

BANCO
DE
ESPAÑA

boletín económico

noviembre 1984

Signos utilizados

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

Advertencias

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

Indice

Página

4	Evolución monetaria internacional
8	Evolución monetaria
12	Sector público
15	Deuda exterior, sistema financiero internacional y supervisión bancaria
25	Información del Banco de España
26	Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorro. Modificaciones en octubre de 1984.
29	Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España.
30	Publicaciones recientes del Banco de España.
31	Indicadores económicos

Evolución monetaria internacional

En torno a las elecciones generales norteamericanas, celebradas el 6 de noviembre, se ha venido generando en los mercados cambiarios internacionales, a diferencia de lo que ocurrió en el anterior comicio, un sentimiento generalizado que apunta a un cambio en la evolución que la divisa estadounidense viene presentando desde principios de 1980. Aunque es demasiado pronto para confirmar estas expectativas de debilidad, sí es significativo que en el período de análisis, que comprende desde el 15 de octubre al 16 de noviembre, el dólar USA haya experimentado una depreciación del orden del 2,5 % a 4 % respecto a las divisas más significativas, que le ha llevado a ceder 1,8 puntos porcentuales frente al DEG. Esto no obsta, sin embargo, para que la divisa americana continúe registrando una fuerte apreciación respecto a diciembre de 1983, y para que, por tanto, este movimiento a la baja pueda interpretarse como un mero ajuste técnico del mercado, ante los registros históricos que el dólar USA alcanzó en los meses de septiembre y octubre del año en curso.

Las expectativas de debilidad que, por lo general, mantienen los operadores respecto al dólar USA se encuentran, sin embargo, fuertemente arraigadas e incluso han recibido cierto apoyo oficial a través de diversas declaraciones de las autoridades económicas norteamericanas. Estas expectativas se vienen basando en consideraciones que giran, fundamentalmente, alrededor de las consecuencias que se esperan de la supuesta desaceleración de la economía americana a lo largo de 1985, y del tratamiento que recibirá el déficit presupuestario en el próximo futuro.

En efecto, posiblemente, los inversores no norteamericanos poseen en estos momentos unas carteras saturadas de activos denominados en dólares y han asumido ya la mayor parte de los factores que propiciaron el alza del dólar. La disminución en el ritmo de crecimiento del PIB en Estados Unidos hará, por otra parte, que el diferencial de crecimiento entre éste y los demás países industrializados disminuya, pudiendo favorecer un desplazamiento hacia la demanda de activos denominados en otras monedas. Sin embargo, esta desaceleración del crecimiento norteamericano, si llegase a ser muy intensa, podría producir una seria restricción al crecimiento de estas economías occidentales, por lo que la actitud que adopte la Reserva Federal a este respecto se configura como elemento vital en la marcha futura del dólar. En efecto, si las autoridades monetarias americanas adoptasen una política más laxa, encaminada a estimular la demanda a través de unos niveles de tipos de interés inferiores, se acentuarían las presiones a la baja del dólar USA, y, en este sentido, resulta significativa la nueva reducción del tipo de interés preferencial americano que se ha producido durante el período analizado, situándose en el 11,75 %.

Simultáneamente, esta política monetaria menos rígida podría propiciar un rebrote alcista en las expectativas de inflación, que se vería reforzado por el aumento de precios inducido a través del incremento del coste de las importaciones que se derivaría de la caída de la cotización del dólar USA. Y, como consecuencia de ello, los tipos de interés reales registrarían una disminución que reduciría el actual atractivo de las coloca-

1. Cotización al contado de las principales monedas

Cambios medios correspondientes a la semana del 12 al 16 de noviembre de 1984

	Valor del derecho especial de giro		
	Unidades nacionales por DEG	Variación porcentual (a)	
		Respecto media días 8/12 OCT 1984	Respecto última semana 1983
Dólar USA	1,01	-1,79	3,48
Yen japonés	243,82	0,59	-0,10
Franco suizo	2,45	2,67	-6,84
Libra esterlina	0,79	1,53	-8,81
Marco alemán	2,97	2,82	-3,66
Franco belga	60,09	2,89	-2,83
Florín holandés	3,35	2,71	-4,02
Franco francés	9,13	2,64	-4,03
Lira italiana	1.851,68	2,16	-5,96
Peseta	166,91	2,61	-1,46

(a) Apreciación (+) o depreciación (-) de cada moneda frente al DEG.

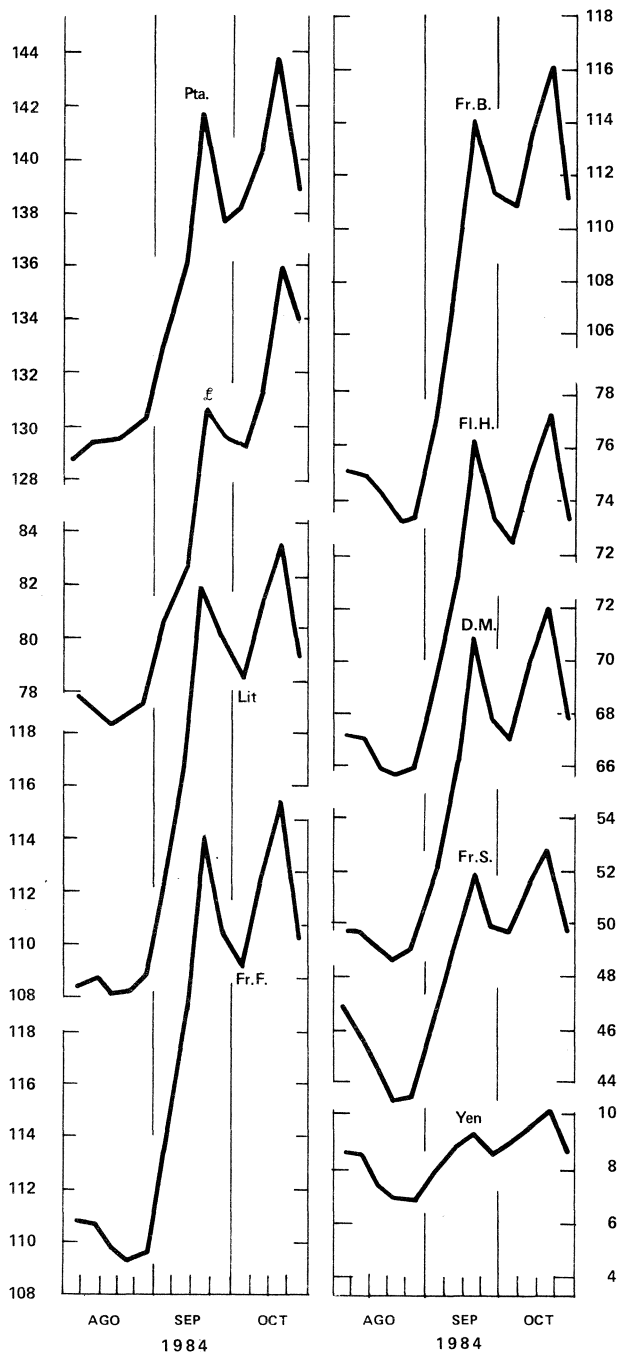
	Cotización frente al dólar USA		
	Unidades nacionales por dólar USA	Variación porcentual (a)	
		Respecto media días 8/12 OCT 1984	Respecto última semana 1983
Yen japonés	241,48	2,51	- 3,60
Franco suizo	2,43	4,37	- 9,93
Libra esterlina (b)	1,27	3,00	-12,01
Marco alemán	2,95	4,32	- 7,07
Franco belga	59,64	4,44	- 6,01
Florín holandés	3,33	4,33	- 7,29
Franco francés	9,06	4,20	- 7,36
Lira italiana	1.837,44	3,69	- 9,27
Peseta	165,70	3,95	- 4,93

(a) Apreciación (+) o depreciación (-) de cada moneda frente al dólar USA.

(b) En dólares USA por unidad nacional.

1. Cotización al contado del dólar (D)

Apreciación (+) o depreciación (-) del dólar frente a las principales monedas



ciones en activos denominados en dólares, intensificando las previsiones en favor de una caída de la divisa estadounidense.

Queda, sin embargo, por saber si la disminución de los tipos de interés americanos no se vería acompañada de un movimiento en el mismo sentido de los tipos de interés europeos, manteniéndose los diferenciales a niveles similares; esta posibilidad dependerá, en última instancia, de los objetivos finales de las autoridades europeas acerca de una menor inflación o de un más alto nivel de actividad.

Sobre todo esto, planea, sin embargo, la cuestión del déficit presupuestario americano, que ha vuelto a constituirse en la preocupación prioritaria de esta administración para su período de mandato. Es suficientemente conocido que la magnitud del desequilibrio de las cuentas públicas americanas ha sido el principal factor en la fortaleza del dólar USA en los últimos años, al acarrear una elevación de los tipos de interés reales en el intento de equilibrar la oferta y demanda de fondos, induciendo con ello la entrada de capitales.

Si las autoridades económicas americanas intentasen reducir la magnitud de este déficit, los tipos de interés nominales americanos comenzarían a bajar, inducidos, entre otras cosas, por el hecho de que el déficit presupuestario absorbe más la mitad del ahorro generado por la economía americana; en estas circunstancias, se acentuarían las presiones a favor de una pérdida de posiciones del dólar USA.

Esta posibilidad no deja de ser bastante incierta, debido, precisamente, a los niveles en que se encuentra el déficit americano en la actualidad y en los que se estima que continúe a lo largo de la presente década; como consecuencia, es todavía demasiado pronto para afirmar de manera cierta cuál va a ser la evolución del dólar USA, ya que, si el déficit no se corrige de forma sustancial, la cotización de la divisa americana continuará muy fuerte, o, cuando menos, ofrecerá una resistencia a desplomarse.

La situación actual del dólar USA y sus expectativas de comportamiento futuro no se han incorporado plenamente, sin embargo, al mercado del oro, cuya cotización, al final del período, se situaba a niveles muy parecidos a los del inicio (alrededor de 343 dólares la onza), aunque a lo largo del período sí registró fuertes oscilaciones, llegando a alcanzar, el día 1 de noviembre, los 333 dólares por onza.

La evolución del tipo de cambio de la peseta

Durante el período analizado, el mercado de la peseta ha continuado sin registrar tensiones de especial importancia, con independencia de los vaivenes que el

dólar USA ha impuesto, y así, siguiendo la tendencia generalizada a todas las restantes divisas significativas, la peseta se apreció un 4 % respecto a la moneda estadounidense, porcentaje muy similar a los experimentados por otras monedas europeas. Como resultado conjunto, la peseta mantuvo sus posiciones, en términos medios ponderados, frente a la CEE, y se apreció, frente al mundo y países desarrollados, en un 2,2 % y un 0,9 %, respectivamente.

2. Variación porcentual del valor de la peseta frente a las principales monedas (a)

Semana del 12 al 16 de noviembre de 1984

	Semana 8/12 OCT 1984	Ultima semana de 1983	Semana 6/10 DIC 1982 (b)
Dólar USA	3,95	-4,93	-22,86
Yen japonés 100	1,41	-1,37	-23,48
Franco suizo	-0,40	5,56	- 9,30
Marco alemán	-0,35	2,31	- 6,18
Franco belga 100	-0,47	1,16	- 3,47
Florín holandés	-0,36	2,55	- 4,05
Franco francés	-0,24	2,63	1,66
Libra esterlina	0,92	8,05	- 1,05
Lira italiana 100	0,26	4,79	0,96
POSICION EFECTIVA FRENTE:			
- Mundo	2,17	-0,99	- 13,92
- Países desarrollados	0,92	1,91	- 7,04
- CEE	-0,04	3,57	- 1,60

(a) Apreciación (+) depreciación (-) de la peseta respecto de su cotización media en las fechas indicadas.

