

BANCO  
DE  
ESPAÑA

# boletín económico

junio 1987

## 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<sub>1</sub> Oferta monetaria = Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
- M<sub>2</sub> M<sub>1</sub> + Depósitos de ahorro.
- M<sub>3</sub> Disponibilidades líquidas = M<sub>2</sub> + Depósitos a plazo.
- ALP Activos líquidos en manos del público = M<sub>3</sub> + OAL (otros activos líquidos en manos del público).
- T<sub>1</sub><sup>1</sup> 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<sub>6</sub><sup>1</sup> 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<sub>12</sub><sup>1</sup> 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<sub>1</sub><sup>3</sup> Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales  $\left[ \left( \frac{\text{Feb} + \text{Mar} + \text{Abr}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$ . Centrada en el último mes considerado en su cálculo (abril).
- T<sub>3</sub><sup>3</sup> 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<sub>1</sub><sup>6</sup> 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<sub>1</sub><sup>12</sup> Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles anuales  $\left[ \left( \frac{\text{Ene}_t + \dots + \text{Dic}_t}{\text{Dic}_{t-1} + \text{Ene}_t + \dots + \text{Nov}_t} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$ . Centrada en el último mes considerado en su cálculo (diciembre).
- T<sub>12</sub><sup>12</sup> Tasa interanual de variación de una serie mensual formada por medias móviles anuales  $\left[ \frac{\text{Ene}_t + \dots + \text{Dic}_t}{\text{Ene}_{t-1} + \dots + \text{Dic}_{t-1}} - 1 \right] \cdot 100$ . Centrada en el último mes considerado en su cálculo (diciembre).

## 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
- 12 Cambios recientes en la organización y regulación de los mercados de capitales
- 24 La deuda exterior de España: algunas consideraciones deducidas de la información disponible
- 36 El Fondo Europeo de Cooperación Monetaria
- 43 Información del Banco de España
- 44 Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorro. Modificaciones en mayo de 1987
- 50 Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España
- 51 Indicadores económicos

# Evolución monetaria

Los activos líquidos en manos del público (ALP) crecieron durante el mes de mayo, según la información provisional disponible, un 12,1%, en tasa intermensual elevada a anual. Este crecimiento se obtiene a partir de una serie de ALP que incorpora algunas modificaciones, que se explican con detalle en una nota adjunta a este artículo en este mismo boletín. Aunque el crecimiento experimentado durante mayo supone una cierta desaceleración respecto a las tasas registradas en los tres meses precedentes, la desviación con respecto a la banda de objetivos para 1987 es de una magnitud considerable, ya que el crecimiento acumulado de ALP en los cinco primeros meses del año se estima en un 13,3%.

Por lo que respecta a las disponibilidades líquidas, su crecimiento en mayo se estima en un 8%, que se encuadra en un ritmo de expansión moderado de este agregado durante los cinco primeros meses del año (7,4%). Este crecimiento es el resultado de una evolución más expansiva del efectivo en manos del público (12,2%) y de los depósitos en cajas de ahorro (11,9%) frente al modesto ritmo de avance de los depósitos en la banca, que se cifra en el 3,5%. Este último fenómeno parece estar asociado al fuerte crecimiento experimentado por las cesiones de deuda pública a particulares por parte de las instituciones financieras, cuyo saldo ha pasado de situarse en 334 m.m. en abril a 486 m.m. en mayo. Este instrumento financiero se ha convertido en un sustitutivo muy próximo de los depósitos bancarios en las carteras del público y ha sido utilizado por las instituciones financieras para la obtención de liquidez, en un contexto de restricción monetaria y altos tipos de interés

## 1. Agregados monetarios (Ø) (\*) (a)

	Saldos m.m.	Variación intermensual (T <sub>i</sub> ) %				Variación acumulada desde DIC de 1986 %		
		MAY (p)	MAR (p)	ABR (p)	MAY (p)	MAR (p)	ABR (p)	MAY (p)
<b>Activos líquidos en manos del público (ALP)</b>	<b>29.809</b>	<b>14,2</b>	<b>14,8</b>	<b>12,1</b>	<b>13,1</b>	<b>13,5</b>	<b>13,3</b>	
Disponibilidades líquidas (M <sub>3</sub> )	22.976	5,1	8,3	8,0	6,9	7,2	7,4	
<i>Efectivo</i>	2.420	7,4	19,4	12,2	11,7	13,5	13,3	
<i>Depósitos de la banca</i>	10.451	4,7	2,3	3,5	3,2	3,0	3,1	
<i>Depósitos de las cajas</i>	8.870	10,1	11,7	11,9	10,8	11,0	11,2	
<i>Otros depósitos</i>	1.236	-26,0	16,1	11,7	2,2	5,5	6,7	
Otros activos líquidos	6.833	53,7	40,5	27,1	38,8	39,2	36,7	
<i>Pagarés del Tesoro (c)</i>	3.715	18,7	16,4	-4,0	30,1	26,6	19,8	
<i>Otros activos (b)</i>	3.118	116,9	78,6	79,0	51,1	57,6	61,6	

(a) Los cálculos están realizados incorporando los nuevos factores estacionales.

(b) Adquiridos en firme o temporalmente.

(c) Pasivos bancarios: empréstitos, avales prestados a pagarés de empresa, cesión temporal de activos, letras endosadas, y pasivos por operaciones de seguro.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 6 a 11, y *Boletín Estadístico*, cuadros IX-1 a IX-3.

(p) Provisional.

## 2. Financiación al sector privado (\*)

	Saldos m.m. (p)	Variación intermensual (T <sub>i</sub> ) %			Variación acumulada desde DIC de 1986 %		
	MAY (p)	MAR	ABR (p)	MAY (p)	MAR	ABR (p)	MAY (p)
<b>Financiación total</b>	<b>20.898</b>	<b>7,2</b>	<b>12,3</b>	<b>12,3</b>	<b>14,4</b>	<b>13,9</b>	<b>13,6</b>
Crédito	19.387	15,5	13,2	14,7	17,3	16,2	15,9
<i>Banca</i>	11.435	10,1	6,0	10,8	15,8	13,3	12,8
<i>Cajas</i>	5.169	25,7	32,7	27,2	23,7	25,9	26,2
<i>Resto</i>	2.784	18,8	10,6	9,5	12,1	11,7	11,3
Valores y mercados monetarios	1.511	-26,7	1,6	-13,9	-14,7	-10,9	-11,5

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 12 y 13.  
Boletín Estadístico, cuadros II-12 a II-15, III-12 a III-14, IV-7, VI-8, IX-9 y IX-10.

(p) Provisional.

## 3. Tipos de interés (Ø)

Tipo	Plazo d=día m=mes a=año	1986 DIC	1987					
			Medias mensuales			Medias decenales: MAY		
			MAR	ABR	MAY	1	2	3
<b>BANCO DE ESPAÑA:</b>								
Préstamos de regulación	1 d.	11,7	13,8	17,1	19,6	19,9	19,4	19,2
Dobles de pagarés del Tesoro	3 m.	-	-	-	-	-	-	-
Venta de pagarés del Tesoro	1 a. ó más	7,5	7,8	7,9	7,7	-	7,7	-
<b>TESORO:</b>								
Subasta de pagarés	18 m.	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	-	8,0
<b>INTERBANCARIO:</b>								
Depósitos y dobles	1 d.	11,4	14,2	17,0	19,8	20,3	20,0	19,1
Depósitos	3 m.	11,8	14,6	17,1	19,8	21,5	19,7	18,2
	6 m.	11,5	14,1	16,1	17,8	19,0	17,7	16,9
Dobles de pagarés del Tesoro	3 m.	8,0	8,1	9,7	10,9	11,2	11,5	10,0
	6 m.	7,8	7,9	9,0	10,1	10,0	10,4	9,8
Pagarés del Tesoro al vencimiento	1 a. ó más	7,8	7,9	8,1	8,5	8,7	8,1	8,7
<b>MERCADO MONETARIO BURSATIL:</b>								
Pagarés del Tesoro al vencimiento	1 a. ó más	7,7	7,8	8,3	8,9	8,7	8,7	9,0
<b>BANCARIOS:</b>								
Depósitos de la banca	1 a.	8,8	8,8	8,8	9,0	...	...	...
Depósitos de las cajas	1 a.	8,9	8,3	8,6	8,8	...	...	...
Crédito de la banca								
<i>A interés fijo</i>	1-3 a.	14,4	14,8	15,1	16,4	...	...	...
<i>A interés variable</i>		12,5	13,9	16,1	19,0	...	...	...
<i>Preferencial</i>	1 a.	14,2	14,6	15,2	16,2	...	...	...
Crédito de las cajas a interés fijo	1-3 a.	14,7	14,6	14,9	15,2	...	...	...
<b>RENTABILIDADES BURSATILES:</b>								
Deuda pública	2 a. ó más	10,4	11,0	12,0	13,4	...	...	...
Obligaciones eléctricas	3 a. ó más	13,3	14,8	15,5	15,8	...	...	...

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

en los mercados monetarios. Por lo que se refiere a otros activos líquidos en manos del público, el saldo de pagarés del Tesoro ha disminuido en mayo en 13 m.m., poniendo de manifiesto la debilidad de la demanda por parte del público de este activo, ante su baja rentabilidad, mientras que las operaciones de seguros mantienen su fuerte ritmo de crecimiento con un aumento en su saldo, en el último mes, de 23 m.m., en cifras desestacionalizadas.

Atendiendo a las contrapartidas de los activos líquidos, con la información fragmentaria disponible, se revela en mayo una coyuntura en la que confluyen distintos factores expansivos. Al fuerte crecimiento que viene experimentando el crédito al sector privado desde finales de 1986, parecen haberse unido, en este último mes, las necesidades netas de financiación del sector público y la posición activa neta que mantiene el sistema crediticio frente al exterior.

El crecimiento intermensual de la financiación al sector privado por el sistema crediticio y los merca-

#### 4. Tipos de interés extranjeros (Ø)

	1986 DIC	1987		
		MAR	ABR	MAY
<b>EUROMERCADOS A 3 MESES:</b>				
Dólar	6,2	6,4	6,8	7,2
Franco suizo	4,2	3,9	3,6	3,7
Marco	4,9	3,9	3,8	3,6
Yen	4,4	4,2	4,0	3,8
Franco francés	8,8	8,0	8,1	8,2
Libra esterlina	11,3	9,9	9,7	8,7
<b>Media ponderada (a)</b>	<b>5,7</b>	<b>5,2</b>	<b>5,2</b>	<b>5,3</b>
<b>Diferencial medio (b)</b>	<b>6,0</b>	<b>9,1</b>	<b>11,6</b>	<b>14,7</b>

- (a) Media de los tipos de las seis monedas antes citadas, ponderadas por su participación en la deuda exterior española de diciembre del año anterior.  
 (b) Tipo interbancario español correspondiente a operaciones de depósito (véase cuadro 3), menos tipo medio ponderado exterior.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núm. 23.

#### 5. Tipos de cambio (Ø)

	Situación en MAY 1987	Variaciones (%) (a)						
		Mensuales			Mensuales acumuladas desde DIC 1986			
		MAR	ABR	MAY	MAR	ABR	MAY	
<b>TIPOS DE CAMBIO NOMINALES:</b>								
Del dólar frente a:								
Marco	1,79	-	-0,9	-1,1	-8,5	-9,4	-10,5	
Yen	140,8	-1,1	-5,9	-1,4	-6,7	-12,2	-13,4	
Países desarrollados (b)	100,4	-0,7	-2,0	-0,8	-6,4	-8,3	-8,9	
De la peseta frente a:								
Dólar	125,2	-	1,4	1,4	4,7	6,1	6,8	
Franco suizo	85,1	-0,3	-1,4	-0,2	-3,6	-4,9	-5,3	
Marco	70,0	0,4	0,1	-0,1	-3,7	-3,6	-3,6	
Yen	89,1	-1,4	-4,3	-0,2	-2,5	-6,7	-7,4	
Libra esterlina	208,7	-4,1	-1,0	-0,8	-5,7	-6,6	-8,0	
Franco francés	21,0	0,3	0,2	0,5	-2,4	-2,1	-1,9	
CEE (b)	72,2 (c)	-0,3	-	0,3	-3,3	-3,3	-3,1	
Países desarrollados (b)	67,8 (c)	-0,3	0,1	0,6	-1,7	-1,6	-1,0	
Principales acreedores (d)	55,2 (c)	0,6	0,5	0,5	2,0	2,5	3,0	
<b>TIPOS DE CAMBIO REALES (e)</b>								
De la peseta frente a:								
Dólar	...	(c)	0,3	-1,2	...	5,1	-6,4	...
CEE (b)	96,0 (c)	0,1	-0,2	0,3	-2,4	-2,5	-2,3	
Países desarrollados (b)	91,5 (c)	0,1	-	0,5	-0,9	-0,9	-0,5	

- (a) Apreciación (+) o depreciación (-) del dólar o de la peseta, según el caso.  
 (b) Medias ponderadas por el comercio exterior.  
 (c) Índice base: Ø 1980=100.  
 (d) Media de seis monedas ponderadas por su participación en la deuda exterior [véase nota (a) del cuadro 4].  
 (e) Medidos con precios de consumo. Los valores correspondientes a los dos últimos meses son estimaciones provisionales.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 20 a 23, y Boletín Estadístico, cuadros XX-21 a XX-23.

## 6. Intervención del Banco de España

m.m.

	MAY 1987	1987			MAY 1987		
		MAR	ABR	MAY	1 dec	2 dec	3 dec
	Saldo a fin de mes	Variaciones absolutas (a)					
<b>Activos de caja</b>	<b>3.880</b>	<b>-456</b>	<b>294</b>	<b>93</b>	<b>-258</b>	<b>319</b>	<b>22</b>
<b>CONTRAPARTIDAS:</b>							
<b>Efectivo (b)</b>	<b>-2.393</b>	<b>-4</b>	<b>-65</b>	<b>-19</b>	<b>-61</b>	<b>86</b>	<b>-44</b>
<b>Otros factores</b>	<b>4.925</b>	<b>-12</b>	<b>255</b>	<b>133</b>	<b>-60</b>	<b>112</b>	<b>81</b>
Sector exterior	2.472	76	188	154	31	61	62
Sector público	2.074	125	-103	198	109	89	-
Otros fondos públicos	462	11	-1	24	-	24	-
Cuentas diversas	-83	-224	171	-243	-200	-62	19
<b>Operaciones con las instituciones financieras</b>	<b>1.352</b>	<b>-440</b>	<b>104</b>	<b>-21</b>	<b>-131</b>	<b>121</b>	<b>-11</b>
Préstamos de regulación	-	-422	135	-238	-238	-	-
Cartera de pagarés del Tesoro	566	2	5	-	-	-	-
Dobles de pagarés del Tesoro (b)	-	-	-	-	-	-	-
Otros	786	-20	-36	217	107	121	-11
							6
		Variaciones porcentuales sobre el mes anterior (T <sup>1</sup> )					
<b>Activos de caja ajustados y desestacionalizados (Ø) (c)</b>	<b>1.244,5</b>	<b>12,7</b>	<b>7,2</b>	<b>7,9</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
		Niveles medios en porcentajes					
<b>EXCEDENTES DE CAJA (Ø) (c):</b>							
Sistema bancario	-	0,031	0,031	0,024	0,031	0,027	0,014
Banca	-	0,042	0,041	0,027	0,045	0,030	0,008
Cajas	-	0,017	0,020	0,021	0,020	0,023	0,020

(a) Referidas a saldos a final de decena o mes.

(b) Aumento (-).

(c) Los datos decenales se refieren a decenas legales.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núm. 5, y *Boletín Estadístico*, cuadros I-1 a I-13, IX-4 a IX-8.

(p) Provisional.

dos monetarios se estima, de forma provisional, en mayo, en el 12,3%, con lo que la expansión media del crédito interno al sector privado, en los cinco primeros meses del año, se sitúa en el 13,6%, desbordando ampliamente lo previsto en los objetivos monetarios para 1987. Con las cautelas que hay que establecer al utilizar cifras sobre el sector público, que están sometidas a fuertes oscilaciones erráticas intermensuales, parece haberse registrado, en mayo, una aceleración en su ritmo de apelación al sistema crediticio, por lo que podría estar poniéndose en peligro el objetivo anual del 11% de crecimiento para el conjunto de las necesidades de financiación del sector público.

