17.2	0.5	8.3	12.1	10.8	10.5
Ingresos de capital	582.8	778.0	665.0	4.9	33.5	-14.5	1.5	1.7	1.3
Transf. netas de capital recibidas	582.8	778.0	665.0	4.9	33.5	-14.5	1.5	1.7	1.3
Gastos de capital	5,744.4	6,744.9	7,458.8	20.0	17.4	10.6	14.3	15.0	14.9
Formación bruta de capital	5,713.9	6,709.9	7,418.8	21.2	17.4	10.6	14.2	14.9	14.8
Adquisición neta de terrenos	30.5	35.0	40.0	-59.8	14.8	14.3	0.1	0.1	0.1
Cap(+) o nec(-) de financ.	-310.8	-1,090.4	-1,512.5	255.0	250.9	38.7	-0.8	-2.4	-3.0

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España

CUADRO Nº 8
EMPRESAS NO FINANCIERAS. VARIACION DE PASIVOS FINANCIEROS
MERCADOS MAS REPRESENTATIVOS

mm

	Emisión de valores			Financiación exterior		Total
	Crédito bancario (a)	Pagarés de empresa	Renta fija y variable	Inversión directa	Créditos financieros	
1989	1.792	192	152	667	90	2.893
1990	1.534	1.647	190	1.073	116	4.560
1989 I TR	62	178	7	113	103	463
II TR	805	-56	8	175	-52	880
III TR	173	-14	17	157	36	369
IV TR	752	84	120	222	3	1.181
1990 I TR	65	471	-65	224	84	779
II TR	556	485	35	173	-4	1.245
III TR	469	363	92	284	-16	1.192
IV TR	444	328	128	392	52	1.344

Fuente: Banco de España

(a) Flujos calculados sobre las series de saldos originales

recibidas, lo que conduce junto con la caída de 0,3 puntos del ahorro bruto a un aumento de 0,6 puntos en las necesidades de financiación, pese a la estabilidad con cierta reducción en los gastos de capital. El cuadro nº 8 muestra la evolución de diferentes mercados de financiación de las empresas y destaca la gran expansión experimentada por el mercado de Pagarés de Empresa, sin duda, como una forma de eludir -sobre todo por las grandes empresas- las limitaciones crediticias que han operado a lo largo del año.

Comentarios finales.

Tras el repaso y comentario en las páginas precedentes de las ideas fundamentales contenidas en el Capítulo III del Informe del Banco de España, tres comentarios insisten en los aspectos más destacables de la financiación de la economía en 1990 que se deriva de la lectura del Informe:

1º) El Sector Público, ha continuado teniendo un comportamiento expansivo que reclama urgentemente desde el punto de vista de nuestros compromisos europeos, el diseño de una política presupuestaria de control del gasto y de consolidación del déficit público, para colaborar a la estabilidad de precios, sin descargar -como hasta ahora- el peso del ajuste sobre la política monetaria con sus consiguientes efectos perturbadores al alza en los tipos de interés.

No es que el déficit público en España sea anormalmente elevado respecto a otros países de la Comunidad. El carácter expansivo de un comportamiento presupuestario hay que situarlo en el contexto de la realidad económica en la que opera y, en ese sentido cabe poca duda de que las divergencias de la economía española en relación con la CEE son aún importantes y reclaman una actitud más restrictiva del sector público para reducir los desequilibrios con una colaboración más decidida a la restricción del gasto nominal.

Es de destacar, en ese comportamiento público, el papel creciente de las Haciendas Territoriales lo que dificulta y hace más complejo el control del gasto público.

2º) Las medidas de limitación del crédito bancario operantes en 1990 han sido, a juzgar por sus efectos, efectivos para moderar el gasto familiar. Sin embargo generan importantes distorsiones en los mercados financieros que dificultan la adecuada interpretación de la evolución de las variables monetarias. El auge sensible del mercado de Pagarés de Empresas ha sido una consecuencia de esas limitaciones como un mecanismo utilizado por las grandes empresas para eludir los controles crediticios establecidos.

Con todo, el carácter burdo de los sistemas de control directo, tienen efectos indiscriminados -y por tanto indeseables- sobre la contención del gasto. Así en 1990, cabe poca duda de que tales medidas han contribuido a frenar las tasas de crecimiento de la inversión privada que en 1989 crecieron un 16,4 en las economías familiares y un 17,4 en las empresas no financieras, valores que contrastan con las tasas del 9,1 por cien y 10,6 por cien, de 1990.

3º) Los datos disponibles en el Informe no hacen particularmente fácil juzgar el comportamiento del ahorro nacional. La interpretación más coherente con un criterio económico, apuntan hacia un mayor protagonismo del ahorro público respecto al privado y a la continuidad de la tendencia peligrosa y preocupante de la caída de la tasa de ahorro familiar intensamente relacionada con el crecimiento de la imposición familiar que reclama un cambio de planteamiento en el sistema impositivo más acorde con las necesidades de la economía española -que exige incrementar la tasa de ahorro- y con las tendencias en la imposición internacional que obligan a un aumento en la proporción de la imposición indirecta respecto a la directa y una simplificación de la imposición sobre la Renta que modere la progresividad, reduzca el fraude y la evasión, acerque la renta gravada al concepto de renta intensiva hoy prevalente en el mundo desarrollado y tenga presente los riesgos de huida del ahorro, ante un tratamiento impositivo más riguroso, que abra la libertad plena de movimientos de capitales en el área de la C.E.E.