(b) Semana de la última devaluación de la peseta.

Este comportamiento de la peseta se ha visto favorecido por la actuación de las autoridades monetarias, que han tratado de impedir que la presión al alza por la que atraviesa nuestra moneda desde mediados de 1983 se tradujese en una pérdida excesiva de los niveles de competitividad-precio de las exportaciones. En efecto, aun cuando el Banco de España intervino en los dos sentidos del mercado, durante el período analizado, se hizo en más ocasiones comprando dólares, totalizando las compras netas durante el período 433,1 millones de dólares. Ello contribuyó a que, en el mes de octubre, se produjese un aumento de las reservas de divisas de 350,2 millones de dólares, lo que sitúa en 4.936,6 millones el incremento de reservas durante los diez meses transcurridos de 1984.

Las previsiones correspondientes a la primera quincena de noviembre sobre la evolución del tipo de cambio efectivo real de la peseta muestran una apreciación de dicha moneda respecto a la CEE y los países desarro-

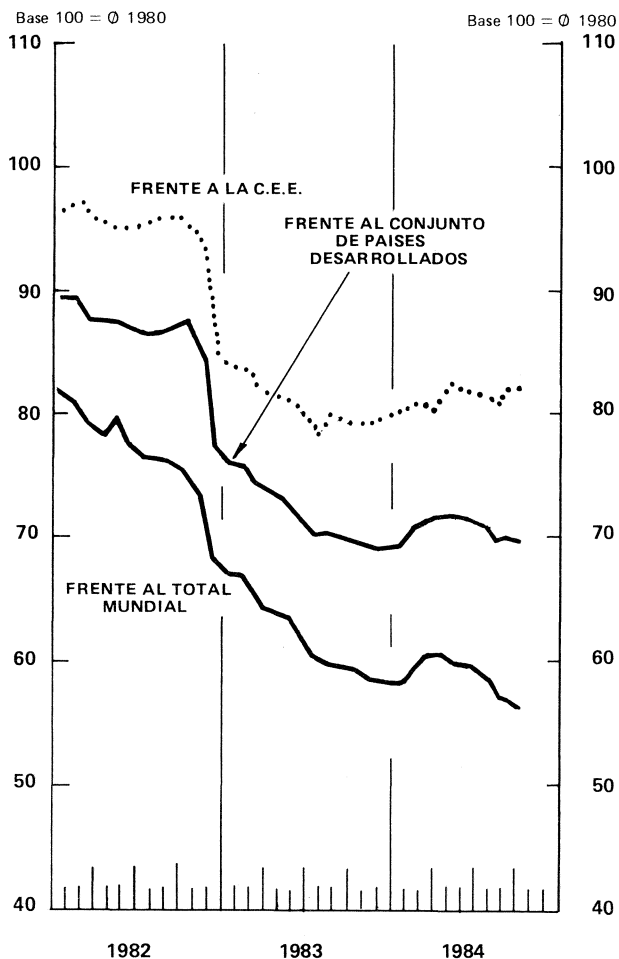
llados a lo largo del período, y tanto si dicha magnitud se mide por el índice de precios industriales como por el de precios al consumo. La apreciación frente a la CEE es, sin embargo, leve (alrededor de un 1 % en ambos casos), mientras que la registrada respecto a los países desarrollados es algo mayor (un 1,4 % si se utilizan los precios al consumo, y un 1,7 % si son los precios industriales los considerados).

Por lo que se refiere al mercado a plazo de la peseta, el descuento de nuestra moneda registró el aumento relativo de los tipos de interés españoles respecto a los extranjeros. En efecto, el tipo de interés a un mes, representado por el interbancario, pasó, entre el 15 de octubre y el 16 de noviembre, de un 12,75 %, al inicio del período, a finalizar a niveles superiores al 13 %, que, junto a la caída de los tipos de interés del eurodólar a igual plazo, permitieron una ampliación del diferencial descubierto, en 1,4 puntos porcentuales. Esta

evolución se ha reflejado, obviamente, en el descuento a plazo de la peseta, a igual plazo, que, para igual período de tiempo, aumentó de un 2,1 % a un 3,4 %. Por último, la distensión en el mercado de la peseta a plazo se ha manifestado en la casi desaparición de la presencia de las autoridades monetarias en el mercado.

22-XI-1984.

2. Índice del tipo de cambio efectivo de la peseta (∅)



Evolución monetaria

Al enjuiciar la evolución registrada por los agregados monetarios y crediticios durante el mes de octubre, es preciso destacar la notable continuidad que enlaza sus rasgos con las pautas experimentadas por dichas magnitudes en los meses de agosto y septiembre. Como en los dos meses señalados se han observado ritmos de expansión cercanos al 13 %-14 %, no han surgido tensiones en los mercados interbancarios, y han decaído suavemente los tipos de interés negociados en los mercados financieros. Estos datos confirman las previsiones sobre el descenso de los altos ritmos de crecimiento alcanzados por los agregados monetarios y de liquidez en los meses de junio y julio. En aquellos momentos, el Banco de España entendió que el episodio expansivo era un movimiento transitorio, y como tal lo trató, no alterando su política de control. Las cifras más recientes han verificado aquella apreciación. De esta forma, han podido evitarse las perturbaciones que una respuesta prematura de las autoridades hubiera acarreado a los mercados financieros.

El avance de los agregados monetarios y de liquidez ha venido motivado por la adquisición de reservas de divisas y por la expansión de los activos frente al sector público, mientras la financiación a las familias y empresas se ha mantenido en la fase de estancamiento ya observada durante los meses anteriores.

Los dos últimos indicadores de demanda de crédito y los «avances» de las inversiones de las entidades crediticias parecen apuntar los primeros indicios de una suave recuperación de la demanda de crédito proveniente del sector privado. Aun en el supuesto de que se consolidara este cambio de tendencia, se cree que tal estímulo no tiene por qué traducirse en pérdidas de control o en tensiones sobre los tipos nominales de interés, ya que todo hace esperar que, en los meses que restan del ejercicio, la financiación al sector público experimentará una pérdida de impulso, y remitirán las adquisiciones de activos frente al exterior.

Los agregados monetarios y de liquidez

En octubre, por tercer mes consecutivo, el ritmo de crecimiento de los agregados monetarios y de liquidez ha vuelto a situarse en valores localizados en la proximidad de 13 %-14 %. Estas tasas marcan el entorno tendencial de la demanda de las inversiones financieras de las familias y empresas. Las autoridades no han puesto impedimento alguno para alcanzar tasas de avance más elevadas, y las entidades de depósito han seguido aumentando sus tenencias de pagarés del Tesoro, constituyendo una segunda línea rentable de li-

quidez, ante el decaimiento de la demanda de crédito proveniente del sector privado. En estas circunstancias, ha podido apreciarse una baja pulsación de la oferta del conjunto de depósitos y del resto de pasivos intermediados por las instituciones bancarias, y los ritmos de expansión de los agregados monetarios han respondido, básicamente, a la inercia subyacente en las preferencias por la liquidez de familias y empresas.

En el transcurso de los cuatro últimos meses, los tipos de interés de los depósitos y cuasidepósitos emitidos por los bancos, las cajas y las cooperativas de crédito han mostrado un grado importante de rigidez —con ligeros descensos en las retribuciones monetarias de los pasivos, no superiores al medio punto porcentual—, que ha contrastado con la caída experimentada por los rendimientos de los instrumentos negociados en los mercados monetarios interiores y exteriores. Esta evolución ha aproximado notablemente las rentabilidades obtenidas en los diversos activos financieros disponibles para las colocaciones del sector privado, incentivando la expansión de los pasivos bancarios y compensando la pérdida de impulso de las contrapartidas de los agregados de liquidez.

1. Agregados monetarios (∅) (*)

	1984			
	I TR	II TR	III TR	OCT
	T ₃ ¹	T ₃ ¹	T ₃ ¹	T ₁ ¹
ALP	12,8	13,3	16,9	14,3
M ₃	12,1	11,3	15,7	12,3
Otros activos líquidos del público	20,4	39,7	30,6	37,6
Aportación al crecimiento de ALP				
M ₃	11,2	7,5	14,4	11,3
Otros activos líquidos del público	1,6	5,8	2,5	3,0

En el período señalado, se ha observado, asimismo, un incremento más intenso de los agregados menos amplios y más relacionados con los ritmos de avance del gasto y de los precios —como son M1 y M2, que engloban el efectivo en manos del público y los depósitos bancarios transferibles—. Este fenómeno está asociado, sin duda, al descenso de los ritmos de inflación, a una posible recuperación del gasto en la segunda parte del año, y a la caída registrada por los tipos de interés.

Durante el mes de octubre, se ha experimentado un deslizamiento de las tasas de expansión del efectivo en manos del público, mientras se han mantenido estables las pautas de avance de los depósitos del sistema

bancario. Dentro de estos, como es habitual, los correspondientes a la banca han mostrado una notable versatilidad, y han quedado afectados, en mayor medida, por la caída derivada de los desplazamientos del público hacia otros activos de renta fija y hacia valores de renta variable. Los pasivos de las cajas de ahorro, por el contrario, han mantenido un ritmo de avance alto y estable, centrado en torno al 19 %.

Una vez computados los datos y estimaciones correspondientes al mes de octubre, las tasas de crecimiento de las magnitudes monetarias, en los diez primeros meses del año, se hallan en valores próximos al 14 % para los activos líquidos, y en el 12,5 % para las disponibilidades líquidas del público. Estas cifras, situadas dentro de las bandas de expansión previstas por las autoridades en el momento de diseñar sus objetivos de control, y las estimaciones más recientes sobre la evolución del mes de noviembre permiten proyectar un entorno de continuidad para un futuro cercano. En éste, probablemente se altere la contribución de las distintas contrapartidas al crecimiento de los agregados, difuminándose el impulso proveniente del exterior y la financiación pública, y adquiriendo un mayor vigor la financiación al sector privado. No obstante, esta sustitución no tiene por qué afectar a los ritmos de expansión de las magnitudes monetarias. Por ello, es probable que, en los próximos meses, no se asista a episodios descontrolados de aceleración de los agregados monetarios y de liquidez, ni a ascensos significativos de los tipos de interés negociados en los mercados monetarios. Las estimaciones realizadas con los últimos datos obtenidos de las declaraciones del coeficiente de caja, proyectan unos ritmos de crecimiento para noviembre, ligeramente por debajo de los alcanzados en el mes de octubre, confirmando, de alguna manera, este conjunto de apreciaciones.

El crédito interno

En el transcurso de los meses de septiembre y octubre, el crédito interno otorgado por el sistema crediticio y por los mercados monetarios ha registrado tasas de crecimiento inferiores a las experimentadas por los agregados de liquidez. El sistema ha acumulado un notable volumen de activos frente a no residentes, como consecuencia, básicamente, de la intensa entrada de reservas. Este movimiento ha supuesto una inversión importante de los recursos disponibles en las entidades de crédito, reflejándose en las diferencias anteriormente señaladas entre los ritmos de avance del crédito interno y los correspondientes a los activos líquidos del público.

Según datos provisionales, la financiación concedida por el sistema crediticio y por los mercados monetarios a los sectores internos creció un 11 % en el período enero-octubre. La contribución de los sectores público y privado al avance del agregado se estima en un 8,5 % y un 2,5 %, respectivamente.