La evolución de los tipos de interés en el mercado interbancario viene marcada en mayo por dos períodos diferenciales. En los primeros días del mes, los

tipos continuaron subiendo a medida que el Banco de España endurecía las condiciones a las que suministraba liquidez al sistema bancario: así, el día 6, el tipo interbancario de interés en operaciones de depósito a 3 meses alcanzaba un nivel máximo del 22,9%, coincidiendo con la elevación del tipo marginal de la subasta de préstamos del Banco de España hasta el 19,125%, nivel en el que se ha mantenido durante el resto del mes. A partir de la segunda decena, los tipos interbancarios iniciaron un proceso continuo de suave descenso en todos sus plazos, tras el intenso ajuste experimentado como resultado de las fuertes elevaciones aplicadas por la autoridad monetaria en sus operaciones con los intermediarios financieros, en los últimos días de abril. De esta forma, tal como se refleja en el cuadro 3, el tipo de interés en operaciones de depósito a 3 meses, con datos medios, se situó, en la tercera decena, en el

18,2%, después de haber alcanzado el 21,5 y el 19,7%, en la primera y en la segunda decena del mes, respectivamente. Por lo que se refiere a los tipos de interés a medio y largo plazo, en mayo se han reflejado con más energía las tensiones desatadas en los últimos meses en los mercados monetarios, y las subidas han sido generalizadas. Tomando como ejemplo la deuda pública a dos o más años, su rentabilidad en bolsa ha sido del 13,4%: 1,4 puntos superior a la de abril y 3 puntos porcentuales por encima del nivel de diciembre de 1986.

Los tipos de interés a corto plazo en los mercados exteriores se mantuvieron en los niveles a los que vienen moviéndose en los últimos meses. El tipo medio en el euromercado ponderado por su participación en la deuda española se situó en el 5,3% en mayo, frente al 5,2% de los dos meses precedentes. El tipo de interés del dólar fue el que registró una mayor subida, del 6,8 al 7,2%, mientras que la libra esterlina alcanzó el mayor descenso, del 9,7 al 8,7%. Dado que en este último mes han continuado subiendo los tipos de interés interiores, el diferencial medio a favor de la peseta, que viene abriéndose desde finales de 1986, ha alcanzado en mayo un valor máximo del 14,7%: más de tres puntos porcentuales del registrado en abril, y casi nueve puntos por encima del nivel de diciembre del pasado año. Este amplio diferencial tiene su reflejo en las fuertes entradas de reservas que viene experimentando la economía española en los últimos meses.

Por lo que se refiere a los mercados cambiarios, el mes de mayo ha venido marcado por una continuación en el proceso de depreciación del dólar frente a la mayoría de las monedas; el tipo de cambio nominal del dólar se depreció un 0,8%, en el último mes, frente a los países desarrollados, lo que eleva su depreciación acumulada, en lo que va de año, al 8,9%. La peseta se apreció frente a la divisa norteamericana un 1,4%, mientras que con respecto a las monedas europeas registró sólo pequeños movimientos, que van desde una apreciación del 0,5% frente al franco francés a una caída de 0,8% frente a la libra esterlina. Con respecto al conjunto de la Comunidad Económica Europea, la moneda española alcanza una apreciación mínima del 0,3%.

La intervención de la autoridad monetaria en el mercado monetario ha venido dominada por la necesidad de restringir la liquidez otorgada a las instituciones financieras, ante el fuerte carácter expansivo de los factores autónomos; tanto la evolución de las reservas centrales como la apelación del sector público al Banco de España han contribuido de forma muy notable al crecimiento de los activos de caja en el último mes. El bajo nivel alcanzado por el nivel de

reservas excedentes de la banca refleja las tensiones registradas en un mercado de activos de caja sometido a fuertes restricciones.

## ANEXO

### AJUSTES RECIENTES EN LAS SERIES DE LOS AGREGADOS MONETARIOS

Durante el pasado mes de mayo, se han introducido algunas modificaciones en las series de los ALP y sus componentes, que tienen su origen en las siguientes razones:

1.º Se han incorporado nuevos factores estacionales a los distintos componentes de ALP para obtener las series desestacionalizadas.

2.º Se ha revisado la serie de cesión temporal de deuda pública del sistema bancario al sector privado con pacto de retrocesión.

3.º Se ha revisado la serie de depósitos de determinadas instituciones financieras en el sistema crediticio.

A continuación se comentarán con detalle estos ajustes y, en especial, la forma en que han quedado reflejados en el agregado ALP.

#### 1. Los nuevos factores estacionales

Al igual que cada año, se ha procedido, en 1987, a la revisión de las series de coeficientes estacionales hasta el último año en que se dispone de información — 1986 en este caso —, así como a la estimación de los coeficientes que han de aplicarse a los distintos agregados monetarios durante el año próximo — 1987 en esta ocasión —. Tales revisiones y estimaciones se han realizado utilizando un procedimiento similar al empleado en la obtención de los factores estacionales para 1986 y que figura descrito con detalle en el artículo "la desestacionalización de las series de los agregados monetarios", contenido en el *Boletín Económico* del Banco de España, de junio de 1986. No obstante, cabe destacar que la estimación de los coeficientes estacionales para 1987 ha presentado un mayor grado de dificultad, derivado, por un lado, de los notables cambios de tendencia que han registrado algunas de las series monetarias en 1986 y la incertidumbre sobre su evolución en 1987, y, por



otro lado, de las nuevas alteraciones que ha experimentado el calendario de recaudación de impuestos.

Como ya se ha señalado en diversas ocasiones, durante 1986, la estructura interna de los ALP registró profundas transformaciones. Las series más afectadas fueron las de los depósitos en la banca privada, que registraron una notable inflexión a la baja en sus ritmos de crecimiento, la de pagarés del Tesoro, que trazó un perfil muy irregular en los dos semestres del año, y la de pasivos por operaciones de seguro, que incrementó profundamente sus tasas de expansión. Estas evoluciones fueron el reflejo de las sustanciales reclasificaciones de las carteras de activos financieros del público, que se explican, en su mayor parte, por el cambio de incentivos relativos de unos activos frente a otros, derivado de la Ley sobre fiscalidad de determinados activos financieros de mayo de 1985 y por la pérdida de rentabilidad relativa de los pagarés del Tesoro. Todas estas alteraciones introdujeron profundos cambios en los patrones estacionales de los diferentes activos. A estas dificultades en la estimación de los coeficientes estacionales para 1987 se añadía la enorme incertidumbre a la hora de valorar la forma en que los agregados monetarios podrían verse afectados en 1987 por determinadas disposiciones legales promulgadas en los primeros meses del año.

En efecto, la libertad de tipos de interés para toda clase de depósitos, establecida por la orden de 3 de marzo de 1987, constituía un incentivo para el crecimiento de estos activos, y es muy probable que, en el mismo sentido, incidiese la supresión de la desgravación fiscal para las inversiones en títulos de renta fija a partir de 1987. Frente a estos factores, la reciente creación de la letra del Tesoro— al tratarse de un activo público a corto plazo sin interferencias fiscales, exento de coeficientes, y con posibilidad de negociación en operaciones de cesiones temporales mediante el sistema de anotaciones en cuenta—, probablemente, podría incidir desincentivando la colocación de una parte del ahorro del sector privado en depósitos bancarios. Finalmente, el ritmo de crecimiento de los pagarés del Tesoro y de los pasivos por operaciones de seguro podría verse fuertemente afectado por la evolución de sus rentabilidades relativas frente a otros activos, aunque la supresión de la desgravación fiscal para las inversiones en renta fija podría actuar en favor de las operaciones de seguro, puesto que los seguros de vida, junto con la inversión en vivienda y en títulos de renta variable, son las únicas colocaciones del ahorro privado que gozan de desgravación fiscal en 1987.

En cuanto al cambio en el calendario de recaudación de impuestos— segundo de los factores señala-

dos que han dificultado la estimación de los factores estacionales de los agregados monetarios en 1987—, se refiere, concretamente, a las modificaciones introducidas en el esquema de recaudación e ingreso al Tesoro de las retenciones del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF). Hasta el pasado año, la recaudación e ingreso de las retenciones era trimestral, mientras que, a partir de 1987, se introducía un esquema similar al IVA, es decir, mensual para las grandes empresas y trimestral para el resto. Este cambio en el patrón de recaudación del IRPF se ha sumado al introducido en el pasado año para la recaudación del IVA.

Todas estas razones han dificultado, sensiblemente, la valoración de los diferentes perfiles estacionales de los componentes de ALP y ha prolongado durante más tiempo del habitual la utilización de unos coeficientes estimados con carácter provisional. Después de diversos estudios, se ha seleccionado el conjunto de factores que recoge el cuadro 1. Debe tenerse en cuenta que las series centrales en la desestacionalización son las de los pasivos computables de la banca privada y de las cajas de ahorro, y que las series desestacionalizadas de M3 y ALP se obtienen como suma de los distintos componentes desestacionalizados. Los factores de las distintas series reflejados en el cuadro 1 son multiplicativos— la serie original es igual a la serie desestacionalizada multiplicada por el factor correspondiente— excepto los relativos a la serie de pasivos por operaciones de seguro, que son aditivos— la serie original es igual a la serie desestacionalizada más el factor correspondiente.

## 2. Revisión de la serie de cesión temporal de deuda pública

Cuando en 1984 se definió el agregado monetario ALP, entre sus componentes figuraba el denominado "cesión temporal de activos públicos" (1). Por otro lado, la circular nº 1/1984 sobre el coeficiente de caja introducía como pasivos computables las cesiones temporales de activos, con la excepción de los activos monetarios.

En estas referencias queda claro que las operaciones de cesión temporal de deuda pública a medio y largo plazo han formado parte, en todo momento, de la definición de los ALP. Sin embargo, la computabilidad de las mismas en el coeficiente de caja era un

(1) Véase el artículo "Cambios recientes en la instrumentación de la política monetaria" contenido, en el *Boletín Económico* del Banco de España, de febrero de 1984.

### Factores estacionales mensuales estimados para 1987

	Pasivos computables			Depósitos			Efectivo en manos del público	Depósitos en cooperativas	Depósitos en Banco de España	Pasivos por operaciones de seguro
	Total	Banca privada	Cajas de ahorro	Total	Banca privada	Cajas de ahorro				
<b>1987</b>										
ENE	101,377	101,521	101,199	101,129	101,180	101,068	100,040	100,149	97,240	-2,000
FEB	99,865	99,591	100,199	99,560	99,286	99,887	97,711	99,789	101,307	8,000
MAR	99,874	99,529	100,294	99,576	99,312	99,890	98,119	100,063	101,739	14,000
ABR	99,891	99,852	99,938	99,636	99,641	99,630	98,421	99,975	95,432	19,000
MAY	99,259	99,121	99,427	98,930	98,850	99,025	97,950	99,458	100,332	26,000
JUN	98,988	99,175	98,765	98,881	99,027	98,712	98,947	99,174	101,789	19,000
JUL	100,375	100,220	100,558	100,359	100,077	100,683	104,393	99,864	98,694	11,000
AGO	99,601	98,836	100,499	99,626	98,701	100,678	104,107	100,731	103,277	1,000
SEP	99,846	99,623	100,105	100,035	99,729	100,379	101,535	100,858	99,898	-9,000
OCT	100,107	100,447	99,716	100,470	100,780	100,124	99,534	100,512	97,671	-20,000
NOV	99,279	99,675	98,828	99,725	100,186	99,217	97,350	99,805	99,255	-28,000
DIC	100,938	101,315	100,511	101,444	102,065	100,768	101,917	100,026	102,022	-39,000

Nota: Todos los factores de las columnas 1 a 9 son multiplicativos; es decir, la serie original es igual a la desestacionalizada multiplicada por el factor correspondiente. Los que recoge la última columna son aditivos; esto es, la serie original es igual a la desestacionalizada más el factor correspondiente.

aspecto más difuso, ya que, por un lado, este activo público no formaba parte de los títulos monetarios (por lo tanto, no estaba exento del coeficiente de caja), pero, por otro lado, en el estado M.6 complementario al balance mensual de las entidades bancarias donde éstas debían reflejar el detalle de las operaciones de cesión temporal sólo se contemplaban dos opciones de cesión: pagarés del Tesoro y letras, pagarés y otros efectos. Este vacío legal en cuanto a la computabilidad de la cesión de la deuda pública a medio y largo plazo se debía a que la normativa bancaria en vigor no contemplaba la posibilidad de que las entidades realizaran este tipo de operaciones. Con la publicación de las circulares del Banco de España números 16/1987 y 18/1987, de 19 y 26 de mayo, respectivamente, las cesiones de deuda quedaron reguladas, estableciéndose, entonces, su no computabilidad.

Pese a esta falta de regulación de las operaciones de cesión de deuda, varias entidades bancarias las han venido realizando desde mediados de 1986. Algunos bancos privados las han venido incluyendo como computables en el coeficiente de caja (1), mientras que otros, sin embargo, no las han reflejado en ningún epígrafe de sus estados contables. En este caso, la operación ha consistido en dar de baja en el activo del balance de las entidades bancarias la deuda pública vendida y establecer con el cliente un pacto de recompra posterior.

La obtención de los datos para determinar los ALP proviene, fundamentalmente, de la declaración del

(1) Todos los casos coinciden con entidades exentas del cumplimiento del coeficiente de caja.

coeficiente de caja y, para algunas partidas de escasa importancia, de los balances mensuales y sus estados complementarios. Por lo tanto, las operaciones de cesión de deuda por el procedimiento de dar de baja los títulos cedidos del activo del balance de las entidades bancarias estaban siendo omitidas al calcular los ALP.

Como se ha señalado, estas operaciones de cesión de deuda vienen realizándose desde mediados de 1986. Sin embargo, ha sido en los dos últimos meses cuando su crecimiento se ha acelerado de forma notable coincidiendo con la importante elevación de los tipos de interés del mercado interbancario. El encarecimiento de los fondos de préstamo en este mercado ha incentivado, seguramente, a las entidades bancarias con amplias carteras de deuda y posición tradicionalmente deudora en el interbancario a utilizar esta fuente alternativa de captación de recursos.

Las operaciones de cesión temporal de deuda pública están teniendo, fundamentalmente, un carácter sustitutivo de otros activos incluidos en los ALP, de forma que el mantenimiento de la coherencia de la actual definición de este agregado ha exigido modificar la serie incorporando correctamente este tipo de operaciones.

El indicador económico nº 11 de este *Boletín Económico* refleja la serie de cesión temporal de deuda pública con los datos recogidos hasta el momento por el Banco de España, siendo susceptible de modificación posterior si la información que vaya recibiendo así lo requiriese.

### **3. Revisión de la serie de depósitos de determinadas instituciones financieras en el sistema crediticio**

La serie ALP recoge un conjunto de activos financieros considerados líquidos en poder del público, entendiéndose como tal el conjunto de familias y empresas privadas distintas de las que componen el sistema bancario— banca privada, cajas de ahorro, cooperativas de crédito y cajas rurales— y las Sociedades Mediadoras en el Mercado de Dinero (SMMD). Por lo tanto, forman parte de los ALP aquellos activos líquidos incluidos en su definición en poder de empresas financieras tales como Sociedades de Crédito Hipotecario, Entidades de Financiación, etc.

Aunque el papel que desempeñan estas instituciones está más próximo al de las instituciones financieras que forman el grupo del sistema bancario y las SMMD, su exclusión de éste y, por tanto, su inclusión como "público" se debe a un problema de carencia de las estadísticas adecuadas que permitan un tratamiento de sus activos y pasivos similar al que se obtiene para el sistema bancario y las SMMD. Hasta tanto no se disponga de la información adecuada que permita integrarlas en el grupo del sistema bancario ampliado y formen, por tanto, parte del agregado considerado "público", sus activos líquidos han de estar incluidos en los ALP, al igual que los correspondientes al resto de empresas privadas.

Precisamente por el bajo nivel de desagregación con que se dispuso, en el pasado, de los activos y pasivos de estas entidades, se produjeron algunas imprecisiones de muy escasa significación cuantitativa al computar las partidas que debían incorporarse a los ALP. La mejora en la obtención de información ha permitido ahora subsanar tales imprecisiones, que, concretamente, se refieren a los siguientes puntos:

a) Se han incluido como ALP los depósitos de este tipo de instituciones financieras en el sistema bancario, omitidos de la serie de ALP publicada hasta abril.

b) Se han excluido de ALP los depósitos obligatorios de dichas instituciones en el Banco de España, que hasta abril figuraban incluidos.