A lo largo de los meses de septiembre y octubre, se ha atenuado el ritmo de expansión de los fondos puestos a disposición del sector público por el sistema crediticio y a través de las colocaciones de pagarés del Tesoro. Detrás de esta evolución, se aprecia un menor desfase entre ingresos y pagos por operaciones financieras, y una mayor apelación a mercados distintos de los anteriormente reseñados. En concreto, a partir del verano, se han incrementado de manera notable las emisiones de deuda pública a medio y largo plazo, que han tenido una extraordinaria acogida en las familias y empresas, poniendo de manifiesto un cambio de actitud, motivado, sin duda, por el descenso de los tipos de interés a más corto plazo, y por la revisión a la baja de la tasa esperada de inflación. No obstante, se estima que, en los meses de septiembre y octubre, el incremento de la financiación concedida al sector público ha alcanzado tasas intermensuales del 35 % y 30 %, respectivamente, a pesar de la menor presión ejercida sobre los mercados de pagarés y sobre los fondos disponibles en el sistema crediticio.

Como ya se ha señalado, la financiación otorgada al sector privado ha mantenido un tono de decaimiento

en el período objeto de comentario. En el mes de septiembre, el avance de este agregado fue nulo, y los indicadores de racionamiento en el mercado de crédito bancario presentaron un panorama de gran distensión. En el mes de octubre, sin embargo, parece que se perciben los primeros signos de un cierto aliento de la financiación de las empresas y familias, y las tasas interanuales elaboradas con datos muy provisionales presentan valores positivos, localizados en torno al 4 %-5 %. Los indicadores de opinión disponibles adelantan un futuro de mayor dinamismo de la demanda de crédito, y se espera que la mejoría de las condiciones de oferta de los recursos, unida a previsiones más optimistas sobre los ritmos de actividad, termine suscitando un rebrote de esta variable.

Los activos de caja y los mercados monetarios

En el transcurso del mes de octubre, las notas más sobresalientes de los mercados monetarios han sido el abandono por parte del Banco de España de una instrumentación totalmente elástica de su oferta de activos de caja y una nueva disminución de los tipos de interés a más corto plazo.

A lo largo de la primera decena, el Banco de España continuó su actuación de los meses anteriores, manteniendo fijo en el 13 % el tipo marginal de la subasta de préstamos, y en el 12,75 % el tipo de las cesiones de pagarés a tres meses. Dado el crecimiento de los pasivos computables de los bancos y cajas, la aportación de activos de caja al sistema fue excesiva, ya que las autoridades se mantuvieron a la espera de que se drenara el exceso de liquidez de base en la subasta de pagarés del Tesoro del último día de la decena, en que se ofrecían títulos a dieciocho meses, por primera vez. Sin embargo, los deseos de la autoridad monetaria no se materializaron, ya que el importe de pagarés adjudicado fue muy modesto, debido a que los tipos de interés demandados por las entidades fueron sensiblemente superiores a los que el Tesoro estaba dispuesto a otorgar. Como consecuencia de todo ello, las entidades acumularon unos activos de caja excedentes muy elevados, cruzándose operaciones en el mercado interbancario a un día a tipos de interés significativamente más bajos que los aplicados por el Banco de España al mismo plazo.

Durante las dos decenas siguientes, el Banco de España disminuyó el avance de su oferta de activos de caja, sin introducir ningún tipo de tensión en los mercados. Los tipos de interés a un día y a un mes del mercado interbancario experimentaron una disminución

2. Excedente de caja legal (2)

	Sistema bancario	Banca	Cajas de ahorro
1984			
ENE	0,561	0,402	0,805
FEB	0,053	0,064	0,037
MAR	0,169	0,177	0,157
ABR	0,096	0,127	0,050
MAY	0,059	0,077	0,033
JUN	0,054	0,063	0,039
JUL	0,068	0,087	0,040
AGO	0,046	0,061	0,021
SEP	0,031	0,037	0,023
1.ª dec.	0,029	0,037	0,018
2.ª dec.	0,028	0,030	0,027
3.ª dec.	0,036	0,044	0,024
OCT	0,076	0,084	0,064
1.ª dec.	0,076	0,146	0,151
2.ª dec.	0,037	0,051	0,015
3.ª dec.	0,046	0,058	0,029

3. Tipos de mercado monetario (X)

	Tipos día a día			Tipos a plazo			
	Interbancario	Banco de España		Interbancario		Banco de España cesiones temporales de pagarés	
		Subasta de préstamos	Adquisición temporal de pagarés	Un mes	Tres meses	Un mes	Tres meses
1984							
ENE	10,42	16,24	—	17,06	18,41	—	—
FEB	18,11	19,29	—	18,01	18,46	—	—
MAR	14,72	18,82	—	16,42	17,14	15,00	—
ABR	11,61	—	17,41	15,01	16,09	14,89	15,25
MAY	11,89	17,15	14,15	14,62	15,23	12,75	15,00
JUN	11,90	13,35	12,44	13,37	14,42	12,06	13,49
JUL	11,13	12,67	11,62	12,58	13,63	11,75	12,75
AGO	12,68	13,00	13,03	13,12	13,65	11,50	12,75
SEP	12,52	13,00	12,93	12,82	13,14	11,75	12,75
1. ^ª dec.	12,56	13,00	12,94	12,87	13,20	11,75	12,75
2. ^ª dec.	12,55	13,00	12,94	12,78	13,17	11,75	12,75
3. ^ª dec.	12,44	13,00	12,91	12,81	13,05	11,75	12,75
OCT	10,87	12,67	11,58	12,45	12,97	11,54	12,49
1. ^ª dec	11,39	13,12	13,11	12,98	13,21	11,67	12,67
2. ^ª dec	9,62	—	9,79	12,00	12,65	11,42	12,45
3. ^ª dec	11,46	12,08	11,78	12,37	12,99	—	12,38

de un punto, en el transcurso de la segunda decena —período en que la evolución de los activos líquidos computables en el coeficiente de caja fue más holgada—, y subieron ligeramente durante la tercera decena, en la que se registró un menor avance de la serie de activos de caja. Ante la tónica descendente de los tipos, el Banco de España disminuyó el tipo de interés de los activos computables en el coeficiente de caja, el día 23 de octubre, situándolo en el 12,375 %.

La evolución de los mercados interbancarios en la primera quincena del mes de noviembre ha mantenido esta línea de continuidad. La autoridad monetaria ha ofrecido la liquidez de base necesaria para que el sistema bancario financiara holgadamente el ritmo de expansión de sus pasivos computables, y los tipos de interés contratados han experimentado una trayectoria suavemente descendente.

23-XI-1984.

Sector público

Actividad presupuestaria del Estado en el período enero-septiembre

Al concluir el tercer trimestre, el déficit de las operaciones no financieras del Estado se elevó a 1.110,9 m.m., de los que 982,4 m.m. corresponden al déficit del primer semestre, y el resto (128,5 m.m.), al último trimestre. Con respecto al saldo del período enero-septiembre de 1983, se ha registrado una ampliación del déficit de 201,7 m.m., tras haber aumentado los ingresos y los pagos no financieros en un 17,8 % y en un 19,0 %, respectivamente (véase cuadro 1). La evolución de los ingresos hasta septiembre pone de manifiesto y confirma que la recaudación no alcanzará las previsiones presupuestarias, por un margen significativo, aunque muy dispar para cada figura impositiva. La evolución de los pagos, a nivel global, refleja no sólo la ejecución del presupuesto corriente de 1983 y 1984, sino también la cumplimentación de la Ley 3/1983 en cada uno de estos años. Esta Ley ha originado, hasta septiembre, unos pagos ordenados de 119,1 m.m. y de 68,9 m.m., equivalentes, respectivamente, al 4,3 % y al 2,1 % de los pagos ordenados del presupuesto corriente, cuyo aumento hasta ese mes ha sido del 22,2 %, superior al 18,6 % de incremento de los créditos presupuestados, lo que indica una ejecución presupuestaria en 1984 más rápida que en 1983 (año en el que se aprobó el presupuesto con retraso). A nivel desagregado de los gastos, los diferentes ritmos de ejecución y la redistribución del gasto del Estado ocasionada por el proceso de transmisión de competencias a las comunidades autónomas complican la inter-

1. Estado. Ingresos y pagos

	ENE-SEP	
	1983	1984
Saldo operaciones no financieras	-909,2	-1.110,9
Ingresos	2.526,8	2.977,5
<i>Impuestos, tasas y otros ingresos</i>	2.351,5	2.740,4
<i>Transferencias</i>	68,5	105,9
<i>Otros ingresos</i>	106,8	131,2
Gastos	3.436,0	4.088,4
<i>Consumo público</i>	956,8	993,3
<i>Transferencias corrientes</i>	1.638,4	2.135,1
<i>Gastos de capital</i>	682,5	717,7
<i>Otros gastos</i>	158,3	242,4
Financiación	909,2	1.110,9
<i>Emisión neta deuda pública y céd. invers.</i>	444,7	3.129,6
<i>Sector exterior</i>	90,8	172,1
<i>Dotaciones al crédito oficial</i>	-185,6	-151,4
<i>Otras op. financ. desfases y discrepancias</i>	-470,3	-909,5
<i>Banco de España</i>	658,4	-1.432,6

pretación de los crecimientos observados entre 1983 y 1984. La ampliación del déficit hasta septiembre indica que para el conjunto del año tendrá lugar un aumento del mismo. No obstante, la cuantía final que se registre no se puede precisar aún sin un margen considerable de error, pues todavía queda por recaudarse una parte importante de los ingresos, y los pagos dependen, en gran medida, de las decisiones que adopten las autoridades fiscales al cierre del ejercicio.

Aun sin descartar una evolución favorable de los ingresos del Estado en los meses finales del año, el rasgo de un desajuste apreciable entre las previsiones y las realizaciones presupuestarias persistirá para el conjunto del año. Los impuestos directos, hasta septiembre, crecieron en un 16,3 % (18,9 % hasta agosto), desglosándose en unos aumentos del 19,7 % en la recaudación por renta de las personas físicas y del 12,4 % en la recaudación por renta de sociedades, y en una disminución del 38,3 % en los impuestos sobre el capital (véase cuadro 2). Las retenciones por rentas del trabajo personal han crecido en un 20,9 %, y la cuota diferencial del impuesto sobre la renta de las personas físicas, en un 19,3 %, mientras las retenciones por rentas de capital han crecido en un 8,7 %, y la cuota diferencial del impuesto sobre sociedades, en un 15,1 %. La desviación en la recaudación, en lo que atañe a los impuestos directos, afecta a los impuestos sobre la renta de las personas físicas y, sobre todo, a los impuestos sobre el capital, pero éstos tienen una importancia cuantitativa insignificante. En los impuestos indirectos, cuyo crecimiento hasta septiembre es del 14,7 % (16,3 % hasta agosto), se observan discrepancias acusadas entre la evolución de cada impuesto y entre la recaudación y las previsiones presupuestarias para cada uno de ellos. Estas discrepancias se deben, fundamentalmente, a errores de previsión, pero, en parte, también se explican por la cesión de impuestos a las comunidades autónomas y por la evolución de los pagos por desgravación fiscal a la exportación, que están sobrepasando las estimaciones iniciales, como consecuencia de los resultados positivos de las ventas al exterior (hasta septiembre, las desgravaciones fiscales a la exportación han crecido en un 20,8 %). El crecimiento del 14,7 % oculta, pues, trayectorias muy distintas de cada impuesto. Así, se observan fuertes aumentos en el ITE (37,9 %) y en los impuestos especiales (35,8 %), una subida moderada en los derechos aduaneros (6,3 %), una caída leve en los impuestos sobre el lujo (1,9 %) y disminuciones acusadas en las rentas de monopolios (45,8 %) y en transmisiones patrimoniales (23,0 %). En el resto de los ingresos no financieros, las tasas registran un crecimiento del 36,4 %, lo que supone una mejora sustantiva en el último mes, aunque todavía la recaudación queda muy por debajo de las previsiones, y las transferencias corrientes alcanzan un

2. Estado. Ingresos no financieros

m.m., %

	ENE-SEP		
	Importe		Crecimiento 84/83
	1983	1984	
INGRESOS NO FINANCIEROS	2.526,8	2.977,5	17,8
Impuestos directos	1.057,9	1.230,1	16,3
S/ Renta personas físicas	793,4	949,7	19,7
<i>Ret. trabajo personal</i>	578,4	699,5	20,9
<i>Ret. rentas de capital</i>	87,9	95,5	8,7
<i>Fraccionamientos</i>	24,6	32,2	31,2
<i>Cuota diferencial</i>	102,5	122,4	19,3
S/ Renta de sociedades	214,9	241,6	12,4
<i>Ret. rentas de capital</i>	87,9	95,5	8,7
<i>Cuota diferencial</i>	127,0	146,1	15,1
S/ Capital	28,2	17,4	-38,3
<i>Sucesiones</i>	15,8	8,7	-44,5
<i>Patrimonio</i>	12,4	8,6	-30,5
Otros	21,4	21,4	- 0,1
Impuestos indirectos	1.170,7	1.342,7	14,7
Trans. patrim. y ac. jur. doc.	99,2	76,4	-23,0
ITE	327,6	451,8	37,9
S/ Consumo	382,3	468,9	22,7
<i>Especiales</i>	249,4	338,6	35,8
<i>Lujo</i>	132,8	130,3	- 1,9
Aduanas	287,0	305,0	6,3
Monopolios	74,5	40,4	-45,8
Tasas y otros ingresos	122,9	167,7	36,4
Transferencias	68,5	105,9	54,6
Otros ingresos	106,8	131,2	22,8
De dotaciones Crédito Oficial	79,8	94,6	18,4
Dividendos y otras rentas	11,9	15,0	26,5
Otros	15,1	21,6	43,1

aumento del 54,6 %, debido, primordialmente, a las contribuciones concertadas.

La ejecución del presupuesto en cuanto a los pagos ordenados está siendo, en 1984, más rápida que en 1983, pero más lenta que en años anteriores de normalidad presupuestaria. Hasta septiembre, los pagos ordenados respecto de los créditos presupuestados representaban el 62,1 % en 1984, frente al 59,3 % en 1983 y el 64,8 % como media en el trienio precedente. A nivel de capítulos del gasto, las distintas partidas, como es habitual, muestran comportamientos dispares respecto del ritmo de ejecución, pero, en comparación con todos los años pasados recientes, es de señalar el bajo ritmo de los pagos de capital y, más particularmente, de los pagos por inversiones reales. Por otra parte, los pagos del Estado están sufriendo una reclasificación, como consecuencia de las transferencias a las comunidades autónomas, resultando de escaso valor analítico los crecimientos de los pagos por categorías económi-

3. Estado. Pagos no financieros

m.m., %

	ENE - SEP		Crecimiento 84/83
	Importe		
	1983	1984	
TOTAL PAGOS (ORDENADOS)	3.436,0	4.088,4	19,0
Consumo público	956,8	993,3	3,8
Remuneraciones de personal	832,5	842,4	1,2
Sueldos	654,6	633,3	- 3,3
Clases pasivas	177,9	209,1	17,5
Compra de bienes y servicios	124,3	150,9	21,4
Transferencias corrientes	1.638,4	2.135,1	30,3
Presupuestarias	1.316,4	1.774,1	34,8
Presupuesto corriente	1.282,6	1.735,1	35,3
A: OAA	316,8	397,9	25,6
Seguridad Social	444,0	518,5	16,8
Entes territoriales	254,8	380,8	49,4
Empresas	107,0	199,8	86,8
Familias e i.s.f.l.	107,1	164,1	53,2
Otras	52,9	74,0	40,0
Período ampliación	33,8	39,0	15,4
Desgravación fiscal exportación	222,1	268,4	20,8
Otras	99,9	92,7	- 7,3
Pagos de capital	682,5	717,7	5,2
Inversiones reales	316,5	276,2	- 12,8
Transferencias	366,0	441,5	20,6
Presupuesto corriente	330,0	424,4	28,6
A: OAA	89,8	97,3	8,3
OAC	125,9	143,1	13,6
Entes territoriales	27,3	54,4	99,4
Empresas	82,1	111,9	36,4
Otras	4,9	17,7	258,8
Período de ampliación	35,9	61,9	72,2
Otras	-	-44,8	-
Otros pagos	158,3	242,4	53,1
Intereses de cédulas	74,3	84,5	13,7
Otros intereses	83,3	156,7	88,2
Otros	0,7	1,1	58,9

cas, tal como se presentan en el cuadro 3. No obstante, cabe resaltar que el crecimiento del 19,0 % de los pagos totales se descompone en unos aumentos del 22,4 % de los gastos corrientes (comprendidos los intereses) y del 5,2 % de los gastos de capital. Tanto en unos como en otros, domina el crecimiento de las transferencias, y así, en los gastos corrientes, frente al 3,8 % de crecimiento del consumo público, las transferencias han crecido en un 30,3 % y los pagos por intereses en un 53,1 %. En los gastos de capital, se registra una disminución del 12,8 % en las inversiones reales y un aumento del 20,6 % en las transferencias.

4. Estado. Operaciones financieras

m.m.

	ENE-SEP	
	1983	1984
SALDO OPERACIONES FINANCIERAS	909,2	1.110,9
Deuda pública y cédulas para inversión	444,7	3.129,6
Pagarés del Tesoro	317,4	2.444,7
A medio y largo plazo	42,7	110,2
Emisiones brutas	73,6	168,6
Amortizaciones	- 30,9	- 58,4
Deuda no negociable	84,6	574,7
Financiación exterior	90,8	172,1
Créditos recibidos	99,4	189,5
Amortizaciones	- 8,6	- 17,4
Dotaciones al Crédito Oficial	-185,6	- 151,4
Otras operaciones financieras, desfases y discrepancias	-470,3	- 909,5
Otras operaciones	-435,8	- 852,0
Desfases	- 35,2	- 57,7
De los que op. pendientes de pago	- 30,6	18,0
Discrepancia estadística	0,8	0,1
Banco de España	658,4	-1.432,6
C/c. del Tesoro	-728,5	-1.911,6
C/ especial Crédito Oficial	- 2,3	- 40,7
Otras cuentas del Estado	1.389,2	519,6

Por lo que se refiere a la actividad financiera del Estado (véase cuadro 4), la emisión de pagarés del Tesoro es el aspecto que la domina. Hasta septiembre, la emisión neta de estos pagarés ascendió a 2.444,7 m.m., una cifra que casi basta para cubrir el déficit no financiero y la reducción del saldo deudor de las cuentas del Tesoro con el Banco de España en 1.432,6 m.m. Cabe resaltar también que a través de la emisión neta de deuda a largo plazo y de los préstamos exteriores, se han obtenido 110,2 m.m. y 172,0 m.m., respectivamente. Las dotaciones al crédito oficial se elevan a 151,4 m.m., en tanto que las emisiones de cédulas ascendieron a 134,7 m.m. El resto de las emisiones de deuda negociable, hasta 574,7 m.m., corresponde a los 440,0 m.m. de la deuda para afrontar los problemas financieros de Rumasa, recogiendo la contrapartida de esta emisión en el renglón de «otras operaciones» del cuadro de las operaciones financieras.

22-XI-1984.

Deuda exterior, sistema financiero internacional y supervisión bancaria

A) Origen y desarrollo del problema de la deuda (1970-1982)

A lo largo de los años 50, tras cuatro décadas de desorden económico y monetario internacional provocado por las dos guerras mundiales y sus secuelas, empezaron a normalizarse los mercados financieros internacionales y se produjo una novedad verdaderamente decisiva que ha marcado la evolución económica internacional durante las últimas tres décadas: la aparición de un mercado para depósitos en dólares fuera de los Estados Unidos, la aparición del mercado del eurodólar, y, paralelamente, la aparición de mercados para emisiones en eurodólares. Posteriormente, el mecanismo nacido para el dólar se aplicó a otras monedas, y, a lo largo de los años 60 y 70, el mercado de las euromonedas y los eurobonos registró un crecimiento espectacular.

Lo que surgió a finales de los años 50 y a lo largo de los años 60 fue un sistema nuevo, eficiente y muy poderoso de financiación internacional: algo que había desaparecido —o casi— con la primera guerra mundial. Es precisamente este sistema financiero —los mecanismos de financiación basados en los depósitos en euromonedas y las emisiones y créditos denominados en ellas— lo que la crisis que se desencadenó en el verano de 1982 ha puesto en juego. La superación de esta crisis no es sólo decisiva, evidentemente, para el futuro económico inmediato de diversos países deudores y de diversas instituciones bancarias y países acreedores, sino que, a más largo plazo, es decisiva para el futuro económico de todos, porque un sistema financiero internacional eficiente es condición necesaria para la recuperación de la economía mundial.

1) La financiación a los países en desarrollo hasta la segunda crisis petrolífera

Hasta comienzos de los años 70, las principales fuentes de financiación para los países en desarrollo fueron los organismos de cooperación económica multilateral (el Fondo Monetario Internacional, los bancos de Desarrollo Regional, el Banco Mundial, la IDA) y los gobiernos, es decir, la financiación más o menos concesional canalizada por los gobiernos de los países en desarrollo hacia los países del tercer mundo (el grado de concesionalidad de estas financiaciones era y es muy variable, yendo desde la donación hasta los préstamos ligados y en condiciones prácticamente de mercado). El enorme desarrollo de los mercados de las euromonedas, que tuvo su motor fundamental, naturalmente, en el hecho de que los depósitos en euromonedas no han estado nunca sometidos a regulación —y este margen

de libertades convenía tanto a los depositantes como a los bancos—, llevó a la existencia de una creciente capacidad de financiación en la banca internacional.

En efecto, en 1970, los pasivos totales denominados en euromonedas, mantenidos por la banca comercial de los países europeos más la banca comercial de Japón, Canadá, Hong Kong, Singapur y algunos otros centros financieros internacionales como Barhein o Panamá, alcanzaban, en términos brutos (es decir, sin deducir los pasivos interbancarios mutuos), 110.000 millones de dólares. En 1975, estos pasivos brutos totales en euromonedas sumaron 460.000 millones de dólares, y, en 1980, 1,5 billones de dólares.

La primera crisis petrolífera, la crisis de 1973-1974, planteaba un problema de transferencias desde los países petrolíferos a los no petrolíferos, que se resolvió con notable facilidad, debido al mecanismo llamado del «reciclaje»; lo que fue posible, por supuesto, gracias al mercado de eurodólares y a la agilidad y dinamismo de la banca internacional en ese mercado. El hecho de que los países en desarrollo tuvieran entonces un bajo nivel de endeudamiento y de que, todavía durante unos años, los países desarrollados mantuvieran un alto nivel de demanda exterior facilitó aquel ajuste.

La financiación concedida por la banca internacional a partir de los recursos en euromonedas alcanzó en 1977 un volumen de 75.000 millones de dólares, y se elevó a 124.000 millones en 1979 (1).

2) La segunda crisis petrolífera: la recesión de los países industrializados y las consecuencias para los países en desarrollo

La segunda crisis petrolífera de 1979 se produjo cuando en muchos países en desarrollo se habían alcanzado niveles de endeudamiento relativamente altos, y dio como resultado un enorme incremento del déficit corriente de ese conjunto de países: el déficit corriente acumulado de los países en desarrollo no petrolíferos pasó de 30.000 millones de dólares en 1979 a casi 120.000 millones en 1981. Este enorme incremento, que multiplicó por cuatro el déficit en el espacio de tres años, se produjo como consecuencia de una

(1) Estas cifras se refieren exclusivamente a obligaciones internacionales (eurobonos) y préstamos internacionales (eurocréditos) y no recogen otros flujos de financiación en moneda extranjera, como las «obligaciones extranjeras» (es decir, las emisiones realizadas por un **no** residente en un país en la moneda de ese país) y los préstamos extranjeros (es decir, los préstamos concedidos por un banco a un **no** residente, pero en la moneda del país de residencia del banco).

acumulación de factores: frente a la segunda crisis petrolífera, los países desarrollados reaccionaron de modo enteramente diferente de como lo habían hecho con motivo de la primera; aplicaron rápidamente políticas restrictivas ortodoxas que redujeron su nivel de demanda exterior, y aceptaron altos tipos de interés nominales y reales, para atajar la inflación y reequilibrar sus cuentas, tanto interiores como exteriores.