Los indicadores económicos nº 6 a 11 de este *Boletín Económico* recogen las nuevas series originales y desestacionalizadas de los ALP, así como de sus distintos componentes, una vez realizadas las modificaciones que se han señalado.

19-VI-1987.

# Cambios recientes en la organización y regulación de los mercados de capitales

*El presente trabajo, realizado por Eduardo Fernández y Javier Aríztegui, del Servicio de Estudios, es una revisión actualizada de la contribución española a la reunión de economistas de bancos centrales, celebrada en el BIP el 18 y 19 de noviembre de 1986 para discutir aspectos relativos a los cambios registrados en los últimos años en la organización y regulación de los mercados de capitales, con especial atención a aquellos aspectos que son de mayor interés para dichos bancos centrales.*

*Por estar dirigido a un público extranjero, desconocedor, en general, de las características específicas de nuestros mercados de valores, el trabajo se limita a señalar los rasgos esenciales de la evolución reciente de éstos, bien conocida, por otro lado, por el público español que está en contacto con estos temas. No obstante, y a pesar de su planteamiento genérico, se estima que el trabajo puede contener algunos elementos de interés. En él no se entra a enjuiciar la reestructuración, en curso de debate, ni las reformas pendientes de nuestros mercados, limitándose a reflejar, a grandes rasgos, las reformas más destacadas que les han afectado en los últimos años y algunas de sus implicaciones.*

## I. INTRODUCCION

El sistema financiero español se ha caracterizado, tradicionalmente, por un elevado peso del sistema bancario y una correlativa escasa importancia de los mercados de valores, por la presencia de importantes circuitos de financiación obligatoria, y por un fuerte control de cambios, que ha restringido la participación de los residentes en los mercados financieros exteriores. A mediados de los años setenta, no existían, todavía, mercados monetarios desarrollados, los mercados secundarios de renta fija estaban estrangulados por el control administrativo de los mercados primarios y los mercados de renta variable tenían poca relevancia en la financiación de la economía. Sin embargo, en la segunda mitad de los años setenta y primeros ochenta, ha tenido lugar un notable, aunque, a veces, lento e irregular, proceso de reforma y liberalización que ha posibilitado el desarrollo de los mercados monetarios y una cierta modernización de los mercados de valores.

La reducida importancia relativa de los mercados de renta fija estaba estrechamente relacionada con el control administrativo de los tipos de interés. La oferta de títulos se reducía, básicamente, a atender la demanda artificial derivada de la cobertura de los coeficientes de inversión obligatoria de las instituciones financieras, no existiendo un mercado secundario activo de obligaciones. Cuando, en 1977, desapa-

reció el control de los tipos de interés, las empresas continuaron sin acudir al mercado, debido a las mejores alternativas que ofrecía la financiación exterior y a la fuerte prima de iliquidez que debían pagar, ante la práctica inexistencia de un mercado secundario. Hoy día, estas mismas razones y la inexistencia de redes de comercialización que faciliten la colocación de los títulos a costes competitivos explican la endeblez del mercado de renta fija de las empresas no financieras. Por el contrario, el Estado ha sido el único emisor capaz de romper con estos condicionantes, promocionando un mercado pujante de deuda pública en los seis últimos años.

Hasta el año 1978, el mercado de renta variable careció de atractivo para muchas empresas, debido a los recelos que despertaba el mayor control público —fiscal y del accionariado— a que podían quedar sujetas si accedían a cotizar en Bolsa. Posteriormente, la crisis económica impidió una apelación más intensa de las empresas al mercado de valores en busca de recursos propios. Desaparecida esta circunstancia, y a pesar de la reforma introducida en la regulación del mercado y de los mayores beneficios registrados durante los últimos años, el mercado primario de acciones negociadas en bolsa continúa sin crecer de modo sustantivo, aunque haya que señalar una mejora relativa. Las desfasadas estructuras en las que se asientan los sistemas de negociación, liquidación y comercialización de los títulos son algunas razones que dificultan su desarrollo.

No obstante, hay que destacar que la transformación más significativa en los mercados financieros españoles se ha producido, en los primeros años ochenta, en el segmento de los mercados monetarios (1). Estos han registrado un elevado desarrollo, al amparo de la creciente demanda derivada de la preferencia de los inversores por la liquidez, y han proporcionado a las empresas y al sector público una fuente de financiación parcialmente sustitutiva de los mercados de capitales.

## II. ESTRUCTURA Y FUNCIONAMIENTO DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

### 1. Los mercados de valores y los flujos de financiación

Como ya se ha indicado, los mercados tradicionales de renta fija y variable no han conseguido alcanzar, en nuestro país, un papel destacado en la canalización de los flujos financieros de los ahorradores últimos a los demandantes de financiación. Su importancia relativa, medida por su participación en el

(1) En este trabajo, únicamente se incluyen en los mercados monetarios aquellos instrumentos financieros a corto plazo que pueden ser comprados y vendidos por todos los agentes económicos. Se exceptúan, por tanto, los instrumentos a corto plazo en los que intervienen exclusivamente las instituciones financieras y en concreto el mercado interbancario en el que se negocia la tesorería bancaria.

### 1. Estructura de las operaciones financieras

	Porcentajes					
	1970	1977	1983	1984	1985	1986
1. Efectivo y depósitos	40	39	33	52	46	34
2. Títulos del mercado monetario	—	1	21	9	20	13
3. Títulos de renta fija negociables	4	4	2	5	9	21
4. Títulos de renta variable	10	3	2	3	7	5
4.1 De ellos: cotizados	5	2	1	1	2	2
5. Otras participaciones en empresas (a)	—	1	2	1	4	3
6. Títulos de renta fija no negociables	2	2	1	5	1	—
7. Créditos	39	48	32	18	28	10
8. Otros	5	2	7	7	-15	14
<b>Total operaciones activas=Total operaciones pasivas</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
PRO MEMORIA:						
Mercado de capitales:						
• Títulos de renta fija y variable (3+4)	14	7	4	8	16	26
• Títulos negociables en las bolsas (3+4.1)	9	6	3	6	11	23 (b)

(a) Incluye las inversiones de los no residentes, excepto las inversiones en cartera, y la contrapartida de las deudas de empresas públicas asumidas por el Estado.

(b) Una parte significativa de este incremento corresponde a emisiones de deuda del Estado, aptas para ser negociadas en el nuevo sistema de anotaciones en cuenta.

Fuente: Cuentas financieras de la Economía Española 1970-1984 y Apéndice Estadístico al Informe Anual del Banco de España 1985.

flujo de emisión de los pasivos financieros totales de la economía, es bastante reducida, si se la compara con los niveles habituales en otros países desarrollados. Al final de la década de los setenta y al principio de los años ochenta, tras la crisis originada por la subida del precio de las materias primas de 1974 y 1979, esta participación llegó a representar menos de un 5%. En 1986, sin embargo, su participación se situó en el 26%, nivel superior al alcanzado en los primeros años setenta (véase el cuadro 1), poniendo en evidencia el auge de las emisiones públicas. En los dos próximos apartados se analizará esta evolución, detallándola para los mercados primarios de emisión y para los mercados secundarios de negociación.

## 2. Los mercados primarios de capitales

En los años setenta, el mercado de capitales tradicional se caracterizaba por el predominio de las emisiones de las empresas no financieras, que fueron perdiendo importancia relativa a medida que avanzaba la década. El Estado se limitaba a amortizar emisiones de períodos anteriores, y sólo a partir de 1977 comenzó a colocar deuda pública, pero, todavía, en cantidades muy modestas. La banca privada emitía acciones en volúmenes que representaban en torno a un 15% del mercado de capitales. En aquel momento, no existían verdaderos mercados monetarios, y las emisiones de bonos de la banca alcanza-

### 2. Emisiones netas en los mercados monetarios y de capitales

	1975	1980	1983	1984	1985	1986
	m.m.					
	EMISIONES NETAS EN LOS MERCADOS DE CAPITALES					
<b>Administraciones públicas</b>	<b>-4,7</b>	<b>81,0</b>	<b>80,0</b>	<b>137,1</b>	<b>316,5</b>	<b>1.911,0</b>
Estado	-7,7	67,7	59,9	106,0	269,9	1.796,2
Corporaciones locales	3,0	13,3	3,1	2,4	10,2	49,1
Comunidades autónomas	-	-	17,0	28,7	36,4	65,7
<b>Instituciones financieras</b>	<b>57,2</b>	<b>69,0</b>	<b>52,4</b>	<b>137,9</b>	<b>172,6</b>	<b>134,1</b>
Obligaciones	-0,4	17,2	0,1	70,6	104,3	74,7
Acciones	57,6	51,8	52,3	67,3	68,3	59,4
<b>Empresas no financieras</b>	<b>246,1</b>	<b>232,7</b>	<b>285,6</b>	<b>603,8</b>	<b>615,6</b>	<b>693,1</b>
Obligaciones	98,9	112,1	76,7	328,2	229,6	272,1
Acciones (a)	148,2	120,6	208,9	275,6	386,0	421,0
<b>Total emisiones a medio y largo plazo</b>	<b>298,6</b>	<b>382,7</b>	<b>418,0</b>	<b>878,8</b>	<b>1.104,7</b>	<b>2.738,2</b>
Renta fija pública y financiera	-5,1	98,2	80,1	207,7	420,8	1.985,7
Renta fija privada	98,9	112,1	78,7	328,2	229,6	272,1
Acciones	205,8	172,4	261,2	342,9	454,3	480,4
<i>De ellas: cotizadas</i>	111,6	89,4	90,5	161,0	166,2	276,2
	EMISIONES NETAS EN LOS MERCADOS MONETARIOS					
<b>Total</b>	<b>55,6</b>	<b>65,7</b>	<b>1.374,2</b>	<b>2.863,4</b>	<b>1.685,3</b>	<b>1.506,7</b>
Estado	-	-	1.195,0	2.365,4	1.424,9	862,6
Instituciones financieras	55,6	37,9	213,5	245,2	258,8	418,0
<i>Bonos</i>	55,6	37,9	96,3	86,6	132,0	258,6
<i>Títulos hipotecarios</i>	-	-	117,2	158,6	128,8	159,4
Empresas no financieras	-	27,8	-34,3	252,8	1,6	226,3
<b>Total emisiones en los mercados monetarios y de capitales</b>	<b>354,2</b>	<b>448,4</b>	<b>1.827,1</b>	<b>3.746,2</b>	<b>2.790,0</b>	<b>4.244,9</b>

(a) Excluidas las inversiones de los no residentes —excepto las inversiones en cartera— y la contrapartida de las deudas de empresas públicas asumidas por el Estado.

Fuente: Apéndice Estadístico al Informe Anual del Banco de España.

### 3. Participación en las emisiones netas de cada año

Porcentajes

	1975	1980	1983	1984	1985	1986
<b>MERCADOS DE CAPITALES</b>						
<b>Administraciones públicas</b>	-2	21	19	15	29	70
Estado	-3	18	22	11	26	69
Corporaciones locales	1	3	-	-	1	2
Comunidades autónomas	-	-	4	3	3	2
<b>Instituciones financieras</b>	19	18	13	16	15	5
Obligaciones	-	4	-	8	9	4
Acciones	19	14	13	8	6	2
<b>Empresas no financieras</b>	83	61	68	69	56	25
Obligaciones	33	29	18	37	21	5
Acciones (a)	50	32	50	31	35	156
<b>Total emisiones a medio y largo plazo</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
Renta fija pública y financiera	-2	26	19	24	38	72
Renta fija privada	33	29	18	37	21	10
Acciones	69	46	63	39	41	18
<i>De ellas: cotizadas</i>	37	23	20	18	15	11
<b>MERCADOS MONETARIOS Y DE CAPITALES</b>						
<b>Mercados de capitales</b>	<b>84</b>	<b>85</b>	<b>25</b>	<b>24</b>	<b>40</b>	<b>65</b>
<b>Mercados monetarios</b>	<b>16</b>	<b>15</b>	<b>75</b>	<b>76</b>	<b>60</b>	<b>35</b>
Estado	-	-	65	63	51	20
Instituciones financieras	16	9	12	6	9	10
Empresas no financieras	-	6	-2	7	-	4
<b>Total emisiones en los mercados monetarios y de capitales</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

(a). Véase la nota (a) del cuadro 2.

ban un volumen ligeramente inferior al de sus emisiones de acciones (véanse los cuadros 2 y 3).

En los años ochenta, se modificó la importancia relativa de los agentes emisores y de los instrumentos en los que se materializó la demanda de financiación. Así, en 1986, puede observarse en los cuadros 2 y 3 una estructura caracterizada por una fuerte contracción de la participación de las emisiones de las empresas no financieras y del peso de las colocaciones de las instituciones financieras, y un fuerte incremento de las emisiones de deuda pública. En concreto, las emisiones de las empresas no financieras, que en la década anterior representaban más del 80% del total de los mercados de capitales, en 1986 sólo significaron un 25%. Por el contrario, las administraciones públicas, ausentes del mercado diez años antes, obtuvieron el 70% de la financiación de los mercados de títulos a medio y largo plazo.

En cuanto a los instrumentos, en los cuadros mencionados puede observarse un auge creciente de los activos de renta fija, especialmente los del Estado, y una reducción de la significación de las emisiones de acciones. Estas representaban sólo un 18% de la financiación de los mercados de capitales en 1986, frente a un 69% en 1975. Dentro de la renta variable, la pérdida de relevancia ha sido más acusada para las emisiones de las empresas que cotizan en bolsa, cuya participación se redujo, en estos mismos años, del 37% al 10%.

Paralelamente a este cambio en la estructura de los mercados de capitales, en los primeros años 80 se han desarrollado los mercados monetarios, impulsados por las emisiones del Estado. Su crecimiento ha sido tan fuerte, que los recursos captados en ellos llegaron a representar, en 1983 y 1984, las tres cuartas partes del total de las emisiones conjuntas de los

mercados monetarios y de los mercados de capitales.

En 1985, con el afianzamiento de las expectativas de descenso de los tipos de interés, se inició una nueva etapa en la que se observa un importante desplazamiento desde los mercados monetarios hacia los de renta fija a medio y largo plazo. En 1986, las emisiones de los mercados monetarios fueron inferiores a las de los mercados de capitales, en los que la deuda del Estado a medio y largo plazo acaparó el 66% del total de la financiación (veáanse los cuadros 2 y 3).

### 3. Los mercados secundarios

En 1986, estaban admitidas a cotización en la Bolsa de Madrid 312 sociedades. De ellas, 161 eran empresas no financieras, 105 sociedades de inversión mobiliaria y 46 bancos y compañías de seguros. Los bancos y las empresas de servicios (compañías eléctricas, Telefónica, etc.) dominan el mercado, mientras que la participación de las empresas industriales es muy reducida —sólo una de cada cinco de las 300 mayores empresas cotiza en la bolsa. El capital de las acciones admitidas a cotización ascendía, a finales de 1986, a 2.200 m.m. de pesetas nominales, con un valor efectivo de 6.477 m.m. (20,2% del PIB).

La favorable evolución de la bolsa, en 1986, elevó sustancialmente el volumen de contratación de acciones, que en el conjunto de las bolsas alcanzó los 2.739 m.m., cifra equivalente al 35% de la capitalización bursátil a final de año, con un incremento significativo respecto de los niveles registrados en 1975 (6%) y 1980 (7%).

Los mercados secundarios de renta fija de las empresas no financieras y de las administraciones públicas —distintas del Estado— tienen una actividad muy escasa. El mercado de deuda del Estado, prácticamente inexistente hasta fechas recientes, ha adquirido, en la actualidad, un importante volumen de negociación y un alto grado de liquidez.

En cuanto a la oferta y demanda de no residentes en los mercados de capitales, hay que señalar que en España no se ha autorizado, todavía, la emisión de títulos extranjeros en las bolsas nacionales, restricción que se espera que sea levantada en breve plazo. Por el contrario, está liberalizada la compraventa de títulos en bolsa por no residentes. Estas operaciones están teniendo una significativa importancia, dado lo estrecho del mercado de valores español.