Los países en desarrollo, incluso los más endeudados, reaccionaron de un modo bien diferente: siguieron embarcados en políticas expansivas e inflacionistas, acompañadas, en ocasiones, por absurdas políticas de sostenimiento artificial de su divisa o, incluso, de su revaluación. Resulta instructivo recordar que, mientras todo eso ocurría, la opinión convencional, representada por prestigiosas revistas especializadas, seguía considerando bastante buenos los riesgos de esos países, y muy pocos daban credibilidad a las previsiones de una crisis inmediata. Con pocas excepciones, tampoco se expresaba preocupación ni por la generalización de los tipos de interés flotantes (técnica considerada como innovación supuestamente favorable a los deudores) ni al mecanismo de sindicación, que permitía la participación en el crédito de muchos pequeños bancos que, naturalmente, se retiraron del mercado en cuanto los síntomas de peligro aparecieron claros. Sin duda, ésta es una historia en la que nadie es del todo inocente y nadie es del todo culpable, porque todos han contribuido (países acreedores, países deudores y gran banca internacional) al estallido final de la situación.

3) El estallido de la crisis en el verano de 1982 (1)

En el verano de 1982, ya había indicios de que la situación de deuda exterior de algunos países en desarrollo y algunos países del bloque soviético (como Polonia o Rumanía) era peligrosa. Por ejemplo, Argentina había dejado de hacer frente al servicio de su deuda con motivo de la guerra de las Malvinas; pero, precisamente, la naturaleza extraeconómica de este hecho —como la naturaleza extraeconómica de la gravísima crisis polaca de 1981 y 1982— contribuyó a desdibujar los parámetros económicos de ambas situaciones. A lo largo del primer semestre de aquel año de 1982, la

(1) Para un análisis más detallado de la génesis y desarrollo de este proceso, véase el apartado 2.2. del capítulo I del Informe Anual de 1982. Sus repercusiones posteriores sobre los mercados monetarios internacionales fueron comentadas, de forma más o menos directa, en el apartado 2 del Informe Anual de 1983 y en los artículos que sobre la actividad crediticia internacional se publicaron en los Boletines Económicos correspondientes a mayo de 1983 y julio-agosto de 1984.

situación mejicana se hizo crecientemente insostenible con el ataque a las reservas exteriores del país por parte de los propios residentes mejicanos, ante un tipo de cambio del peso muy sobrevalorado y la prosecución de una política de inflación y expansión; todo ello, además, en un sistema de completa libertad de cambios. Cuando, en agosto, el gobierno mejicano declaró su incapacidad para seguir atendiendo al servicio de la deuda, ello se debió a esa evolución económica interna, agravada por las tendencias ya señaladas de la economía internacional y, además, a una situación de pánico en la banca internacional: circunstancia que impidió no sólo a Méjico, sino también a Brasil y a otros deudores, la renovación de sus préstamos, haciendo inevitable la suspensión del servicio de la deuda y su renegociación.

El sistema financiero internacional, como cualquier sistema financiero nacional, se basa en la confianza. La confianza es un factor de este mecanismo económico absolutamente decisivo, y no tiene mucho sentido decir, como se hace a veces, que la crisis fue producto del pánico más o menos egoísta de la gran banca internacional. La gran banca internacional tenía razones más que sobradas para retirar su confianza a determinados prestatarios. Pero, dicho esto, hay que reconocer que no había, seguramente, nada inexorable o inevitable en el calendario de la crisis. En este sentido, no cabe tampoco ninguna duda de que, si la política económica de los países implicados hubiera sido más razonable en el primer semestre de 1982, seguramente podría haberse evitado la crisis o aplazado su estallido.

4) El problema a finales de 1982

Cuando, como consecuencia del anuncio mejicano en el mes de agosto, la Asamblea del FMI en Toronto se planteó, en septiembre, la magnitud y gravedad del problema de la deuda, su situación, en líneas generales, podía resumirse del modo siguiente:

- 1.—El total de deuda exterior del conjunto de países en desarrollo, incluidos los petrolíferos y los no petrolíferos, se acercaba a 700.000 millones de dólares, contra unos 150.000 millones en 1973.
- 2.—Aproximadamente, la mitad de esa deuda correspondía a acreedores privados, y, en primer lugar, a bancos (puede calcularse que la mitad del déficit corriente acumulado por los países en desarrollo, entre 1979 y 1981, se financió por la banca internacional).
- 3.—El problema se concentraba en Latinoamérica, que debía más del 50 % del total, y, dentro de

Latinoamérica, en Brasil, Méjico, Argentina y Venezuela.

- 4.—Para el conjunto de los países y de la deuda, y también para los países más endeudados de Latinoamérica, el servicio de la misma se hacía imposible si se detenía el flujo de nueva financiación a conceder por la banca privada internacional, dadas sus cifras de exportación, la mala estructura de vencimientos y las fuertes elevaciones en los tipos de interés.

5) Del pesimismo inicial a cierto moderado optimismo

Cuando terminó la Asamblea del FMI en Toronto, el ambiente no podía ser más pesimista. Muchos pensaban que la magnitud y complejidad del problema y sus implicaciones políticas de todo orden desbordaban la capacidad de los gobiernos, de la banca internacional y de los organismos multilaterales para encontrar una salida a la crisis que no sumergiese la economía mundial en una profunda recesión o que no implicase un caos de proteccionismos comerciales y la destrucción del sistema financiero internacional. Hoy, dos años después, y aunque el problema está lejos de resolverse, puede afirmarse que el ambiente internacional es más distendido y que ya no se piensa que el problema exceda a la capacidad de negociación de los gobiernos y de los bancos.

Naturalmente, y como siempre ocurre cuando se plantean problemas complejos, muy graves y que afectan a muchos, han surgido tres tipos de propuestas de solución: las que por su radicalismo resultan inviables en la práctica; aquellas que son interesantes en teoría, pero excesivamente audaces y originales; y, por último, las propuestas menos brillantes, pero prácticas, que son las que, al final, siempre se utilizan.

Sobre las propuestas impracticables, poco hay que decir: algunos han propuesto que los deudores, simplemente, repudien su deuda, solución que hasta ahora ningún gobierno parece estar muy inclinado a aceptar; otros han propuesto la formación de «sindicatos de deudores» para obtener, mediante tal presión «sindical», condonaciones de deuda, extrañas formas de devolución, etc., propuestas que tampoco parecen haber tenido, hasta el momento, mucho éxito. Algunos, por último, han intentado que los deudores distingan deuda «legítima» o «ilegítima», o deuda «militar» y «civil», con igual predicamento que las anteriores.

Ha habido también propuestas menos radicales que las precedentes, pero que implican, de una forma o de otra, a más o menos plazo, con mayor o menor intensi-

dad, una redistribución de las pérdidas (de los gobiernos y de los bancos acreedores) entre los contribuyentes del país de que se trate. Otras propuestas incluyen esquemas según los cuales los activos en riesgo o en renegociación podrían ser vendidos por los bancos acreedores, mediante descuentos, a otros bancos, de forma que la «mano invisible», de una parte, y la aceptación de pérdidas patrimoniales por los bancos, de otra, coadyuvasen al arreglo del problema.

Sea cual sea la opinión que se tenga sobre la probabilidad de que, finalmente, se produzca, en mayor o menor medida, la «socialización» de las pérdidas patrimoniales de los acreedores, lo cierto es que, hasta el momento, este tipo de soluciones no se ha planteado en la práctica, ni por deudores ni por acreedores (sí ha aparecido un mercado interbancario de activos en riesgo, aunque es muy difícil saber su importancia, porque no suelen hacerse públicos los datos).

B) Las vías de solución de la crisis

Hasta ahora, las soluciones que se han ido acometiendo han discurrido por **tres** vías: la actuación del FMI y su papel como financiador condicional y supervisor de la política económica de los países; el Club de París y la banca internacional renegociando a través de complicados mecanismos con los diferentes países deudores; y, finalmente (y aunque es un papel que los bancos centrales preferirían no desempeñar, y no parece que vayan a desempeñar en el futuro), también los bancos centrales han participado en algunas operaciones de financiación a través del Fondo Monetario Internacional.

1) El Club de París

El llamado Club de París tiene su origen en los años 50, cuando algunos países, entre ellos Argentina y Brasil, plantearon la renegociación de sus deudas oficiales. Hasta finales de los años 70, el Club, que es, sencillamente, una reunión informal de representantes gubernamentales de países deudores y países acreedores, celebraba sólo unas pocas reuniones al año. Naturalmente, desde el verano de 1982, su actividad se ha multiplicado, y, en este momento, es una pieza importante de todo el proceso de renegociación de deudas.

En el Club de París se renegocian y refinancian: *a)* deudas soberanas, es decir, asumidas o garantizadas directamente por el Estado; *b)* deudas del sector

público, y *c)* deudas del sector privado cuyo principal o intereses no han podido satisfacerse debido a un problema de transferencia, es decir, una vez que el deudor ha efectuado el depósito del contravalor en la moneda local, pero las autoridades monetarias del país en cuestión no pueden suministrarle los fondos en moneda extranjera.

El Club de París funciona, en la práctica, como una junta «ad hoc» de países acreedores, y su composición varía, naturalmente, en función de la deuda del país que se está renegociando: por ello, a las distintas renegociaciones no asisten los mismos acreedores. También asisten observadores de las agencias internacionales, en especial del FMI, que facilitan información sobre la situación económica del país y la marcha de los programas de ajuste, así como de sus operaciones de financiación. Lo normal es que el Club de París sólo negocie la refinanciación con un país deudor, si existe un acuerdo previo de ajuste con el FMI, aunque, cuando se ha examinado el caso de países deudores no miembros del FMI, se han buscado criterios de condicionalidad equivalentes (éste ha sido el caso, por ejemplo, de Cuba, Polonia y Mozambique).

Entre sus cláusulas habituales más importantes, el Club establece la de nación acreedora más favorecida, con respecto a otros países acreedores, y la de trato comparable con relación a otros acreedores privados, bancos internacionales principalmente. El Club suele refinanciar deuda a medio y largo plazo (más de un año), aunque, a veces, también refinancia deuda a corto plazo y atrasos. En el Club se pueden refinanciar vencimientos de principal y también vencimientos de intereses. En definitiva, el principal objetivo del Club de París es conseguir un reparto equitativo de la carta de la refinanciación entre acreedores diferentes, evitando posibles discriminaciones.

Hasta ahora, se ha negociado en el Club de París la refinanciación de la deuda pública y de los riesgos de transferencia de Cuba, Brasil, Yugoslavia, Méjico (sólo la parte de deuda privada) y Perú, y parece probable que, en un futuro inmediato, se renegocie la deuda de Filipinas y Argentina.

De los cerca de 700.000 millones de dólares en que se estimaba el total de la deuda exterior viva del conjunto de países en desarrollo (tanto petrolíferos como no petrolíferos), puede estimarse en torno a los 120.000 millones de dólares el importe de la deuda de acreedores oficiales, excluyendo los acreedores que son instituciones internacionales. Es decir, a través del Club de París, se está encauzando la refinanciación de un 15 %, aproximadamente, del volumen de deuda exterior total existente a finales de 1982.

2) El papel del Fondo Monetario Internacional

El Fondo Monetario Internacional ha desempeñado un doble papel desde 1982. Por un lado, como supervisor de la política económica de los países que solicitan su ayuda y como suministrador de esta ayuda; en segundo lugar, como catalizador de la refinanciación que ha de suministrar la banca internacional. Hay que insistir en la novedad que ha supuesto esta segunda función del Fondo respecto al segmento más importante y más problemático de la deuda renegociable: la deuda con acreedores bancarios.

Después del último aumento de cuotas, puede estimarse que, entre 1983 y 1984, el FMI habrá suministrado alrededor de 14.000 millones de dólares de financiación neta a los países que han solicitado su ayuda y que han llegado con el Fondo a los correspondientes acuerdos de ajuste, cifras que contrastan con los apenas 2.000 millones de dólares de nueva financiación neta que concedió el Fondo en el bienio 1981-1982. Es decir, el Fondo ha incrementado considerablemente su actividad supervisora, lo que le ha llevado a ese papel de catalizador de la nueva financiación suministrada por la banca internacional.

Desde luego, este realizado papel del Fondo ha dado lugar a una gran discusión sobre el tipo de ajustes que el Fondo exige a los países deudores y a los países acreedores. En realidad, y cualesquiera que sean las discrepancias sobre detalles concretos respecto al ritmo de los ajustes, no parece que exista ninguna opción diferente de la que el Fondo trata de obtener de los países que piden su ayuda. Los reproches contra el Fondo, que ya son tópicos, han dejado en la sombra el hecho de que, en varios casos, gracias a él han podido algunos países obtener finalmente volúmenes de nueva financiación neta bancaria, superiores a los que la banca estaba dispuesta, en principio, a conceder.

Caben pocas dudas de que, dentro de unos años, cuando se haga la historia de la actuación del Fondo en esta crisis, el juicio será positivo y se reconocerá que esta labor de mediación entre países deudores y bancos acreedores ha sido importante en el encauzamiento de los problemas. También cabe pensar que, si se hubiera atribuido un papel más importante al Fondo en la financiación de los déficit, su función supervisora habría evitado, o, al menos, contenido los más graves excesos de las políticas económicas de los países deudores.

Pero esta labor de mediación y de control de la política económica ha planteado, inevitablemente, otras dos cuestiones en el seno del Fondo: la cuestión de la liquidez y la cuestión del sistema monetario internacio-

nal. Por un lado, existe una polémica entre los partidarios de que el Fondo proceda a una nueva emisión de derechos especiales de giro y los que se oponen a ello (Estados Unidos y la República Federal Alemana, en primer lugar); por otro lado, y aunque un tanto en sordina, sigue planteada la discusión sobre la conveniencia de que el Fondo haga o no algún movimiento hacia un sistema de tipos de cambio, digamos, «menos flotantes».

3) La renegociación con la banca internacional

Pero, sin disminuir la importancia que tienen la renegociación en el Club de París y la financiación que está proporcionando el FMI (ya sea propia, o bien transfiriendo financiación de bancos centrales a través del Banco de Pagos de Basilea), la pieza clave de todo el proceso es, naturalmente, la renegociación de los créditos bancarios.

Entre 1973 y 1981, la actividad prestamista de la banca internacional creció a una tasa media anual del 23 %; en 1982, esa tasa fue del 10 %; en 1983, no superó el 7 %; y, en el presente año, 1984, no superará el 10 %. Es evidente, por lo tanto, la magnitud de la contracción que la actividad prestamista de la banca internacional ha registrado desde 1982.

Del total de deuda de los países en desarrollo, tanto petrolíferos como no petrolíferos, cerca de un 40 % —en torno a 265.000 millones de dólares— son préstamos bancarios. Y, aunque esta cifra no es excesiva si se pone en relación con el total de activos exteriores de toda la banca implicada, o con el total de recursos propios de esos bancos, o, aún menos, con el total de activos interiores y exteriores de esos bancos, estos coeficientes globales nos dicen poco, porque la distribución es muy diferente según los países y según los bancos. De hecho, no es ningún secreto que para los bancos más implicados en el problema —en particular, los grandes bancos norteamericanos—, la situación es potencialmente mucho más grave.

En efecto, el problema de la deuda, tal como está planteado desde finales de 1982, no es, como a veces podría creerse, la recuperación de los principales, sino el cobro de los intereses. Para la banca internacional no es un problema insoluble, ni siquiera un problema agudo, aplazar la recuperación de los principales, pero siempre que siga obteniendo de los mismos la adecuada rentabilidad. Por ello, el problema de la refinanciación no es un problema de principales, sino un problema de intereses. Como es sabido, la legislación de varios países —y, en particular, la legislación norteamericana— está diseñada de tal modo, que la falta de

cobro de los intereses de una deuda durante más de 3 meses lleva a la reclasificación del activo correspondiente y a la exigencia legal de realizar provisiones para el mismo. No es tampoco ningún secreto, porque las cifras están publicadas, que, para varios bancos norteamericanos, la insolvencia de países como Brasil, Argentina o Méjico puede ser extremadamente grave. Por tanto, hay que precisar que el objetivo de todo el proceso de la refinanciación es, en primer lugar, asegurar que los países deudores se mantengan al día en el pago de los intereses; y sólo en segundo lugar, asegurar que, en algún plazo, devolverán los principales. De hecho, para algunos bancos ha sido un excelente negocio este enfoque, en la medida en que los importes refinanciados se han cargado con altos diferenciales sobre el «libor», y, de este modo, los bancos no han perdido su patrimonio y, además, han elevado notablemente su rentabilidad.

El proceso de renegociación de la deuda con los bancos comerciales es, con gran diferencia, el más complejo, y las razones son obvias: el número de acreedores implicados es, en ocasiones, enorme; los intereses de estos bancos no son siempre coincidentes; se exige la formación de comités de gestión o dirección, que dirigen la negociación en contacto directo con las autoridades del país deudor; finalmente —lo más obvio—, los importes que se renegocian son muy grandes y por ello el fino ajuste en los términos es decisivo.

En general, los acuerdos que hasta ahora se han negociado incluyen aplazamientos de principales en torno a ocho años, con dos o tres de gracia, y, por las razones antes apuntadas, los acuerdos son especialmente cuidadosos por lo que respecta al cobro puntual de los intereses.

Los acuerdos con la banca comercial también incluyen, en general, la prórroga de los créditos a corto plazo que se transforman en deuda a medio plazo, y, por supuesto, la concesión de nueva financiación neta que sirva para cubrir el déficit estimado de balanza de pagos en los próximos años y para mantener al país al corriente en su pago de intereses.

C) Renegociación y supervisión bancaria

Sea cual sea el resultado de la renegociación entre bancos y acreedores, incluso con independencia del mecanismo final de absorción de las deudas —bien porque los países deudores consigan realizar el im-

porte requerido de transferencia a los acreedores, bien porque los acreedores redistribuyan sus pérdidas entre sus contribuyentes en mayor o menor medida, bien porque se mezclen, como es probable, ambas soluciones—, el problema es el de preservar el sistema financiero internacional, tratando de evitar que puedan repetirse situaciones como la de 1982. Y la preservación y el buen funcionamiento del sistema financiero internacional han planteado como cuestión fundamental la de la supervisión de las operaciones internacionales de la banca comercial. Esta cuestión suscita dos clases de actuaciones: la coordinación de las actuaciones de supervisión internacional y el establecimiento en cada ámbito bancario nacional de normas sobre provisiones de riesgos internacionales.

1) Supervisión bancaria: el «Concordato de Basilea»

El planteamiento de las cuestiones de supervisión bancaria internacional ha sido paralelo en el tiempo a la aparición y crecimiento de los euromercados. Como se decía al principio, con la aparición de los mercados de depósitos para las euromonedas surge también la actividad de toma de recursos y colocaciones en moneda extranjera en gran escala y más allá de las fronteras nacionales del país de origen del banco o grupo bancario en cuestión; y esto pone en evidencia la insuficiencia de las reglas de supervisión y reglas de prudencia bancaria utilizadas hasta entonces para el control de las actividades en moneda local.

A comienzos de los años 70, algunos bancos activos internacionalmente sufrieron serias pérdidas, y, a consecuencia de aquellos hechos, los gobernadores de los bancos centrales del Grupo de los Diez establecieron, en el marco de las reuniones del Banco Internacional de Pagos de Basilea, un comité (el Comité de Regulaciones Bancarias y Prácticas de Supervisión) para coordinar la supervisión del sistema bancario internacional. Este Comité se reunió por primera vez a comienzos de 1975, y en diciembre de aquel año se consensuó un documento, conocido con el nombre de «Concordato», cuyo objeto fundamental era evitar la ausencia de control y supervisión sobre operaciones o actividades de las sucursales y filiales bancarias, derivada de problemas de competencia entre las autoridades supervisoras del país de residencia de la sucursal o filial y las del país de origen, es decir, el país de la sede central. La aceptación y puesta en práctica de los principios contenidos en el «Concordato» fue lenta. Sólo en 1979 se llegó al convencimiento de que dichos principios debían ser aceptados y puestos en práctica no sólo por las autoridades de supervisión de los países del Grupo de los Diez, sino por un conjunto mucho más amplio de países, si se quería que tuvieran efectividad.

Entre 1979 y 1982, se comprobó que el «Concordato», en su redacción de 1975, podía permitir, en la práctica, que ciertas operaciones internacionales escaparan completamente a supervisión, debido a la aplicación de dos principios que, conjuntamente, dejaban huecos de control. Por un lado, el «Concordato» recogía el principio de la supervisión de las entidades consolidadas (es decir, considerando sedes centrales, filiales y sucursales conjuntamente) y atribuía la responsabilidad para la supervisión de las entidades consolidadas a las autoridades de supervisión de los países de origen o residencia de las sedes centrales. Simultáneamente, el «Concordato» establecía una distinción entre supervisión de la liquidez y supervisión de la solvencia: la responsabilidad de supervisar la situación de solvencia de las sucursales recaía en las autoridades que supervisarán a la sede central, mientras que la responsabilidad por la situación de liquidez de las sucursales y por la situación general de las filiales recaía sobre las autoridades del país de residencia de tales filiales o sucursales. En la práctica, sin embargo, podía ocurrir que las autoridades del país de residencia de filiales o sucursales considerasen que, en virtud de la aplicación del principio de supervisión consolidada, tales filiales o sucursales habían sido supervisadas en su país de origen, con lo que, en la práctica, escapaban a supervisión.

También surgieron diferencias en relación con la interpretación que las diversas autoridades de supervisión dieron a la capacidad que les otorgaba el «Concordato» para pedir información a las filiales y sucursales de sus bancos situados en el extranjero. Por ejemplo, en 1980, hubo una seria disputa entre la Reserva Federal norteamericana y el Banco Nacional suizo en relación con ciertas informaciones que los supervisores norteamericanos habían pedido a bancos americanos operantes en Suiza. El asunto del Banco Ambrosiano fue la ilustración más clara de cómo la aplicación del «Concordato» de 1975 daba origen a confusión sobre las responsabilidades de cada autoridad supervisora, originando situaciones en las que nadie supervisaba, y planteando así la necesidad de una nueva redacción.

A ello se llegó el pasado mes de mayo, acordándose definitivamente el nuevo «Concordato» en el mes de septiembre. El «Concordato Revisado» incorpora tres principios básicos: 1) la supervisión debe hacerse sobre bases consolidadas; 2) ninguna operación bancaria internacional debe escapar a una supervisión efectiva por razón de la distribución de competencias entre las diferentes autoridades de supervisión, y 3) el «Concordato» define las responsabilidades de supervisión y no trata de las responsabilidades de los bancos centrales como prestamistas de última instancia.