## III. NATURALEZA Y CAUSAS DE LOS CAMBIOS RECIENTES

### 1. Cambios en los mercados de renta fija

Desde 1940 y hasta el año 1977, las autoridades financieras españolas se negaron a aceptar que las emisiones de renta fija, tanto pública como privada, salieran al mercado a los tipos de interés determinados por las tensiones de la oferta y la demanda. En su lugar, recurrieron a la creación de una demanda artificial de carácter institucional, mediante el establecimiento de coeficientes de inversión obligatoria en títulos de determinados sectores industriales en las cajas de ahorro, y de fondos públicos en bancos y cajas de ahorro. La eliminación del mecanismo de los precios en la colocación de las emisiones dejó bloqueados los títulos en las carteras del sistema bancario, lo que contribuyó a la virtual desaparición de los mercados secundarios de deuda pública y de obligaciones privadas.

En esta situación, la recreación de los mercados secundarios que dotasen de liquidez a las nuevas emisiones, junto a la necesaria adecuación de los tipos de interés de éstas a las exigencias del mercado, y el desarrollo de sistemas de liquidación y compensación más ágiles constituían la base fundamental para la potenciación de los mercados de renta fija.

#### a) *La deuda pública*

El primer paso importante en esta dirección tuvo lugar en el mercado de deuda pública. A finales de 1977, se inició el lanzamiento de emisiones de deuda del Estado a tipos de mercado. Simultáneamente, el Banco de España asumió la tarea de revitalizar el mercado secundario, dotándolo de liquidez.

En los primeros años de esta nueva etapa, las características fiscales de los títulos emitidos dificultaron el desarrollo del mercado secundario. En efecto, todas las emisiones efectuadas, hasta 1983, y algunas de las colocadas con posterioridad gozaban del derecho a desgravar un porcentaje de la inversión en la cuota del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. En contrapartida, los títulos que disfrutaban de este beneficio debían quedar inmovilizados en las carteras de los inversores durante tres años, lo que restaba liquidez al mercado secundario.

Desde 1983, el Estado amplió su gama de productos, ofreciendo títulos sin desgravación, denominados bonos y obligaciones. Ello ha facilitado su movilidad y ha permitido dotar al mercado secundario de



un mayor grado de liquidez. Así, impulsado por la contratación de los títulos no desgravables, el volumen de títulos negociados representó, en 1985, un 17% del saldo vivo en circulación, porcentaje que se elevó significativamente a lo largo de 1986, año en el que alcanzó un 36%.

La revitalización de este mercado se ha basado, pues, en la rentabilidad de sus emisiones y en su liquidez, razones a las que hay que añadir la reciente utilización de estos títulos por el sistema bancario como parte de su segunda línea de liquidez, y el desarrollo de la intermediación de estas entidades en la colocación de la deuda entre el público.

Con el objeto de impulsar esta participación de los intermediarios financieros en los mercados de deuda del Estado a medio y largo plazo y dotar a éstos de mayor profundidad, las leyes de Presupuestos del Estado de 1986 y 1987 establecieron la posibilidad de realizar emisiones materializadas en anotaciones contables, eliminando la necesidad de la intervención de fedatarios públicos en su negociación. Esta modificación se ha hecho operativa tras la reciente regulación del Sistema de Anotaciones en Cuenta centralizadas en el Banco de España. El retraso en la puesta en funcionamiento de este sistema y la decisión del Tesoro de no aceptar financiarse a los elevados tipos de interés que ha estado demandando el mercado —ante el carácter coyuntural atribuido a los mismos— ha frenado el desarrollo de este mercado en la primera parte de 1987.

Otro de los cambios recientes que es preciso subrayar ha sido la ampliación de la vida media de la deuda que, en 1982 y 1983, se había reducido paulatinamente hasta situarse por debajo de los dos años. La caída experimentada en los últimos años por la tasa de inflación ha permitido ampliar, desde 1984, la vida media de las nuevas emisiones. Así, a finales de 1986, la vida media de la deuda a medio y largo plazo se aproximaba a los 5 años, y una emisión, realizada en el mes de octubre de ese año, alcanzó los 15 años.

#### b) *Obligaciones privadas*

Los problemas de los mercados de renta fija de las empresas no financieras eran similares a los del mercado de deuda pública:

- a) el tipo de interés de las emisiones estaba controlado administrativamente;
- b) los títulos eran suscritos fundamentalmente por las cajas de ahorro para cubrir sus coefi-

cientes de inversión obligatoria, por lo que quedaban bloqueados en sus carteras y carecían de mercado secundario;

- c) en los últimos años, cuando estos títulos se han emitido en condiciones de mercado, las ventajas fiscales que impulsaban al público a demandarlos exigían, como contrapartida, su inmovilización durante tres años en las carteras de los inversores.

Por ello, las medidas tomadas han ido dirigidas a remover estas trabas, potenciando el acceso de emisores e inversores al mercado.

Entre las medidas que van a tener un efecto de desbloqueo de los títulos suscritos en las carteras de los inversores, hay que señalar la desaparición, en febrero de 1985, de la suscripción obligatoria por las cajas de ahorro de los títulos emitidos por las compañías eléctricas y Telefónica, emisiones que dominan el 80% del mercado de renta fija privada. Otra disposición legal que va a facilitar la liquidez en los mercados secundarios consiste en la desaparición, a partir de 1987, de la posibilidad de que los suscriptores privados se beneficien de desgravaciones fiscales por la compra de títulos de renta fija y de la obligación simultánea de mantener inmovilizados en la cartera los títulos suscritos. Por último, se ha regulado también el derecho de los inversores a obtener información sobre las características de los instrumentos y sobre la evolución económico-financiera de la sociedad emisora.

Los cambios más significativos respecto a las características de los instrumentos financieros utilizados se relacionan con la emisión de títulos a tipo de interés variable, indiciados con el tipo de interés preferencial de algunos bancos o con el tipo de la deuda pública que se emita en un período previo a la revisión del tipo de interés. Entre las emisiones de empresas, también abundan los títulos con opción de amortización anticipada y está ampliándose la colocación de títulos con opción de conversión en acciones de la sociedad emisora. No han prosperado, sin embargo, por oposición de la autoridad financiera, las emisiones a tipo variable indiciadas con el Índice de Precios al Consumo.

Pese a estos cambios en la regulación y en las características de las obligaciones privadas, sus mercados de colocación y negociación siguen mostrando una escasa actividad. Esta situación se ha visto agravada en los primeros meses de 1987 por la crisis de FECSA y sus repercusiones en el resto del sector eléctrico, así como por las dificultades derivadas de la elevación de los tipos de interés.

## 2. Cambios en la regulación de los mercados de renta variable

Las disposiciones legales tendentes a impulsar el desarrollo de los mercados de valores se han inspirado en algunas de las recomendaciones efectuadas en el informe emitido por la Comisión Oficial para el Estudio del Mercado de Valores, en 1978.

En el mercado de renta variable, estas disposiciones legales han ido dirigidas:

- a) a mejorar los mecanismos de formación de los precios
- b) a potenciar la liquidez del mercado
- c) a proteger los derechos de los accionistas
- d) a facilitar mayor información a los inversores
- e) a fomentar la afluencia de ahorro al mercado de valores

a) Para conseguir una mayor transparencia en la contratación y en la formación de los cambios, se dictaron normas dirigidas a evitar que la mayor parte de las operaciones de compraventa de títulos cotizados se realizaran fuera de las bolsas, a las que llegaban únicamente los saldos residuales. Para ello, se prohibieron las denominadas "aplicaciones" — operaciones casadas a precios convenidos por comprador y vendedor fuera de los centros de contratación.

b) Para potenciar la liquidez de los mercados secundarios, se modificaron las condiciones de admisión y permanencia de los títulos—valores en la cotización oficial, ampliándose las exigencias relativas a la diversificación del accionariado, a los volúmenes de negociación y a la frecuencia de contratación.

Como consecuencia, en unos casos, de estos criterios más estrictos, y, en otros, del incumplimiento de las obligaciones de información que se expondrán posteriormente, el número de sociedades admitidas a contratación oficial en la Bolsa de Madrid descendió, entre 1981 y 1986, de 498 a 312.

c) Para proteger los derechos de los accionistas minoritarios, se regularon las operaciones de naturaleza excepcional, exigiendo la realización de ofertas públicas de adquisición de acciones en régimen de mercado.

d) Para mejorar la información de los inversores, se reglamentó la obligación de los emisores de editar un folleto con las características de las emisiones

y con datos sobre la situación económico—financiera de las sociedades. Además, se exigió a éstas que remitiesen trimestralmente a la bolsa información suficiente que permitiera un seguimiento periódico de su evolución e información, no periódica, sobre hechos relevantes que afectasen a la marcha de la sociedad.

e) Entre las disposiciones legales que tienen por objeto fomentar la afluencia de ahorro al mercado de valores, se incluyen la regulación de las operaciones de compra y venta de títulos a crédito; la creación de sociedades instrumentales de agentes de Cambio y Bolsa, dedicadas a desarrollar, entre otras, labores de comercialización de títulos; la nueva normativa sobre los Fondos de Sociedades de capital—riesgo y la puesta en marcha del "segundo mercado". En este campo se inscribe, también, la regulación de los Fondos de Pensiones que debe significar un importante impulso para los mercados de capitales.

A todas estas reformas, es preciso añadir las mejoras introducidas en la liquidación de las operaciones tendentes a reducir la movilización física de los títulos y a agilizar la liquidación de las operaciones bursátiles. Esta normativa está actualmente en proceso de revisión, con objeto de avanzar adicionalmente en este campo.

## 3. La creación y consolidación de los mercados monetarios

A pesar de que los mercados monetarios no constituyen el objeto de este trabajo, parece conveniente hacer una referencia explícita a ellos, por la importancia que han adquirido recientemente.

A comienzos de los años setenta, no existían mercados monetarios en nuestro país. El Banco de España, como consecuencia de las necesidades que sentía para poder ejecutar la política monetaria, impulsó desde el inicio de esta década el nacimiento de los mercados interbancarios de tesorería, que alcanzaron un cierto grado de desarrollo a partir de 1976. El nacimiento y posterior consolidación de mercados monetarios abiertos a la participación de todos los agentes de la economía, a los que únicamente hace referencia este trabajo, ha tenido lugar en los primeros años ochenta.

Entre las causas de su desarrollo puede citarse, en primer lugar, la preferencia del público por la liquidez. Las altas y variables tasas de inflación registradas en los años recientes llevaron al público a incrementar su demanda de títulos a corto plazo, como forma de protegerse contra el creciente riesgo de in-

solvencia de los deudores y contra las posibles pérdidas de capital derivadas de las variaciones en los tipos de interés.

Un segundo elemento impulsor han sido las elevadas necesidades de financiación del sector público. Desde 1978, el Banco de España se vio en la necesidad de colocar pasivos propios (certificados de depósito y certificados de regulación monetaria) en el sistema bancario para mantener el control monetario, como contrapartida a la financiación que otorgaba al Estado. Esta deuda comenzó a filtrarse a las carteras del público en los primeros años 80. Aunque ya en 1982 el Estado comenzó a emitir directamente deuda a corto plazo abierta al público, fue a partir de 1984 cuando este activo cobró especial significación, al decidir el Estado financiar la mayor parte de su déficit a través de este instrumento.

Otra de las causas que han potenciado el desarrollo de los mercados monetarios ha sido el permanente intento del sistema bancario de aprovechar las posibilidades que le ha dejado la normativa vigente, en cada momento, para evitar los efectos de los coeficientes de caja e inversión obligatoria. Finalmente, el crecimiento de estos mercados ha sido consecuencia, en gran medida, de las posibilidades de evasión fiscal que han otorgado la mayoría de estos instrumentos financieros.

El hecho de que estos activos hayan sido utilizados por el sistema bancario como medio de eludir los coeficientes obligatorios, y por los inversores como medio de ocultación fiscal, ha ocasionado un permanente cambio de los instrumentos negociados en estos mercados. Distintos instrumentos desaparecían o reducían su importancia en cuanto las nuevas regulaciones les privaban de las ventajas que justificaban su utilización.

Hasta mayo de 1985, el desarrollo de los pagarés del Tesoro —el activo más importante de los mercados monetarios— estuvo basado en la atractiva combinación de rentabilidad, riesgo y liquidez que ofrecía. Desde esa fecha, su atractivo reside en ser el único activo financiero que goza de las ventajas de la ocultación fiscal del patrimonio invertido y de sus rendimientos. Esta ventaja significa, sin embargo, un importante obstáculo en cuanto que genera interferencias fiscales en los tipos de interés negociados en el mercado de este activo. Esto le priva de una de las condiciones necesarias para que pueda continuar constituyendo la base del desarrollo de los mercados monetarios. Por ello, es previsible que el Estado emita próximamente algún otro activo a corto plazo, sin tales connotaciones fiscales.

El resto de los activos del mercado monetario ha girado en torno a la actuación del sistema bancario que, en unos casos, los ha emitido directamente (bonos y títulos hipotecarios), y, en otros, los ha intermediado (letras y pagarés de empresas no financieras), bien como comisionista o bien como "dealer".

Ha sido en estos mercados con mayor sensibilidad a la innovación financiera donde antes han tenido lugar las modificaciones en las características de los instrumentos financieros para adaptarlos a las necesidades de los demandantes y oferentes de recursos. En los títulos emitidos directamente por el sistema bancario (1), las novedades más importantes en las características de estos activos, aparte de la aparición de los propios títulos hipotecarios en 1982, ha consistido en la realización de emisiones con cupón cero, emisiones con cupón y amortización mensual, y en la generalización, desde mediados de 1985, de las emisiones a tipos de interés variable, indiciado sobre el tipo preferencial del crédito a 3 años de la entidad emisora.

#### **4. Valoración de los cambios realizados en los mercados de capitales**

Los cambios realizados en la regulación y funcionamiento del mercado de capitales eran necesarios para fomentar el acceso de nuevos emisores y permitir el desarrollo futuro del mercado secundario de renta fija. No obstante, no han sido suficientes para atraer al mercado un número relevante de nuevas empresas colocadoras de sus acciones ni nuevos emisores de renta fija privada. Tampoco han sido suficientes para que el mercado secundario de renta fija privada alcance un grado de liquidez y profundidad aceptable.

Los avances en el desarrollo de los mercados de capitales en España precisan una revisión de los sistemas de negociación, liquidación y comercialización de los títulos. En este sentido, es necesario que los agentes de Cambio y Bolsa, que actualmente operan como meros fedatarios públicos, pasen a ser agentes activos en la canalización de recursos hacia el mercado. Igualmente, es necesario agilizar los sistemas de liquidación, avanzando hacia la eliminación de los títulos físicos como soporte material de la propiedad de los valores en la línea del sistema de anotaciones

(1) Se incluyen en los mercados monetarios, porque, a pesar de que en ocasiones se emiten a plazos de diez y hasta quince años, se trata, en realidad, de depósitos movilizables, bien mediante su negociación en bolsa donde gozan de liquidez automática a los precios establecidos por los emisores, bien mediante su negociación directa con los emisores (títulos hipotecarios).

en cuenta recientemente regulado para las deudas del Estado y del Tesoro. Asimismo, es preciso fomentar la creación y desarrollo de redes adecuadas de comercialización, como medio de reducir los costes y atraer recursos al mercado de valores.

Es conveniente recordar que los mercados monetarios, sin apenas regulaciones, han mostrado un desarrollo y consolidación que contrasta vivamente con la atonía de los mercados primarios privados de capitales. No obstante, ya se ha señalado que la crisis económica vivida por las empresas en estos años y las preferencias de los inversores por la liquidez no han propiciado el desarrollo de los mercados tradicionales de capitales, que tampoco han tenido el apoyo de instituciones de ahorro colectivo, como los Fondos de Pensiones.

#### **IV. IMPLICACIONES**

##### **1. Para la actividad del sistema bancario**

El sistema bancario ha canalizado, tradicionalmente, la mayor parte de los flujos de financiación de nuestra economía. Ello es consecuencia, en parte, de su especial relación con el público a través de su amplia red comercial, y, en parte, de unos hábitos financieros de la población poco evolucionados. Además, el sistema bancario, depositario de la gran mayoría de los títulos, ha sido y continúa siendo el medio a través del que se canaliza la mayoría de las operaciones bursátiles.

En la actualidad, aunque ha aparecido el Estado como nuevo intermediario financiero y ha surgido una amplia gama de nuevos intermediarios e instrumentos que parecen competir con las entidades de depósito, el proceso de desintermediación es, en parte, aparente. De hecho, el sistema bancario español ha mantenido, en todo momento, el control de la colocación de la mayor parte de las emisiones. En relación a las colocaciones del Estado, el sistema ha suscrito un porcentaje muy elevado del total de emisiones y ha cedido posteriormente una parte a su clientela, bien en firme, bien con pacto de recompra. Igualmente, una parte muy importante de los fondos que se colocan en el mercado de renta fija se lleva a efecto a través del sistema bancario que, bien como comisionista, bien como "dealer", participa en su distribución.

La incidencia de las emisiones no intermediadas del sector privado es pequeña, en términos relativos, y no constituye hoy por hoy una alternativa que pueda competir de modo significativo con los instrumentos que ofrece la banca a su clientela. A corto

plazo, no es previsible que las empresas desplacen su demanda de fondos hacia el mercado de valores en un porcentaje relevante. El reto más importante que se presenta, en el futuro inmediato, a las entidades de depósito proviene del mercado de deuda pública a medio y largo plazo. En la medida en que el Estado lograse conectar directamente con el público, podría producirse una significativa reducción en la intermediación financiera del sistema bancario en sentido estricto. Por otro lado, el diseño del sistema de colocación y negociación de deuda pública en anotaciones en cuenta, aunque hace del sistema bancario una de las piezas clave de su desarrollo, ofreciéndole la posibilidad de intermediar todo el proceso, supone un cambio radical en la labor tradicionalmente ejercitada por la banca. En esta nueva situación, la banca realiza tareas de intermediación propias de un comisionista.

Es en este contexto en el que debe valorarse la naturaleza y la intensidad del proceso de desintermediación. Cabe señalar que, si bien la desintermediación actual no puede considerarse elevada, los cambios en la instrumentación de las operaciones financieras del sistema bancario y los derivados de su actuación en el nuevo mercado de deuda mediante anotaciones en cuenta tienen efectos importantes sobre su balance y sobre su cuenta de resultados, sentando las bases para una desintermediación más profunda en un futuro inmediato. Estos cambios afectan al balance de la banca, porque suponen una reducción de su actividad como banquero – en el sentido de tomador de depósitos y vendedor de créditos – y un incremento de su actuación como oferente de servicios financieros y comisionista. Asimismo, inciden en su cuenta de resultados, porque suponen una reducción de los márgenes de explotación.

##### **2. Implicaciones para la financiación de las empresas**

La carencia de un mercado de capitales eficiente resta facilidades a la financiación de las empresas. En España, sólo el 20% de las 300 mayores empresas no financieras cotizan en las bolsas, y, aunque recientemente se ha elevado el volumen de contratación de la mayoría de los títulos cotizados, el grueso de la negociación se concentra en un reducido grupo de sociedades.

La mayor actividad registrada en la bolsa y el incremento de las emisiones de renta variable experimentado recientemente no se deben básicamente a las medidas tomadas en este mercado, sino más bien a la evolución general de la economía, a las ex-

pectativas de mayores beneficios, a la caída de los tipos de interés, y a las medidas fiscales que han significado mejoras relativas para la inversión en capital-riesgo. Sin embargo, no puede dejar de tomarse en consideración que las mejoras introducidas en los diferentes aspectos de la operativa bursátil y en la transparencia informativa constituyen la base necesaria para que los oferentes y demandantes de recursos financieros estén dispuestos a acudir a este mercado.

En cuanto a la financiación a través de renta fija, es preciso señalar que, aunque la regulación de la oferta pública de los títulos y el mayor grado de liquidez han facilitado la ampliación de la demanda, han sido las ventajas fiscales otorgadas a la suscripción de los títulos las que han impulsado la mayor actividad registrada en los últimos años en el mercado primario.

La desaparición de la obligación de las cajas de ahorro de cubrir sus coeficientes de inversión obligatoria con títulos de renta fija emitidos por el sector privado, por un lado, y la no obligatoriedad de mantener en las carteras de los inversores particulares los títulos de renta fija suscritos a partir de 1987, por otro lado, significará una clarificación para los mercados. Aunque estas medidas pueden constituir, en un primer momento, una reducción de la demanda de las cajas de ahorro, por la primera causa, y de los particulares, por, la segunda, están sentando las bases para potenciar la liquidez del mercado, lo que redundará, a medio plazo, en la extensión de los mercados primarios.

### **3. Implicaciones para la financiación del Estado**

Las altas y variables tasas de inflación vigentes en nuestra economía en los últimos años obstaculizaron la financiación del Estado a largo plazo y a tipos de interés fijos, a la vez que el gobierno evitó realizar emisiones a largo plazo a tipo de interés variable, por temor a las implicaciones de este mecanismo de indicación. Esto, unido a la carencia de una red de distribución comercial apropiada y a la escasa capacidad del mercado a largo para absorber los fuertes volúmenes que había que colocar, condujo al Estado a financiarse, primero, a través del recurso al Banco emisor, y, después, en los mercados monetarios, apoyado en gran medida en el establecimiento de coeficientes en el sistema bancario.

La posterior desaceleración de las tasas de inflación, la diversificación de la oferta, el incremento de la liquidez en el mercado secundario y el acortamiento del plazo de entrada a cotización de las nue-

vas emisiones de deuda a medio y largo plazo han establecido las condiciones favorables para un amplio desarrollo de este mercado, que experimentó un importante crecimiento en 1986.

La reciente regulación del sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado, que permite no materializarla en títulos-valores y transmitirla sin intervención de fedatario público, agilizará la negociación y liquidación de las operaciones y reducirá los costes de transmisión, facilitándose con ello la actuación a gran escala de los intermediarios financieros.

La madurez alcanzada por el mercado de deuda del Estado y el previsible impulso derivado del nuevo sistema de anotaciones en cuenta permite abrigar esperanzas fundadas de que éste sea un ámbito adecuado para financiar el déficit público, con menores problemas para la instrumentación de la política monetaria, de los que se han venido produciendo casi sistemáticamente a lo largo de todos los años de la década de los ochenta.

### **4. Implicaciones para la política monetaria**

Los cambios registrados en los mercados financieros españoles durante los quince últimos años han tenido una incidencia considerable en la política monetaria. Para terminar este análisis sobre los mercados de valores, se señalan a continuación, de forma sintética, algunos de los aspectos más significativos de las alteraciones que han ocasionado en las técnicas de control de las magnitudes monetarias, de los cambios que han generado en los mecanismos de transmisión y de las perspectivas que las transformaciones previstas en los mercados de capitales abren para la política monetaria.

Como en el resto de las economías que han contemplado procesos de innovación financiera, especialmente en los mercados monetarios, las autoridades españolas han percibido sus consecuencias, de una manera ambivalente. Por una parte, han visto desaparecer las diferencias tradicionales entre los pasivos bancarios incluidos en la definición de "dinero" y un conjunto de instrumentos, distintos de los depósitos y altamente líquidos, emitidos tanto por el sistema bancario como por otros intermediarios financieros. Esta erosión de las características diferenciales de las operaciones de tesorería y ahorro del sector privado ha impulsado a las autoridades a ampliar las definiciones de los agregados monetarios y a modificar la variable-objetivo intermedio de la política monetaria. Pero, por otra parte, este mismo florecimiento de los mercados a corto plazo ha permi-

tido a las autoridades perfeccionar los mecanismos de intervención en los mercados interbancarios.

El Banco de España, desde los primeros años setenta, eligió como objetivo intermedio de su política de control una definición amplia de dinero. No obstante, a partir del año 1984, ha debido ensanchar, aún más, los contenidos de su variable para dar cabida a los títulos monetarios emitidos por el sistema bancario y a los pagarés del Tesoro en poder del sector privado, eligiendo como variable central de control los activos líquidos en manos del público (ALP). Al mismo tiempo, la ampliación de los mercados monetarios permitió mejorar los antiguos instrumentos de intervención, basados únicamente en la concesión de créditos al sistema bancario (mediante subastas) y en su cancelación, haciendo posibles las operaciones de mercado abierto. En este sentido, se generalizaron las emisiones de pasivos monetarios propios del Banco de España y las compraventas de pagarés del Tesoro al sistema bancario, tanto en firme como con acuerdo de retrocesión. Estos cambios en los métodos de intervención permitieron una mayor flexibilidad en los procesos de detración y oferta de liquidez de base del sistema bancario.

Aunque este proceso, que funcionó satisfactoriamente hasta 1985, no ha estado exento de problemas y de retrocesos, la aceleración de la innovación financiera, inducida en muchos casos por los propios mecanismos de control monetario, y especialmente por los cambios en el tratamiento fiscal de los activos financieros, ha erosionado el contenido informativo de los objetivos intermedios. Y, por otra parte, la utilización de los pagarés del Tesoro como instrumento para la canalización de las rentas y patrimonios no declarados a la Hacienda, así como la renuencia del Tesoro a financiarse a los precios del mercado en las coyunturas de tensión monetaria, han limitado considerablemente la capacidad de maniobra y la eficacia de las operaciones de drenaje de liquidez instrumentadas por el Banco de España.

Como ya se ha señalado, cuando comenzó en España la política monetaria moderna, en los primeros años setenta, los mercados financieros españoles se caracterizaban por la total regulación de los tipos de interés, por la absoluta preponderancia del sistema bancario dentro de los flujos financieros y por la importancia del crédito como instrumento de financiación al sector privado. Estas características llevaban consigo que los procesos de racionamiento tuvieran una virtualidad notable como vía a través de la cual se difundían los efectos de la actuación de las autoridades. La ampliación y perfeccionamiento de los mercados financieros— en especial, de los mercados monetarios— y la mayor libertad de tipos de interés

han transformado y hecho más complejos los mecanismos de transmisión.

En estos momentos, la actuación del Banco de España modificando las condiciones de liquidez del sistema bancario suscita la colocación o destrucción de un conjunto de instrumentos, altamente sustitutivos de los depósitos, emitidos por instituciones no bancarias. Estos procesos trasladan rápidamente el impacto de las variaciones de los tipos de interés interbancarios a la tesorería de las empresas y a los instrumentos más líquidos de las carteras de los particulares, y este impacto se incrementa en la medida en que operan los mecanismos que alteran el precio y la rentabilidad de los títulos a más largo plazo en los que se materializa la riqueza financiera del público (básicamente, obligaciones privadas y deuda pública).

A pesar de que siguen operando los mecanismos de racionamiento de crédito sobre un segmento de clientela cada vez más escaso, con la generalización de los créditos sindicados a tipos de interés variable —indiciados con los tipos del mercado interbancario— se ha incrementado la incidencia de las variaciones de los tipos de interés sobre los mercados de crédito al sector privado. Y este mecanismo se ha visto potenciado por la aparición de los mercados de pagarés de empresa. De esta manera, las vías de transmisión se han hecho más complejas, y, en la actualidad, junto con el racionamiento del crédito, entran en juego decisiones de cartera, de endeudamiento y de inversión de las empresas y las familias, permitiendo una difusión más rápida y amplia de las actuaciones de las autoridades.

Por último, quedan por señalar las perspectivas que el desarrollo de los mercados de valores abre a la política monetaria. La condición necesaria para que pueda instrumentarse una política monetaria basada en el control de la cantidad de dinero es la estabilidad de la demanda de algún agregado monetario, y ésto exige un entorno de continuidad en la regulación institucional y fiscal de los mercados financieros y en sus condiciones de funcionamiento.

En los últimos años, se han experimentado en España cambios muy intensos en la regulación institucional y fiscal, que han alterado gravemente la estabilidad de la demanda, y a los que ha respondido el Banco de España, adaptando la oferta de dinero. No obstante, como ya se ha comentado, para el próximo futuro las perspectivas no son tanto de alteraciones en la regulación, como de transformaciones en los hábitos de funcionamiento e importancia de los mercados de valores, especialmente en los segmentos de deuda pública y obligaciones privadas.

En el mercado de deuda pública es donde se están produciendo las transformaciones más significativas, de las que se esperan repercusiones beneficiosas para la política monetaria. En 1986, la deuda negociable del Estado a corto y largo plazo supuso un tercio del total de las operaciones financieras de nuestra economía, representando su saldo vivo la mitad del total de los valores de renta fija (a corto y largo plazo) y variable de nuestros mercados de valores. La dinamización de este mercado a través de nuevas técnicas de negociación y liquidación, posibilitadas por la reciente regulación del sistema de anotaciones en cuenta, permitirá, sin duda, mejorar en el futuro inmediato la transmisión de los efectos de la política monetaria, difundiendo más rápidamente y a segmentos más amplios del mercado las señales impartidas por la autoridad monetaria. La profundización de este mercado y el avance de estas técnicas de negociación y liquidación en el resto de los mercados con las necesarias adaptaciones para cada tipo de instrumento permitirán mejorar sustancialmente la gestión de la política monetaria, al suministrar instrumentos más flexibles para la intervención del Banco de España.

10-VI-1987.

# La deuda exterior de España: algunas consideraciones deducidas de la información disponible

*Este artículo, elaborado por Diego González Ximénez y Miguel Navascués Guillot, del Servicio de Estudios, analiza la evolución en el período 1975-1986 de los datos de la deuda exterior de España, incluyendo una estimación del servicio financiero de la misma para el período más reciente.*

*Al final del mismo, tras exponer las principales características de este agregado desde todas las aproximaciones que permite la información disponible, se ofrece un epígrafe de conclusiones.*

## 1. INTRODUCCION

En el cuadro 3.7. del Apéndice Estadístico al Informe Anual de 1986 del Banco de España, se presenta información sobre la posición externa de España, es decir, sobre los activos y pasivos exteriores; asimismo, se presentan los cuadros 3.17 a 3.20 de detalle de la "deuda exterior" (1), concepto englobado dentro del de pasivos exteriores que, aparte de incluir esta deuda, comprende otros pasivos tales como los depósitos en pesetas convertibles, las distintas modalidades de inversiones extranjeras, así como aquellos recursos exteriores captados por las entidades delegadas y que sirven para financiar sus propias colocaciones en el exterior.

En este artículo se trata únicamente de la *deuda exterior, considerando como tal aquella parte de los pasivos contratados que tienen un período determinado de devolución*. Por esta razón, no se incluyen: a) los depósitos en pesetas convertibles; b) las inversiones extranjeras, ya que, por una parte, las inversiones directas y en inmuebles son realizadas con el fin de adquirir activos por un período indeterminado, por lo que son normalmente movimientos irreversibles, y, por otra, las inversiones en cartera en títulos de renta fija y variable, que si bien son movimientos reversibles, no tienen fijado contractualmente el período de devolución, ya que en cualquier momento pueden ser vendidos los títulos correspondientes en el mercado español; c) por último, de los pasivos exteriores captados en el exterior por las entidades delegadas residentes, sólo están incluidos en el concepto de deuda exterior aquellos pasivos que las citadas entidades han intermediado al mercado nacional, pues los pasivos exteriores utilizados en la concesión de créditos al exterior tienen una contrapartida por la misma cuantía entre los activos exteriores.

---

(1) El *Boletín Estadístico* del Banco de España publica también información trimestral de la deuda exterior.



La estadística de la deuda exterior, recogida en los cuadros que se presentan en los epígrafes siguientes, se elabora a partir de los documentos contables-administrativos creados para el control y seguimiento de los créditos recibidos del exterior. En efecto, las normas del control de cambios (artículo 3 del RD 2402/1980) obligan a los residentes que desean obtener recursos financieros del exterior en forma de préstamos y créditos financieros a la obtención de una previa autorización. Para ello, deben dirigirse al Banco de España, quien actualmente tiene asignadas estas competencias.

El Banco de España requiere a los solicitantes de préstamos liberalizados (1) y de préstamos sometidos a previa autorización, una serie de datos, mediante los cuales es posible obtener, posteriormente, las distintas clasificaciones de deuda exterior aquí presentadas.