De estos tres principios, las novedades fundamentales están en el segundo, en la nueva distribución de responsabilidades entre las diferentes autoridades de supervisión en materias de solvencia y liquidez, según la naturaleza del establecimiento que se supervisa. Se insiste ahora, como en el «Concordato» de 1975, en que la responsabilidad por la solvencia de una sucursal no puede distinguirse de la responsabilidad por la solvencia del banco en su conjunto, y, por consiguiente, ésa es responsabilidad clara de la autoridad supervisora del país de origen del banco o de residencia de su sede central. La novedad está en que la responsabilidad por la solvencia de las filiales se atribuye ahora, de forma conjunta, a la autoridad del país de residencia de la filial y a la autoridad del país de origen.

Por lo que respecta a las cuestiones de liquidez, también se matiza la tajante atribución de responsabilidades que se hizo en el «Concordato» de 1975. En el nuevo «Concordato», ya no se habla de responsabilidad exclusiva de las autoridades del país de residencia de la filial o sucursal, sino de responsabilidad primaria o principal, estableciéndose, además, que tal responsabilidad no implica, en modo alguno, la de convertirse en prestamista en última instancia del establecimiento en dificultades, así como la conveniencia de la consulta entre unas autoridades y otras para resolver estas cuestiones. Pero la aplicación del principio de consolidación concede ahora una responsabilidad general a las autoridades del país de origen en cuestiones de liquidez, que no se daba en el anterior «Concordato».

2) Normas sobre provisiones

Por supuesto, una de las finalidades básicas del ejercicio de la supervisión bancaria es reforzar la base de recursos propios de los bancos en función de los riesgos que asumen con su clientela internacional. Las normas sobre provisiones varían de unos países a otros, y tienen diferentes grados de automatismo y severidad. También hay diferencias en cuanto a la publicación o no de los riesgos, pero en todos los países se ha trabajado últimamente en el sentido de exigir a los bancos una política de provisiones que cumpla los siguientes requisitos:

- 1.—La política de provisiones debe estar en relación con las distintas situaciones que en la práctica ofrecen los diferentes países deudores. No es lo mismo un país en dificultades que está aplicando un plan de ajuste de acuerdo con el FMI, que un país que no está aplicando ningún plan de ajuste; o un país que ha conseguido mantenerse al corriente en sus obligaciones de pago de intereses, aunque haya debido aplazar los principales,

que un país que ha suspendido completamente el servicio de su deuda; o, finalmente, no es lo mismo un país en dificultades cuya balanza de pagos empeora y ve disminuir sus reservas, que un país en la situación inversa.

- 2.- Las normas sobre provisiones deben tener flexibilidad para considerar las diversas situaciones que, a su vez, califican el riesgo de un activo.

Hay que tener en cuenta que la importancia de los riesgos asumidos por un buen número de bancos es tal, que una política de provisiones poco medida puede llevar a agravar la situación de solvencia y liquidez de los propios bancos por la vía de sus efectos sobre la cuenta de resultados, de sus cotizaciones en bolsa y de la reacción de sus clientes y depositantes. Por ello, la política de provisiones de riesgo-país debe adaptarse no sólo a las situaciones de los diferentes deudores, sino, además, a la situación de los propios bancos.

D) La respuesta de las autoridades españolas: la circular n.º 34/1984 de 16 de octubre

1) España, como prestatario y prestamista en el sistema financiero internacional

España ha apelado con cierta intensidad, durante los últimos diez años, a la financiación internacional para cubrir el déficit casi permanente de nuestra balanza de pagos por cuenta corriente. El total de la deuda exterior del sector no bancario español frente a entidades financieras extranjeras era, en 1975, de unos 4.000 millones de dólares; a finales del segundo trimestre de 1984, esa cifra era de 20.800 millones de dólares. Para España, como para otros muchos países, la financiación obtenida a través de los euromercados, ya sea en forma de créditos o de emisiones de uno y otro tipo, ha sustituido enteramente, a partir de 1976, a la financiación obtenida de organismos internacionales.

Pero la evolución y crecimiento de los euromercados también ha afectado a la actividad de la banca española como intermediaria en los mercados internacionales, habiendo alcanzado cierta importancia el volumen de sus operaciones. En efecto, al finalizar 1983, el total de pasivos brutos de la banca española denominados en moneda extranjera, tanto frente a residentes como a no residentes, estaba situado en torno a los 19.000 millones de dólares, de los cuales los pasivos frente a bancos extranjeros en el exterior eran unos 6.600 millones

de dólares, y los pasivos frente a clientela no bancaria no residente, unos 8.800 millones de dólares. La mayor parte de estos recursos ha financiado la actuación de la banca española como prestamista en los mercados internacionales: a finales del pasado año, el total de sus activos frente a no residentes podía estimarse en unos 13.500 millones de dólares, de los cuales unos 6.000 millones de dólares, aproximadamente, eran activos frente a clientela, tanto bancaria como no bancaria, en Latinoamérica.

2) La circular n.º 34/1984 del Banco de España

La circular n.º 34/1984, acordada por el Consejo Ejecutivo del Banco de España el 16 de octubre último, responde a los criterios generales de cobertura de riesgos analizados en el apartado C. Cabe señalar, sin embargo, que lo establecido en esta norma tiene un carácter mínimo y secundario, ya que, como se indica en la exposición de motivos, el análisis de los riesgos y el establecimiento de provisiones son responsabilidad primaria de los financiadores.

El riesgo cuya cobertura es objeto de la circular comprende dos conceptos:

- a) riesgo soberano: el inherente a los préstamos concedidos a los estados o a entidades garantizadas por ellos, en cuanto que, por razones de soberanía, pueden ser ineficaces las acciones contra el prestatario, y
- b) riesgo de transferencia: el derivado del hecho de que un país sufra una incapacidad general para hacer frente a sus deudas, por carecer de la divisa o divisas en que están denominadas aquellas.

Salvo las excepciones que luego se citan, todos los activos financieros y riesgos de firma de las entidades bancarias sobre un país están afectados por dichos riesgos, incluyendo las garantías prestadas a favor de dichas entidades por los residentes de un país a residentes de otro país peor clasificado. Se excluyen, sin embargo, de los riesgos imputables a un país:

- a) los del sector privado, en la propia moneda;
- b) las acciones y participaciones en empresas;
- c) los garantizados por residentes de un país mejor clasificado o por CESCE u otros residentes en España, o los que tengan garantía real, por la parte garantizada, y

- d) los interbancarios en pesetas con sucursales en España de bancos extranjeros.

La obligación general de establecer provisiones mínimas desde el momento en que se aprecia la existencia de algunos de los riesgos de impago antes citados tiene una materialización distinta según la calificación del país deudor. A estos efectos, la circular establece seis grupos, por orden de menor a mayor riesgo, que van desde los países de la OCDE cuyas monedas se cotizan en el mercado español de divisas hasta los que se consideran fallidos. La inclusión de un país dentro de uno u otro grupo queda, en principio, encomendada a la propia apreciación de las entidades financieras, aunque la circular señala una serie de circunstancias objetivas que obligan a considerar a cada país como perteneciente a uno de los seis grupos establecidos. Dichas circunstancias son, en líneas generales:

- a) la interrupción del pago del principal o de los intereses, tomándose en consideración el tiempo de demora;
- b) la existencia de renegociaciones multilaterales y el indicio o existencia de renegociaciones unilaterales;
- c) el incumplimiento de los términos de una renegociación;
- d) el repudio de la deuda.

Como regla general, predomina la experiencia del acreedor, salvo que lo sucedido con otros acreedores conduzca a una peor clasificación. Asimismo, un país que cumpla con los criterios de más de un grupo debe ser clasificado en el peor de ellos. Por otra parte, la mejora de clasificación sólo se podrá efectuar cuando, estando un país al corriente del servicio de su deuda, se dé alguna de estas circunstancias: que cumpla con sus compromisos durante un plazo suficientemente largo (dos años); que vuelva a operar con volúmenes significativos en el mercado internacional de capitales, en condiciones normales; que presente una balanza de pagos por cuenta corriente positiva, al menos durante un año; o, finalmente, que registre una mejora sustancial y patente en su solvencia financiera exterior.

Salvo en los casos más graves (fallidos y muy dudosos), la clasificación de un país como riesgo no implica su reclasificación en balance, pero sí una serie de coberturas con fondos de provisión, graduada según esta escala:

países fallidos: amortización total;

países muy dudosos: cobertura mínima del 20 % del principal, que llega, en cualquier caso, progresivamente al 100 %, y no devengo de intereses en la cuenta de resultados, hasta su cobro;

países dudosos: cobertura del 10 % del principal, y del 100 % de los intereses devengados no cobrados;

países en dificultad transitoria: cobertura del 5 % del principal, y del 50 % de los intereses devengados no cobrados, y

demás países (excepto OCDE con divisas convertibles): cobertura del 1,5 % del principal.

Esas provisiones son diferentes de las de insolvencia, si bien no se aplican a los riesgos específicos que ya presentan una provisión de insolvencia superior a la aquí requerida. En este sentido, hay que recordar las normas sobre provisiones en moneda extranjera recogidas en la circular n.º 15/1984, de 4 de mayo.

Dicha circular autoriza a las oficinas operantes en España de las entidades delegadas a materializar, con cargo al mercado español de divisas, las provisiones de los riesgos contables o dudosos en moneda extranjera. Dichos riesgos deberán ser concretos e individualizados y no gozar de garantía de CESCE cifrado en moneda extranjera. La aplicación de este principio general es diferente, sin embargo, según se trate de entidades delegadas inscritas bajo el nombre de «banca extranjera» en el Registro de Bancos y Banqueros o del resto de las entidades.

Para estas últimas, el régimen aplicable es el siguiente:

- a) Las divisas adquiridas por materialización de las respectivas provisiones se aplicarán a la cancelación de pasivos tomados a no residentes, al amparo de la circular 9-DE del Banco de España.
- b) Cuando se deshaga total o parcialmente la provisión efectuada, la divisa resultante deberá ser cedida de inmediato al Banco de España, a los tipos de cambio de mercado o al de adquisición, cualquiera que sea el menor.

En el caso de la «banca extranjera», se aplica la siguiente norma:

Las divisas adquiridas por materialización de las respectivas provisiones habrán de mantenerse ininterrumpidamente en colocaciones activas de vencimiento no superior al del riesgo provisionado o a la

fecha probable de su baja en el balance, cualquiera que sea anterior, hasta que:

- Se produzca la baja total o parcial en el balance del activo provisionado. En este caso, la divisa adquirida por materialización de la provisión deberá aplicarse inmediatamente a la cancelación de fondos pasivos en moneda extranjera.
- Se deshaga total o parcialmente la provisión efectuada. En este supuesto, la divisa adquirida por materialización de la provisión será cedida de inmediato al Banco de España, al tipo de cambio de mercado o al de adquisición, cualquiera que sea el menor.

Por último, la circular establece el volumen máximo de provisiones que se pueden efectuar, en función de un porcentaje de los importes en moneda extranjera de determinadas rúbricas del balance, dependiendo estas de que las entidades delegadas tengan la consideración de banca extranjera o no.

30-X-1984.