Los datos que básicamente solicita son:

- Nombre del prestatario y NIF. (Esta información permite obtener la clasificación por prestatario).
- Nombre y país del prestamista. (Actualmente se obtiene la clasificación por prestamista, pero no por país otorgante del crédito).
- Importe del préstamo y divisas en que está cifrado (clasificación por tipos de monedas).
- Tipo de interés, comisiones, gastos e impuestos.
- Forma y plazo de amortización. (Con esta información se obtienen los calendarios previstos de amortización).

Además, para los préstamos sometidos a previa autorización, requiere información referida al objeto del préstamo y datos de la sociedad, así como su relación con el prestamista. Toda esta información permite al Banco de España la resolución positiva o negativa. En tal resolución, se tiene en cuenta no sólo la información objetiva sobre la situación económico-financiera de las empresas prestatarias, sino también las circunstancias económicas generales respecto al control de la política monetaria, y al comportamiento de balanza de pagos y reservas de divi-

(1) Según la circular 6/1987, tales préstamos han de ser contratados a más de un año, en divisas admitidas a cotización oficial o en pesetas convertibles, y por un equivalente no superior a 1.500 millones de pesetas. Con 15 días de antelación respecto a la primera disposición del crédito, la empresa prestataria deberá presentar la documentación requerida por el Banco de España, para comprobación de que dicho crédito reúne los requisitos necesarios para ser calificado de "préstamo liberalizado".

sas, que pueden aconsejar, en determinados momentos, una actitud permisiva, y, en otros, negativa, frente al préstamo exterior.

La autorización administrativa requerida para estos préstamos se considera automáticamente otorgada, si en el plazo de 15 días el Banco de España no la deniega expresamente.

## 2. EVOLUCION DE LA DEUDA EXTERIOR

En el análisis de la evolución temporal de la deuda exterior de España, es difícil depurar las cifras de los efectos de valoración implícitos en ellas. En un intento de paliar estos efectos, se han elaborado los cuadros 1 y 2. El cuadro 1 ofrece la evolución de los saldos de fin de período de los últimos 14 años, valorados en dólares y en pesetas (con los cambios compradores fin de año), de tal forma que pueda descontarse, siquiera parcialmente, la influencia de las fluctuaciones cambiarias del período. Como puede verse, pese a los efectos de valoración, es claro que, tanto en pesetas como en dólares, la evolución de la deuda ofrece períodos bastante homogéneos.

En primer lugar, entre 1973 (primer año de crisis energética) y 1977 se producen aumentos anuales intensos de la deuda exterior, que dan como resultado un aumento acumulado de un 333% en dólares y 413% en pesetas. La política de ajuste iniciada al final de 1977 produce una desaceleración de la deuda en dólares, aunque en pesetas, debido a la fortísima apreciación del dólar y a la depreciación de nuestra moneda, se registran, sobre todo de 1980 a 1983,

### 1. Deuda exterior de España pendiente de amortizar

Valorada al cambio comprador fin de período. Saldo al 31-XII

	En dólares (millones)	Variación %	En pesetas (m.m.)	Variación %
1973	3.490	...	238,4	...
1974	5.028	43,3	355,0	48,9
1975	8.454	70,0	504,6	42,1
1976	11.241	32,5	766,5	51,9
1977	16.126	84,5	1.221,9	59,4
1978	17.425	15,2	1.219,4	-0,2
1979	19.497	12,0	1.287,8	5,6
1980	23.719	21,6	1.877,0	45,7
1981	27.205	14,8	2.647,3	41,0
1982	28.772	5,8	3.603,6	36,3
1983	29.462	2,4	4.611,4	27,8
1984	29.577	0,5	5.123,3	11,1
1985	28.559	-3,4	4.397,2	-14,2
1986	24.499	-14,2	3.239,5	-26,3

Fuente: Banco de España, *Boletín Estadístico*. Cuadro XX-25. Col. 2.

## 2. Deuda exterior de España. Saldos y variaciones: detalle sector público y privado

Millones de dólares

	1981	1982	1983	1984	1985	1986
<b>Deuda total</b>						
Deuda exterior pendiente de amortización a fin de período (a)	27.205	28.772	29.462	29.577	28.561	24.499
Variación anual (b)	3.486	1.567	690	115	-1.016	-4.062
Utilización (c)	7.377	5.613	5.272	7.206	3.542	3.876
Amortización (c)	-3.171	-3.387	-3.523	-5.432	-7.586	-11.227
Ajuste por diferencias de valoración (e)	-720	-659	-1.059	-1.659	3.028	3.289
<b>Deuda sector público</b>						
Deuda exterior pendiente de amortización fin de período (a)	12.503	14.002	15.273	15.509	16.266	12.932
Variación anual (b)	1.658	1.499	1.271	236	757	-3.334
Utilización (c)	3.386	3.157	2.855	3.813	2.250	2.646
Amortización (c)	-1.400	-1.415	-1.227	-2.815	-4.470	-7.592
Ajuste inclusión «Autopistas» (d)	-	-	-	-	1.287	-
Ajuste por diferencias de valoración (e)	-328	-243	-357	-762	1.690	1.612
<b>Deuda sector privado</b>						
Deuda exterior pendiente de amortización fin de período (a)	14.702	14.770	14.189	14.068	12.295	11.567
Variación anual (b)	1.828	68	-581	-121	-1.773	-728
Utilización (c)	3.991	2.456	2.417	3.393	1.292	1.230
Amortización (c)	-1.771	-1.972	-2.296	-2.617	-3.116	-3.635
Ajuste exclusión «Autopistas» (d)	-	-	-	-	-1.287	-
Ajuste por diferencias de valoración (e)	-392	-416	-702	-897	1.338	1.677

(a) Fuente: Banco de España. Boletín Estadístico. Cuadro XX-25.

(b) Obtenido por diferencia entre saldo de fin de período.

(c) Acumulación mensual de los ingresos por disposiciones y pagos por amortizaciones de los pasivos incluidos en el concepto de deuda exterior.

(d) Trasvase del endeudamiento del grupo de «Autopistas», con participación pública, del sector privado al sector público.

(e) Diferencia entre las variaciones del stock de deuda a fin de período y los movimientos de utilización y amortización de la misma. El signo (-) indica disminución de la deuda cifrada en dólares debida a una apreciación del dólar frente a las demás monedas. El signo (+) indica aumento debido a la depreciación del dólar.

fuertes incrementos (1). En el período de 1984 a 1986, resalta la considerable reducción de la deuda exterior, especialmente la caída en un 37 % de la valorada en pesetas (pues éste es un período de depreciación del dólar).

Las cifras del cuadro 1 reflejan la evolución de los saldos finales de la deuda pendiente de amortizar valorada a tipos de cambio de final de período. En el cuadro 2 puede compararse la variación de estos saldos con los volúmenes anuales de utilización y amortización de los créditos, calculados éstos por acumulación de los movimientos mensuales, que se han valorado en dólares al tipo de cambio medio mensual. En este cuadro, calculado únicamente para el período 1981-1986, resaltan los importantes efectos de valoración contenidos en las cifras, medidos por la diferencia entre los flujos anuales y las evoluciones de los saldos; aunque con distinto signo, dependiendo de las fluctuaciones cambiarias, dicha discrepancia adquiere un volumen creciente. Así, en

1985 y 1986, el flujo neto de operaciones (utilizaciones menos amortizaciones) marcaría una variación negativa de la deuda más acusada que la reflejada por la mera comparación de los saldos, debido a la intensa depreciación del dólar frente a las demás monedas en que está cifrada la deuda. En la distribución sectorial de estas amortizaciones, es evidente la importancia del sector público, que en 1986 realizó unas amortizaciones que duplicaron las del sector privado.

### 2.1. Evolución de la deuda por monedas y plazos de amortización

En estos años más recientes es cuando se producen ciertos cambios significativos en la composición de la deuda por divisas, que reflejan la variación en el pasado reciente de las preferencias de los agentes en función de las expectativas cambiarias y de tipos de interés. Tal como se recoge en los cuadros 3 y 4, el peso específico de las monedas principales ha ido variando de manera muy similar a lo sucedido en los mercados financieros internacionales: aproximadamente desde 1983, se produce una fuerte caída de la

(1) Entre diciembre de 1979 y diciembre de 1984, el dólar se apreció en un 162% frente a la peseta. Entre diciembre de 1984 y diciembre de 1986, se depreció en un 24%.

### 3. Deuda exterior de España: detalle por monedas

Millones de dólares al cambio comprador fin de período. Saldos al 31-XII

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Pesetas convertibles	139,8	139,3	130,6	178,5	195,1	165,4	227,6	304,9	325,5	511,2	687,9	761,0
Franco franceses	190,2	186,8	207,7	224,7	261,2	296,5	335,1	332,6	359,3	274,2	320,1	292,9
Libras esterlinas	89,7	97,9	95,9	152,8	139,6	126,1	203,7	460,9	822,7	961,3	1.024,7	775,2
Dólares USA	4.540,4	5.131,8	8.743,2	9.527,8	11.390,8	14.923,7	17.349,7	17.948,7	18.703,2	17.391,0	13.375,7	8.589,8
Dólares Canadá	2,0	4,0	12,3	9,7	8,3	15,0	468,3	446,5	464,2	464,3	225,2	17,1
Marcos alemanes	1.795,8	1.871,0	3.130,8	3.541,3	3.362,6	3.300,8	3.223,2	3.198,1	2.861,2	2.665,6	3.395,3	3.880,0
Franco suizos	914,1	959,0	1.790,4	2.374,0	2.883,0	3.411,5	3.889,3	4.376,2	3.805,4	3.552,0	3.757,1	4.055,6
Franco belgas	19,4	26,0	32,7	30,8	31,9	28,7	23,4	21,2	22,8	137,5	180,2	184,4
Florines holandeses	29,1	37,5	34,5	110,6	123,6	178,4	192,7	159,9	129,8	96,1	150,6	175,5
Escudos portugueses	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	-	-	-	-	-	-
Coronas suecas	11,0	13,5	5,3	5,2	6,2	4,1	4,5	9,7	16,4	12,8	12,6	18,8
Coronas noruegas	2,0	1,8	2,6	2,1	2,3	1,3	3,7	5,5	4,3	3,1	5,2	6,1
Coronas danesas	4,0	4,9	5,5	4,3	2,4	2,0	1,7	2,5	2,7	1,9	2,7	1,6
Liras italianas	41,3	37,7	25,8	24,5	23,1	18,6	19,0	38,9	42,7	66,6	61,2	73,8
Chelines austríacos	1,5	2,4	3,5	6,3	4,8	4,7	2,6	5,3	3,9	2,8	3,6	5,7
Marcos filandeses	-	-	-	-	-	0,3	1,1	1,8	0,8	0,7	1,5	2,3
Yens japoneses	1,2	3,2	72,4	286,5	654,1	897,4	960,5	1.122,4	1.491,5	2.748,2	3.859,7	4.154,3
DEG	581,4	580,8	696,1	803,2	271,1	262,5	222,9	171,0	157,2	147,5	164,6	-
Ryales de Arabia Saudí	28,3	28,3	28,6	31,6	31,4	0,5	0,3	0,2	-	-	-	-
Dirhams Unión Emiratos												
Arabes	25,1	25,2	51,6	52,2	46,9	40,9	32,7	24,5	16,4	13,6	11,0	8,2
Dinares kuwaitíes	37,4	37,5	56,8	59,0	59,0	40,5	43,4	40,8	25,2	47,3	30,0	26,2
ECU	-	-	-	-	-	-	-	99,1	205,2	477,9	1.288,7	1.467,3
Libra irlandesa	-	-	-	-	-	-	-	0,6	2,1	1,8	2,1	2,8
<b>Total deuda exterior (a)</b>	<b>8.454,0</b>	<b>9.188,8</b>	<b>15.126,4</b>	<b>17.425,2</b>	<b>19.497,5</b>	<b>23.719,0</b>	<b>27.205,4</b>	<b>28.771,3</b>	<b>29.462,3</b>	<b>29.577,0</b>	<b>28.559,7</b>	<b>24.498,6</b>
PRO MEMORIA:												
<b>Total pasivos exteriores (b)</b>	<b>19.814,4</b>	<b>23.334,0</b>	<b>28.570,7</b>	<b>36.909,1</b>	<b>46.391,3</b>	<b>52.718,8</b>	<b>58.831,6</b>	<b>53.983,0</b>	<b>52.419,5</b>	<b>55.898,3</b>	<b>59.221,1</b>	<b>68.443,6</b>

(a) Fuente: Departamento Extranjero del Banco de España.

(b) Fuente: Informe Anual 1986. Apéndice Estadístico. Cuadro 3.5. Total de pasivos de los sectores residentes frente al exterior convertidos a dólares con el cambio comprador fin de período.

### 4. Ponderaciones de las principales monedas en la deuda exterior de España

Porcentajes

	Franco francés	Libra esterlina	\$ USA	Marco alemán	Franco suizo	Yen japonés	ECU	Otras	Total
1979	1,3	0,7	58,4	17,2	14,8	3,4	-	4,2	100
1980	1,3	0,5	62,9	13,9	14,4	3,8	-	3,2	100
1981	1,2	0,7	63,8	11,8	14,3	3,5	-	4,7	100
1982	1,2	1,6	62,4	11,1	15,2	3,9	0,3	4,3	100
1983	1,2	2,8	63,5	9,7	12,9	5,1	0,7	4,1	100
1984	0,9	3,3	58,8	9,0	12,0	9,3	1,6	5,1	100
1985	1,1	3,6	46,8	11,9	13,2	13,5	4,5	5,4	100
1986	1,2	3,2	35,1	15,8	16,6	17,0	6,0	5,1	100

Nota: Cálculos realizados con las cifras del cuadro 3, que recoge la deuda valorada a los cambios de fin de período.

importancia relativa del dólar USA, que, de representar más del 63% del total de la deuda, pasa al 35% en 1986. Esta caída paulatina del dólar se corresponde con un paralelo aumento del peso en la deuda en ECU (del 0,7% al 6%), del marco alemán (del 9,7% al 15,8%), y, sobre todo, del yen japonés, que triplica su participación hasta alcanzar un 17%. Sin embargo,

hay que tener en cuenta que estas cifras incorporan, además, un efecto de valoración resultante de la fluctuación del dólar.

Paralelamente a la reducción de la deuda exterior, desde 1983 puede observarse también una mejora en las condiciones generales de los préstamos obtenidos. No se dispone de cifras exactas de los márgenes que los prestamistas cargan sobre el tipo de interés LIBOR, pero puede estimarse que dicho margen ha pasado de alrededor de un punto porcentual en 1980 a un 0,3 en 1986. Esto, junto con la caída general de los tipos de interés, ha propiciado que el tipo de interés medio pagado anualmente haya pasado de un 15,2% en 1981 a un 8,6% en 1986 (véase cuadro 12, rúbrica 6).

En cuanto a los vencimientos, también se observa una progresiva mejora, pues los plazos medios para la deuda total pasan de 3,7 años en 1983 a 5,2 en 1986 (1). En el cuadro 5, puede comprobarse cómo

(1) En el apéndice se recoge el procedimiento de cálculo de este cuadro.

**5. Deuda exterior: vencimiento medio ponderado (años), por prestatarios**

Situación al 31/XII

	1982	1983	1984	1985	1986
<b>Deuda sector público</b>	<b>4,3</b>	<b>4,3</b>	<b>4,6</b>	<b>6,2</b>	<b>5,8</b>
Estado	4,4	4,4	5,6	8,0	6,4
CC.LL. y CC.AA.	5,2	4,7	4,6	6,1	5,9
ICO	4,4	4,2	3,6	5,0	5,4
RENFE	5,1	4,9	4,7	4,7	7,1
INI, INH y empresas	4,0	3,4	4,7	3,6	3,7
Telefónica	5,1	4,9	4,9	5,0	6,6
Otros organismos públicos	5,0	4,2	3,6	4,8	5,5
<b>Deuda sector privado</b>	<b>3,5</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,8</b>	<b>4,2</b>
Con garantía del Estado	4,1	3,7	3,4	5,9	6,2
Autopistas	4,1	3,7	3,6	6,1	6,3
Otras empresas	3,3	2,9	2,0	1,7	1,2
Sin garantía del Estado	3,4	2,1	3,3	3,6	4,1
Autopistas	2,8	2,3	2,1	4,5	5,4
Eléctricas	4,3	3,7	3,7	3,8	4,2
Otras empresas	2,3	2,2	2,5	2,5	2,3
<b>Total deuda exterior</b>	<b>3,9</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	<b>4,9</b>	<b>5,2</b>

Nota: Cálculos realizados con las cifras del cuadro 6, que recoge la deuda valorada a los cambios de fin de período.

difiere la distribución de los vencimientos en los sectores público y privado; en el primero, se registran vencimientos medios más largos, pero en 1986 se reducen un poco las diferencias. En el cuadro 6, se ofrecen con todo detalle las cantidades que, a final de cada año, estaba previsto amortizar en los años siguientes. Por último, en el cuadro 7, se facilitan los plazos de amortización de los créditos citados en las principales monedas, lo que permite seguir la evolución temporal del endeudamiento, moneda a moneda.

**2.2. Evolución de la deuda exterior: distribución por prestamistas y prestatarios**

Los cuadros 8 a 11 muestran la evolución de los saldos de prestamistas y prestatarios, y su composición porcentual. No es posible contar, por el momento, con un cuadro cruzado que permita conocer la cantidad que cada prestamista extranjero ha facilitado al prestatario español.

**2.2.1. Composición por prestamistas**

En cuanto a la evolución por prestamistas (cuadros 8

**6. Deuda exterior: detalle por años en que se producirán los vencimientos (a)**

Millones de dólares al cambio comprador fin de período. Saldo al 31/XII

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
<b>Deuda pendiente de amortizar</b>	<b>23.719</b>	<b>27.205</b>	<b>28.772</b>	<b>29.462</b>	<b>29.577</b>	<b>28.559</b>	<b>24.499</b>
Años siguientes al de referencia							
1	2.820	3.102	3.238	3.983	3.731	3.040	2.703
2	2.928	2.958	4.053	3.559	4.358	3.116	2.231
3	2.857	4.024	3.563	4.571	4.405	3.251	2.448
4	3.363	3.439	4.245	4.717	4.329	3.260	2.320
5	2.971	3.798	4.175	4.425	3.537	3.041	2.369
Más de 5	8.119	9.432	8.673	7.554	8.417	11.473	11.858
6	...	...	3.377	3.043	2.510	2.524	2.838
7	...	...	2.377	2.034	1.686	2.429	2.280
8	...	...	1.480	1.080	1.491	1.813	1.877
9	...	...	597	718	896	1.695	1.641
10	...	...	619	483	1.025	1.243	1.297
11	...	...	88	68	95	160	350
12	...	...	50	53	93	336	682
13	...	...	34	31	291	44	426
14	...	...	23	21	13	536	167
15 o más	...	...	28	13	317	693	290
No determinado	661	452	825	653	800	1.378	570
Vencimiento medio ponderado (años) (b)	...	...	3,9	3,7	4,0	4,9	5,2

- (a) Este cuadro complementa la información que se ofrece en las columnas 9 a 15 del cuadro XX-28 del *Boletín Estadístico* mensual del Banco de España y presenta una previsión de los vencimientos futuros de la deuda, que se modifica por la incorporación de nuevas operaciones, la realización de amortizaciones anticipadas e, incluso, por la evolución de los tipos de cambios.
- (b) En el Apéndice Estadístico al Informe de 1985 (ver cuadro 3.16) este vencimiento medio se calculó considerando que, en media, los vencimientos se producen a final de cada año y ahora se ha considerado que se producen a la mitad de cada año, que es una alternativa más razonable.

## 7. Deuda exterior: Calendario de amortizaciones por monedas

Millones de dólares al cambio comprador fin de periodo

	A un año	A dos años	A tres años	A cuatro años	A cinco años	Mayor plazo	Indeter- minado	Total
<b>Saldo total a 31.12.83</b>	<b>3.884,0</b>	<b>3.559,0</b>	<b>4.570,5</b>	<b>4.717,5</b>	<b>4.424,8</b>	<b>7.554,1</b>	<b>752,6</b>	<b>29.462,5</b>
Dólar USA	2.324,4	2.307,8	3.078	3.191,8	2.947,3	4.218,1	636,0	18.703,4
Marcos alemanes	587,3	443,1	379,4	396,0	379,8	675,7	-	2.861,3
Franco suizos	500,1	464,3	601,0	628,4	584,2	1.006,2	21,3	3.805,5
Yens japoneses	113,1	67,2	88,4	145,4	144,1	933,3	-	1.491,5
Franco franceses	197,6	86,8	28,6	25,5	7,7	13,1	-	359,3
Libras esterlinas	22,4	21,9	190,8	108,4	139,9	318,2	21,1	822,7
Resto monedas	139,1	167,9	204,3	222,0	221,8	389,5	74,2	1.418,8
<b>Saldo total a 31.12.84</b>	<b>3.689,7</b>	<b>4.356,3</b>	<b>4.404,6</b>	<b>4.328,9</b>	<b>3.536,7</b>	<b>8.418,3</b>	<b>842,5</b>	<b>29.577</b>
Dólar USA	2.495,4	2.865,3	2.813,9	2.718,3	1.961,9	3.869,2	666,9	17.390,9
Marcos Alemanes	347,6	335,8	385,0	381,6	277,2	938,4	-	2.665,6
Franco suizos	428,1	511,8	580,8	551,2	542,1	880,8	57,1	3.551,9
Yens japoneses	68,1	186,9	214,3	218,9	300,1	1.759,8	-	2.748,1
Franco franceses	123,9	58,7	37,2	18,7	10,5	17,9	7,1	274,0
Libras esterlinas	22,3	157,8	96,7	184,0	139,7	338,8	22,0	961,3
Resto monedas	204,3	240,0	276,7	256,2	305,2	613,4	89,4	1.985,2
<b>Saldo total a 31.12.85</b>	<b>2.995,4</b>	<b>3.116,1</b>	<b>3.251,1</b>	<b>3.260,1</b>	<b>3.040,7</b>	<b>11.472,3</b>	<b>1.425,0</b>	<b>28.560,7</b>
Dólar USA	1.728,2	1.744,1	1.709,8	1.424,6	1.166,6	-4.556,8	1.045,4	13.375,5
Marcos alemanes	241,8	248,3	345,0	316,7	367,8	1.820,3	55,4	3.395,3
Franco suizos	436,8	376,3	422,0	564,9	481,1	1.391,4	84,6	3.757,1
Yens japoneses	150,4	258,7	264,1	395,1	518,6	2.273,1	-	3.859,7
Franco franceses	140,4	92,8	24,1	12,4	7,2	18,4	24,9	320,2
Libras esterlinas	32,4	83,9	182,8	139,0	185,4	372,4	28,8	1.024,7
Resto monedas	265,4	312,3	303,3	407,4	314,0	1.039,9	185,9	2.828,2
<b>Saldo total a 31.12.86</b>	<b>2.595,8</b>	<b>2.230,7</b>	<b>2.448,4</b>	<b>2.319,6</b>	<b>2.369,4</b>	<b>11.857,2</b>	<b>677,5</b>	<b>24.498,6</b>
Dólar USA	1.317,5	799,8	802,2	583,6	670,1	4.154,2	262,2	8.589,8
Marcos alemanes	278,9	331,0	239,8	313,3	412,0	2.265,0	39,9	3.879,9
Franco suizos	404,5	388,6	545,9	439,4	368,4	1.836,7	71,9	4.055,4
Yens japoneses	208,8	252,1	401,0	532,4	488,7	2.263,5	7,9	4.154,4
Franco franceses	76,7	63,0	19,4	15,9	18,7	99,2	-	292,9
Libras esterlinas	41,7	135,0	66,0	108,8	55,8	344,2	23,6	775,1
Resto monedas	267,7	261,2	374,1	326,2	355,7	894,4	271,8	2.751,1

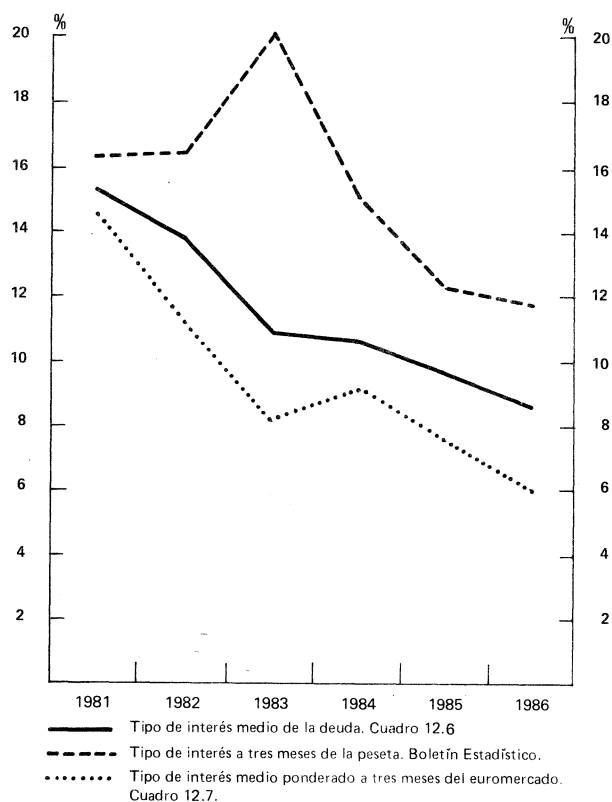
y 9), cabe señalar que, si bien el porcentaje de participación del sector público exterior sobre el total de los créditos recibidos se sitúa, en 1986, diez puntos por debajo de 1975 (de un 25,8% a un 15,2%), la citada participación llegó a descender a valores por debajo del 8% en 1982, por la amortización de los créditos del FMI recibidos en 1975 para financiar los déficit aparecidos a consecuencia del aumento del precio del petróleo. El aumento de la participación del sector público exterior de los últimos años se debe, sobre todo, al epígrafe "Otros", que contiene los créditos facilitados por el "Federal Financing Bank" al gobierno español para financiar la compra de material de defensa. Los créditos recibidos, tanto de estados extranjeros (que incluyen, además, los concedidos por organismos y entidades de carácter público) como del Banco Mundial y del Export-Import Bank, han perdido su importancia dentro del total de créditos recibidos del sector público exterior. Estos hechos, así como la baja participación del sector público exterior en el total de préstamos recibidos, re-

flejan un progresivo cambio cualitativo de nuestro endeudamiento hacia el que corresponde a un país industrializado, con cada vez menos necesidad de recurso a las instituciones supranacionales.

En cuanto a la participación de los créditos procedentes del sector privado exterior, su importancia ha aumentado desde 1975 a 1986 en 17 puntos. Por otra parte, destaca la caída de casi 7 puntos experimentada por la financiación obtenida en moneda extranjera a través de las entidades delegadas residentes. Este hecho muestra, en cierta medida, además del proceso general de desintermediación financiera de los últimos años —que ha llevado a los prestatarios españoles a elegir nuevos instrumentos financieros al margen de los créditos tradicionales ofrecidos por los bancos residentes—, la sustitución de crédito externo por crédito interno, a medida que disminuía el diferencial de interés (véase gráfico).

Dentro de la financiación obtenida a través de los

### Evolución de los tipos de interés españoles y extranjeros



bancos residentes, cabe destacar la cada vez mayor importancia de las entidades delegadas residentes extranjeras, que han pasado progresivamente de tener, en 1975, un 18% de la financiación otorgada por

el total de entidades, a tener un 56% de dicho total en 1986. A este aumento tampoco ha sido ajeno el proceso de innovación financiera llevado a cabo por esas entidades.

#### 2.2.2. Composición por prestatarios

En lo que se refiere a la evolución por prestatarios (cuadros 10 y 11), si bien en el año 1986 la proporción entre prestatario público y privado casi se mantiene en los mismos porcentajes de 1975, entre ambas fechas el endeudamiento del sector público llegó a disminuir paulatinamente, de forma que descendió a su mínima participación en 1980 y 1981 (un 46%), para posteriormente, recuperarse hasta alcanzar, en 1985, un 57% del total. Ello fue consecuencia de la inclusión, en el sector público, de las empresas concesionarias de autopistas con participación pública mayoritaria.

Dentro del sector público, las Administraciones Públicas (Estado, corporaciones locales y comunidades autónomas) tienen, en 1986, un porcentaje de participación doble del que tenían en 1975 (28,7%), consecuencia, en los primeros años, de las salidas a los mercados financieros exteriores para obtener recursos y hacer frente a la primera crisis energética. INI, INH y sus empresas reducen su porcentaje en más de la mitad (38% en 1975, frente a un 17% en 1986), como resultado de una política acelerada de amortizaciones de deuda y de la asunción por parte del Estado de deudas de empresas de este grupo (SEAT, entre otras). La empresa española individualmente más endeudada con el exterior, RENFE (2.747 millones en 1986), eleva su porcentaje del 17% al 21%; Telefónica pasa de un 9% al 6% en 1986. El grupo de

### 8. Deuda exterior de España: composición por prestamistas

Millones de dólares a cambios fin de período. Saldo al 31-XII

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
<b>Deuda total pendiente de amortizar</b>	<b>8.454</b>	<b>11.241</b>	<b>15.126</b>	<b>17.425</b>	<b>19.497</b>	<b>23.719</b>	<b>27.205</b>	<b>28.772</b>	<b>29.462</b>	<b>29.577</b>	<b>28.561</b>	<b>24.499</b>
Sector público exterior	2.177	2.438	2.403	2.992	2.468	2.581	2.474	2.259	2.397	2.481	3.086	3.725
Estados nacionales	103	91	89	90	84	214	182	157	135	118	105	91
FMI	581	666	696	803	271	262	165	5	-	-	-	-
Banco Mundial	245	253	246	240	231	212	193	164	140	118	99	80
Export-Import Bank	515	674	749	804	883	881	847	838	814	738	635	476
Otros	733	754	623	1.055	999	1.012	1.087	1.095	1.308	1.507	2.247	3.078
Sector privado exterior	4.703	6.744	10.115	11.820	14.143	16.929	19.650	20.891	21.346	21.975	21.365	17.841
Entidades financieras	4.042	5.979	9.210	10.831	13.098	15.878	18.572	19.766	20.141	20.009	18.775	16.207
Estados no financieros	661	765	905	989	1.045	1.051	1.078	1.125	1.205	1.966	2.590	1.634
Entidades bancarias residentes	1.574	2.059	2.608	2.613	2.886	4.209	5.081	5.622	5.719	5.123	4.109	2.931
Nacionales	1.295	1.726	2.184	2.180	2.225	2.437	2.917	3.147	3.284	2.797	1.951	1.301
Extranjeras	279	333	424	433	661	1.772	2.164	2.475	2.435	2.326	2.158	1.630

Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro XX-27.

## 9. Distribución porcentual de la deuda exterior pendiente de amortizar por prestamistas

	Porcentajes											
	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Sector público exterior	25,8	15,2	15,9	17,2	12,6	10,9	9,1	7,8	8,1	8,4	10,8	15,2
<i>Estados nacionales</i>	4,7	3,7	3,7	3,0	3,4	8,3	7,4	6,9	5,6	4,8	3,4	2,4
<i>FMI</i>	26,7	27,3	29,0	26,8	11,0	10,2	6,7	0,2	—	—	—	—
<i>Banco Mundial</i>	11,2	10,5	10,2	8,0	9,4	8,2	7,8	7,3	5,8	4,8	3,2	2,2
<i>Export-Import Bank</i>	23,7	27,6	31,2	26,9	35,8	34,1	34,2	37,1	34,0	29,7	20,6	12,8
<i>Otros</i>	33,7	30,9	25,9	35,3	40,4	39,2	43,9	48,5	54,6	60,7	72,8	82,6
Sector privado exterior	55,6	72,8	66,9	67,8	72,5	71,4	72,2	72,6	72,5	74,3	74,8	72,8
<i>Entidades financieras</i>	86,0	88,7	91,1	91,6	92,6	93,8	94,5	94,6	94,4	91,1	87,9	90,8
<i>Estados no financieros</i>	14,0	11,3	8,9	8,4	7,4	6,2	5,5	5,4	5,6	8,9	12,1	9,2
Entidades bancarias residentes	18,6	12,0	17,2	15,0	14,9	17,7	18,7	19,6	19,4	17,3	14,4	12,0
<i>Españolas</i>	82,3	83,8	83,7	83,4	77,1	57,9	57,4	56,0	57,4	54,6	47,5	44,4
<i>Extranjeras</i>	17,7	16,2	16,3	16,6	22,9	42,1	42,6	44,0	42,6	45,4	52,5	55,6
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Nota: Los datos en cursiva están calculados como porcentaje sobre la deuda del sector correspondiente.