Información del Banco de España

TIPOS DE INTERES ACTIVOS LIBRES DECLARADOS POR BANCOS Y CAJAS DE AHORRO (a)

Modificaciones en octubre de 1984

BANCOS	Tipos preferenciales declarados (Orden Ministerial de 17-I-81, número segundo)								Descu- biertos en c/c.	Excedi- dos en cta/ccto. (b)	Tipos superior e inferior en operaciones de financiación a largo plazo (OM 17-I-81, sección IV y RD 73/81)	
	Descuento Comercial					Préstamos y Créditos					Inferior	Superior
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años				
RESTO COMERCIALES Y MIXTOS												
ABEL MATUTES TORRES (1-X-84).....	=	13,00	14,50	15,50	18,00	=	15,00	17,50	=	=	=	=
ALICANTINO DE COMERCIO (26-X-84).....	10,25	12,25	13,75	14,50	17,00	13,50	16,00	16,50	18,00	=	16,00	19,50
ASTURIAS (30-X-84).....	9,75	12,00	13,75	15,25	16,50	14,25	15,75	=	=	=	=	=
ATLANTICO (25-X-84).....	=	12,25	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=
BARCELONA (18-X-84).....	=	=	=	=	=	=	=	=	25,00	25,00	=	=
CATALANA (18-X-84).....	=	=	=	=	=	=	=	=	25,00	25,00	=	=
CREDITO Y AHORRO (19-X-84).....	10,00	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=
DESCUENTO (4-X-84).....	10,50	12,50	=	15,50	16,50	=	15,50	16,50	22,00	22,00	16,50	20,00
EUROPA (4-X-84).....	10,25	12,25	14,25	16,00	17,00	15,00	16,00	16,50	22,00	=	16,50	20,00
JEREZ (30-X-84).....	10,25	12,25	14,25	15,50	17,00	14,50	16,00	16,50	25,00	(4,00)	17,50	18,50
MASAVEU (1-X-84).....	9,75	12,00	13,75	15,25	16,50	14,50	15,75	16,50	=	=	16,50	=
MERCANTIL DE TARRAGONA (4-X-84).....	10,25	12,25	14,25	15,50	17,00	14,50	16,00	16,50	=	=	17,50	18,50
NORTE (31-X-84).....	10,25	12,25	14,25	15,50	17,00	14,50	16,00	16,50	25,00	(4,00)	17,50	18,50
INDUSTRIALES Y DE NEGOCIOS												
INDUSTRIAL DE CATALUÑA (18-X-84).....	=	=	=	=	=	=	=	=	25,00	25,00	=	=
INDUSTRIAL DEL MEDITERRANEO (18-X-84).....	=	=	=	=	=	=	=	=	25,00	25,00	=	=
INTERCONTINENTAL ESPAÑOL (23-X-84).....	10,00	12,00	14,00	16,00	18,00	=	16,00	17,00	=	=	=	=
PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA (1-X-84).....	10,00	12,25	13,50	15,00	15,50	14,25	16,00	16,50	=	=	16,50	18,50
POPULAR INDUSTRIAL (24-X-84).....	10,00	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=
PROMOCION DE NEGOCIOS (26-X-84).....	=	=	14,25	15,25	=	14,75	16,00	16,50	=	=	16,50	=
EXTRANJEROS												
AMERICA (17-X-84).....	10,50	12,00	13,50	15,50	17,00	14,00	15,00	17,00	=	=	15,00	20,00
(29-X-84).....	10,00	11,50	13,00	14,50	16,50	13,75	14,50	16,50	=	=	14,50	19,50
BANKERS TRUST (1-X-84).....	=	=	=	=	=	14,75	=	=	=	=	=	=
(17-X-84).....	=	=	=	=	=	14,38	16,00	=	=	=	=	=
(19-X-84).....	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=
(24-X-84).....	=	=	=	=	=	14,75	15,75	=	=	=	=	=
(29-X-84).....	=	=	=	=	=	14,63	=	=	=	=	=	=
BRASIL (19-X-84).....	=	=	=	=	=	=	=	=	18,00	=	=	=

- (a) Las notas correspondientes a la elaboración y contenido de este cuadro se encuentran en los *Boletines Económicos* de diciembre de 1981 y enero de 1982.
(b) Las cifras entre paréntesis son recargos sobre el tipo contractual de la operación original.

(continuación) 2

Modificaciones en octubre de 1984

BANCOS	Tipos preferenciales declarados (Orden Ministerial de 17-1-81, número segundo)								Descu- biertos en c/c.	Excedi- dos en cta./cto. (a)	Tipos superior e inferior en operaciones de financiación a largo plazo (OM 17-1-81, sección IV y RD 73/81)	
	Descuento Comercial				Préstamos y Créditos						Inferior	Superior
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años				
BRUXELLES LAMBERT (8-X-84).....	=	=	=	=	=	=	=	=	17,00	17,00	=	=
COMMERCIAL ITALIANA (5-X-84).....	10,50	12,50	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=
CONTINENTAL ILLINOIS (2-X-84).....	8,80	11,30	11,90	13,20	=	14,00	15,75	=	17,75	17,75	=	=
(4-X-84).....	9,00	=	12,15	13,40	=	14,25	16,00	=	18,00	18,00	=	=
(5-X-84).....	=	11,28	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=
(8-X-84).....	=	=	12,40	=	=	14,50	=	=	=	=	=	=
(9-X-84).....	9,30	11,50	=	=	=	=	=	=	18,25	18,25	=	=
(16-X-84).....	8,55	11,00	11,70	12,65	=	13,75	15,00	=	17,50	17,50	=	=
(19-X-84).....	8,00	10,80	11,45	=	=	13,50	=	=	17,00	17,00	=	=
(25-X-84).....	8,55	11,00	11,90	=	=	14,00	=	=	17,50	17,50	=	=
CHEMICAL BANK (18-X-84).....	=	=	=	=	=	14,50	16,00	=	17,50	=	13,19	14,73
DRESDNER BANK (16-X-84).....	14,00	=	=	13,70	=	=	15,85	=	=	=	=	=
(31-X-84).....	13,85	=	=	13,50	=	=	15,60	=	=	=	=	=
FIRST INTERSTATE (11-X-84).....	=	=	=	=	=	13,00	=	=	19,50	=	=	=
(19-X-84).....	=	=	=	=	=	11,00	=	=	=	=	=	=
(23-X-84).....	=	=	=	=	=	12,00	=	=	=	=	=	=
(26-X-84).....	=	=	=	=	=	12,75	=	=	=	=	=	=
FIRST N. BANK OF CHICAGO (22-X-84).....	=	=	11,75	13,25	=	12,75	14,75	=	19,00	=	=	=
MIDLAND BANK (19-X-84).....	=	=	=	=	=	14,00	=	=	17,00	=	=	=
(20-X-84).....	=	=	=	=	=	15,00	=	=	18,00	=	=	=
MORGAN GUARANTY (2-X-84).....	=	=	13,88	=	=	14,00	15,38	=	=	=	=	=
(6-X-84).....	13,88	=	14,13	=	=	14,38	=	=	=	=	=	=
(10-X-84).....	14,13	=	14,00	13,50	=	14,50	=	=	=	=	=	=
(18-X-84).....	12,88	=	13,15	=	=	13,63	15,00	=	=	=	=	=
(24-X-84).....	13,38	=	13,50	15,00	=	13,88	=	=	=	=	=	=
NATIONAL WESTMINSTER (19-X-84).....	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=
(26-X-84).....	=	=	15,25	16,25	=	=	=	=	=	=	=	=
PARIBAS (31-X-84).....	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=
CAJAS DE AHORRO												
ALMERIA (2-X-84).....	=	=	9,50	14,00	=	13,00	14,50	16,00	=	=	15,00	20,00
ASTURIAS (11-X-84).....	10,00	12,50	=	15,75	17,00	=	=	=	=	=	=	=
BARCELONA MONTE (1-X-84).....	=	=	=	=	=	=	=	15,25 ^{b)}	=	=	=	=
BILBAO MUNICIPAL (6-X-84).....	=	=	9,50	14,00	14,00	12,00	=	14,00	=	=	14,00	18,00
LEON (1-X-84).....	=	=	10,00	14,00	16,00	13,50	14,00	15,00	=	=	=	19,50
MALAGA (9-X-84).....	=	=	=	=	=	=	14,00	16,00	=	=	=	=
MURCIA (5-X-84).....	10,50	12,50	13,50	15,00	16,00	12,50	14,00	15,50	=	=	15,50	=

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

(b) Media simple de los tipos previstos para particulares y empresas.

(continuación) 3

Modificaciones en octubre de 1984

CAJAS DE AHORRO	Tipos preferenciales declarados (Orden Ministerial de 17-I-81, número segundo)								Descu- biertos en c/c.	Excedi- dos en cta./cto. (a)	Tipos superior e inferior en operaciones de financiación a largo plazo (OM 17-I-81, sección IV y RD 73/81)	
	Descuento Comercial					Préstamos y Créditos					Inferior	Superior
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años				
ORENSE (8-X-84).....	=	=	10,25	15,50	16,00	13,00	13,00	=	=	=	16,00	21,00
PAMPLONA MUNICIPAL (8-X-84).....	9,50	11,00	11,00	=	12,00	=	=	=	19,00	(2,00)	14,00	19,00
SEGORBE (1-X-84).....	=	=	10,00	=	16,00	=	=	14,00	=	=	=	18,00
SEVILLA MONTE (1-X-84).....	=	=	=	13,00	14,00	=	13,50	14,50	18,00	=	14,50	18,50
TARRASA (15-X-84).....	10,50	12,50	14,00	15,50	16,50	13,00	13,50	15,00	=	=	=	=
TORRENTE (4-X-84).....	=	=	=	=	15,00	13,00	14,00	=	=	=	=	=
VALENCIA (1-X-84).....	=	=	14,00	=	=	=	=	=	20,00	20,00	=	19,00
VALENCIA PROVINCIAL (1-X-84).....	9,00	11,00	12,00	14,00	15,00	14,00	14,50	15,00	=	=	=	=
ZARAGOZA, ARAGON Y RIOJA (6-X-84).....	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	14,50	=
CAJA POSTAL (31-X-84).....	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	15,00	=

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

CIRCULARES PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	C O N T E N I D O	PUBLICACION EN EL «BOE»
33/84 de 5 de octubre	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Canje de las deudas amortizables 12,50 % de 14.12.79 y 12,50 % de 20.12.81 por obligaciones del Estado, bonos del Estado y desgravable 13,50 %.	23 octubre 1984
34/84 de 16 de octubre	Entidades de depósito. Provisiones por riesgo-país.	23 octubre 1984
35/84 de 16 de octubre	Entidades de financiación. Coeficiente de caja. Modifica parcialmente la circular 3/1984, de 21 de febrero.	7 noviembre 1984
36/84 de 16 de octubre	Banca privada y cajas de ahorro. Nuevo modelo de clasificación por monedas y países de los riesgos y recursos.	6 noviembre 1984
37/84 de 23 de octubre	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros sujetos a coeficiente de caja. Tipo de remuneración del tramo remunerado del coeficiente de caja.	24 noviembre 1984

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.

AGUSTIN MARAVALL

AN APPLICATION OF MODEL-BASED SIGNAL EXTRACTION.—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 8417

El trabajo analiza la descomposición en tendencia, estacionalidad y componente irregular de las series mensuales de exportaciones, importaciones y balanza comercial, utilizando la técnica de extracción de señales en modelos ARIMA.

La discusión presenta dos puntos de interés general. Primero, se estudia el efecto sobre la descomposición de cambios en la especificación ARIMA y se sugieren criterios adicionales a incluir en la etapa de identificación de modelos. Segundo, se analiza cómo el método de descomposición basado en modelos ARIMA ofrece un marco para juzgar las estimaciones obtenidas y para comparar métodos distintos de estimación de componentes. El trabajo contiene una comparación con X11 y un análisis de los resultados cuando la estimación de componentes se hace por vía indirecta.

Desde un punto de vista práctico, se concluye que el método de estimación de componentes, partiendo de especificaciones ARIMA, se encuentra ya en condiciones de ser usado en gran escala, de manera casi rutinaria, como alternativa a X11.