## 10. Deuda exterior de España: composición por prestatarios

	Millones de dólares a los cambios de fin de periodo. Saldo a 31-XII											
	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
<b>Sector público</b>	<b>4.302</b>	<b>5.657</b>	<b>8.022</b>	<b>8.556</b>	<b>9.239</b>	<b>10.846</b>	<b>12.505</b>	<b>14.001</b>	<b>15.273</b>	<b>15.509</b>	<b>16.266</b>	<b>12.933</b>
Estado	599	1.086	2.417	1.982	1.919	1.654	2.146	2.942	3.793	4.383	4.937	3.717
CC.AA. y CC.LL.	—	—	—	—	—	—	90	206	312	373	275	252
RENFE	723	887	1.110	1.228	1.276	1.479	1.597	1.826	1.974	1.962	2.265	2.747
Telefónica	384	446	464	594	693	887	1.090	1.160	1.230	1.336	1.331	729
INI e INH (holdings)	501	525	532	505	407	405	387	366	468	574	96	14
Empresas del INI e INH	1.116	1.551	2.264	2.646	3.397	4.518	5.312	5.162	5.125	4.737	3.902	2.136
Autopistas	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	1.287	1.472
Otros organismos públicos	185	195	45	96	95	73	88	206	288	283	447	580
Banco de España: Crédito FMI	581	666	696	803	271	262	165	5	—	—	—	—
ICO	213	301	494	702	1.181	1.568	1.630	2.128	2.083	1.861	1.726	1.286
<b>Sector privado</b>	<b>4.152</b>	<b>5.584</b>	<b>7.104</b>	<b>8.869</b>	<b>10.258</b>	<b>12.874</b>	<b>14.702</b>	<b>14.770</b>	<b>14.189</b>	<b>14.068</b>	<b>12.295</b>	<b>11.567</b>
Con garantía del Estado del cual:	775	1.041	1.384	1.768	1.931	1.870	1.822	1.895	1.922	1.709	981	1.000
<i>Autopistas</i>	658	944	1.297	1.687	1.859	1.814	1.786	1.852	1.889	1.637	923	967
Sin garantía del Estado del cual:	3.377	4.543	5.720	7.101	8.327	11.004	12.880	12.875	12.267	12.359	11.314	10.567
<i>Autopistas</i>	425	551	634	814	1.140	1.418	1.727	1.922	1.642	1.347	953	1.311
<i>Eléctricas</i>	562	972	1.495	2.253	3.141	4.893	6.204	6.555	7.141	8.377	8.034	7.025
<b>Total deuda exterior</b>	<b>8.454</b>	<b>11.241</b>	<b>15.126</b>	<b>17.425</b>	<b>19.497</b>	<b>23.720</b>	<b>27.207</b>	<b>28.771</b>	<b>29.462</b>	<b>29.577</b>	<b>28.561</b>	<b>24.500</b>

empresas concesionarias de Autopistas con participación pública, se incorporan al sector público en 1985, y alcanzan un porcentaje del 12%. El ICO pasa del 5% al 10%, y el Banco de España, que tenía a su cargo el crédito del FMI, desaparece como prestatario del exterior al haberse cancelado dicho crédito en 1981 (en 1975 mantenía un 13,5% del total del endeudamiento del sector público).

En cuanto al sector privado, destaca la caída de la deuda con garantía del Estado como resultado del

trasvase, a este último, de la deuda del grupo de autopistas con participación pública; la participación de la deuda con garantía dentro del grupo del sector privado se reduce, entre 1975 y 1986, a más de la mitad (del 19% al 9%). Respecto a las otras agrupaciones de prestamistas privados, destaca el aumento del endeudamiento de las empresas eléctricas, que pasa de un 14% en 1975 a un 61% en 1986, con una disminución correlativa del resto de empresas que componen el sector privado.

### 11. Distribución porcentual de la deuda exterior pendiente de amortizar por prestatarios

Porcentajes

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
<b>Sector público</b>	<b>50,9</b>	<b>50,3</b>	<b>53,0</b>	<b>49,1</b>	<b>47,4</b>	<b>45,7</b>	<b>46,0</b>	<b>48,7</b>	<b>51,8</b>	<b>52,4</b>	<b>57,0</b>	<b>52,8</b>
Estado	13,9	19,2	30,1	23,2	20,8	15,2	17,2	21,0	24,8	28,3	30,4	28,7
CC.AA. y CC.LL.	—	—	—	—	—	—	0,7	1,5	2,0	2,4	1,7	1,9
RENFE	16,8	15,7	13,8	14,4	13,8	13,6	12,8	13,0	12,9	12,7	13,9	21,2
Telefónica	8,9	7,9	5,8	6,9	7,5	8,2	8,7	8,3	8,1	8,6	8,2	5,6
INI e INH (holdings)	11,6	9,3	6,6	5,9	4,4	3,7	3,1	2,6	3,1	3,7	0,6	0,1
Empresas del INI e INH	26,0	27,4	28,2	30,9	36,8	41,7	42,5	36,9	33,6	30,5	24,0	16,5
Autopistas	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	7,9	11,4
Otros organismos públicos	4,3	3,4	0,6	1,1	1,0	0,7	0,1	1,5	1,9	1,8	2,7	4,5
Banco de España: Crédito FMI	13,5	11,8	8,7	9,4	2,9	2,4	0,1	—	—	—	—	—
ICO	5,0	5,3	6,2	8,2	12,8	14,5	13,0	15,2	13,6	12,0	10,6	9,9
<b>Sector privado</b>	<b>49,1</b>	<b>49,7</b>	<b>47,0</b>	<b>50,9</b>	<b>52,6</b>	<b>54,3</b>	<b>54,0</b>	<b>51,3</b>	<b>48,2</b>	<b>47,6</b>	<b>43,0</b>	<b>47,2</b>
Con garantía del Estado del cual:	18,7	18,6	19,5	19,9	18,8	14,5	12,4	12,8	13,5	12,1	8,0	8,6
<i>Autopistas</i>	<i>15,9</i>	<i>16,9</i>	<i>18,3</i>	<i>19,0</i>	<i>18,1</i>	<i>14,1</i>	<i>12,1</i>	<i>12,5</i>	<i>13,3</i>	<i>11,6</i>	<i>7,5</i>	<i>8,4</i>
Sin garantía del Estado del cual:	81,3	81,4	80,5	80,1	81,2	85,5	87,6	87,2	86,5	87,9	92,0	91,4
<i>Autopistas</i>	<i>10,2</i>	<i>9,9</i>	<i>8,9</i>	<i>9,2</i>	<i>11,1</i>	<i>11,0</i>	<i>11,7</i>	<i>13,0</i>	<i>11,6</i>	<i>9,6</i>	<i>7,8</i>	<i>11,3</i>
<i>Eléctricas</i>	<i>13,5</i>	<i>17,4</i>	<i>21,0</i>	<i>25,4</i>	<i>30,6</i>	<i>38,0</i>	<i>42,2</i>	<i>44,4</i>	<i>50,3</i>	<i>59,5</i>	<i>56,3</i>	<i>60,7</i>
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Nota: Los datos en cursiva están calculados como porcentaje sobre la deuda del sector correspondiente.

### 3. EL SERVICIO DE LA DEUDA

El servicio de la deuda exterior tiene dos componentes:

- Pagos de amortización del principal, que incluye tanto los pagos programados como los efectuados anticipadamente.
- Pagos por intereses.

Para obtener las cifras de pagos por amortización y de intereses que figuran en el cuadro 12, se han acumulado los movimientos mensuales correspondientes, a partir de la información del registro de caja, lógicamente tomando sólo los pagos de los pasivos incluidos en el concepto de deuda exterior y sectorizándolos de forma similar a los cuadros aquí presentados.

El tipo de interés medio pagado (cuadro 12, epígrafe 6) ha ido cayendo año tras año, pasando de los altos niveles en los que se situó en 1981 a casi la mitad en 1986. Este fenómeno de abaratamiento no es ajeno a la situación general del euromercado, ya que una proporción muy importante de los créditos está contratado a tipos de interés flotante o variable y ligada normalmente al LIBOR con el consiguiente "spread", que también ha ido cayendo paulatinamente, a medida que España se consolidaba como

prestatario de primera fila. En el epígrafe 7, se recoge el tipo de interés medio ponderado a 3 meses en el euromercado, y puede constatar la caída del mismo (véase gráfico) en una proporción semejante a la del tipo medio de la deuda exterior de España. No obstante, entre ambos subsisten diferencias importantes, ya que existen ciertos desfases entre uno y otro; es decir, el tipo de euromercado de un determinado período sirve para la renovación de los contratos que se pagarán en el período subsiguiente. Por ello, puede preverse que durante 1987 el coste de la deuda en concepto de interés se reducirá de forma apreciable, no sólo por la caída del tipo del euromercado, sino también por la disminución de la deuda pendiente de amortizar.

Por otra parte, hay que señalar el cambio experimentado desde 1981 a 1986 por los pagos de intereses en relación con los pagos de amortizaciones. En 1981, los intereses eran el 120% de las amortizaciones, mientras que en 1986 apenas han supuesto el 20% del total de las mismas.

Por lo que se refiere a los pagos por amortización, el porcentaje sobre la deuda pendiente de amortizar (cuadro 12, epígrafe 8) refleja la evolución de la balanza por cuenta corriente, que en 1984 se convierte en superavitaria, tras unos años de abultados déficit (cuadro 12, epígrafe 9). Es de resaltar la relación tan directa entre el volumen del superávit y el de pagos



## 12. Deuda exterior de España: Servicio financiero y otros datos

Millones de dólares

	1981	1982	1983	1984	1985	1986
1. Deuda exterior pendiente de amortizar a fin de período (a)						
1.1. Total	27.205	28.772	29.462	29.577	28.561	24.499
1.2. Sector público	12.503	14.002	15.273	15.509	16.266	12.932
1.3. Sector privado	14.702	14.770	14.189	14.068	12.295	11.567
2. Pagos por amortización (b)						
2.1. Total	3.171	3.387	3.523	5.432	7.586	11.227
2.2. Sector público	1.400	1.415	1.227	2.815	4.470	7.592
2.3. Sector privado	1.771	1.972	2.296	2.617	3.116	3.635
3. Pagos por intereses (c)						
3.1. Total	3.850	3.781	3.109	3.219	2.787	2.282
3.2. Sector público	1.680	1.697	1.559	1.564	1.476	1.153
3.3. Sector privado	2.170	2.084	1.550	1.655	1.311	1.129
4. Servicio de la deuda						
4.1. Total = 2.1. + 3.1.	7.021	7.168	6.632	8.651	10.373	13.509
4.2. Sector público 2.2. × 3.2.	3.080	3.112	2.786	4.379	5.946	8.745
4.3. Sector privado 2.3. × 3.3.	3.941	4.056	3.846	4.272	4.427	4.764
5. Deuda exterior pendiente de amortizar media del año (d)						
5.1. Total	25.399	27.523	28.829	30.463	28.905	26.567
5.2. Sector público	11.566	13.037	14.422	15.884	16.449	14.641
5.3. Sector privado	13.833	14.486	14.407	14.579	12.456	11.926
6. Tipo de interés medio (% anual)						
6.1. Total 3.1./5.1.	15,2	13,7	10,8	10,6	9,6	8,6
6.2. Sector público 3.2./5.2.	14,5	13,0	10,8	9,8	9,0	7,8
6.3. Sector privado 3.3./5.3.	15,7	14,4	10,8	11,3	10,5	9,5
7. Tipo de interés medio ponderado a tres meses en el euro-mercado (% anual) (e)	14,5	11,1	8,1	9,1	7,5	6,0
8. Pagos por amortización sobre deuda pendiente de amortizar media del año (en %)						
8.1. Total 2.1./5.1.	12,5	12,3	12,2	17,8	26,2	42,3
8.2. Sector público 2.2./5.2.	12,1	10,9	8,5	17,7	27,2	51,9
8.3. Sector privado 2.3./5.3.	12,8	13,6	15,6	17,9	25,0	30,5
9. Saldo por cuenta corriente del registro de caja (f)	-6.160,0	-5.564,0	-3.553,0	1.070,0	1.585,0	4.963,0

(a) Banco de España, Boletín Estadístico. Cuadro XX-25. Columnas 2, 3 y 8.

(b) Obtenido por acumulación de las amortizaciones mensuales de la deuda exterior. Véase en el cuadro 2 la conciliación entre la variación del stock anual de la deuda exterior y los flujos que la explican.

(c) Datos procedentes de los códigos del registro de caja de aquellos conceptos incluidos en la deuda exterior.

(d) Obtenida como media mensual de los saldos fin de mes.

(e) Tipo promedio, utilizando como ponderación la participación de las principales monedas (dólar USA, marco alemán, franco suizo, franco francés, libra esterlina y yen japonés) en la deuda exterior de España a diciembre de cada año.

Fuente: Banco de España, Boletín Estadístico. Cuadro XX-29, col. 1

(f) Banco de España, Boletín Estadístico. Cuadro XX-1, col. 17.

de amortización, que indica una clara política de anticipación de amortizaciones más pronunciada en el sector público que en el privado.

## 4. INDICADORES DE LA DEUDA EXTERIOR

El cuadro 13 contiene una relación de los indicadores más comúnmente utilizados para analizar la evo-

lución de la deuda exterior de un país. Es un conjunto de *ratios* de significación muy relativa, no sólo porque cada uno incorpora factores y efectos económicos diversos —y, en ocasiones, contradictorios—, sino porque, además, están elaborados con series que, las más de las veces, no tienen la necesaria homogeneidad, debido principalmente al amplio período contemplado, lo que es tanto más cierto cuanto más referencia se haga a cifras muy alejadas en el tiempo. Sin embargo, son indicadores útiles en

### 13. Indicadores de la deuda exterior

Porcentajes

	1973	1975	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Servicio deuda/Exportación de bienes y servicios	11,4	12,0	16,2	19,2	20,1	18,9	22,9	26,2	28,1
Servicio deuda/PIB	1,4	1,6	2,6	3,8	4,0	4,3	5,6	6,3	5,9
Servicio deuda corregido (a)/PIB	...	...	2,6	3,8	3,9	4,5	4,4	3,5	2,1
Amortizaciones/Utilización	65,9	25,0	37,1	43,2	60,7	66,0	75,0	217,1	287,2
Intereses/Exportaciones de bienes y servicios	2,7	3,8	8,0	10,5	10,6	8,9	8,4	7,1	4,8
Intereses/PIB	0,3	0,5	1,3	2,1	2,1	2,0	2,0	1,7	1,0
Tipo de interés medio	6,7	7,1	12,7	15,2	13,7	10,8	10,6	9,6	8,6
Deuda/PIB	5,0	8,1	11,2	14,7	16,2	19,0	18,9	17,5	10,7
Reservas/Deuda	194,8	69,8	51,9	55,9	38,5	36,3	51,4	46,5	65,3
Utilización/FBC (b)	6,6	16,4	16,8	18,8	14,7	17,0	24,1	11,0	8,3
Deuda neta (c)/Exportación de bienes y servicios	-7,2	40,7	53,4	53,2	69,4	72,6	54,5	54,9	32,9
Deuda neta/PIB	-1,0	5,4	8,7	10,5	14,0	16,4	13,2	13,3	6,9

(a) Corregido de amortizaciones anticipadas.

(b) Formación bruta de capital.

(c) Deuda neta = Deuda exterior - Reservas + 1/6 importaciones de bienes y servicios.

su conjunto, pues dan una panorámica general de la situación del endeudamiento exterior y, a partir de ciertos niveles en determinadas circunstancias, constituyen señales de alerta sobre posibles problemas futuros derivados del endeudamiento.

Hecha esta salvedad, en el caso de la deuda española resaltan, a primera vista, las grandes diferencias entre las cifras de principio de los años setenta y las de los años ochenta. En estos años, las cifras apuntan un aumento cuantioso de los volúmenes de deuda (y, consecuentemente, de pagos por servicio de deuda), en relación a las macromagnitudes fundamentales. Este hecho es normal en el contexto de los cambios económicos acaecidos en el período, y se registra en la mayoría de los países.

En segundo lugar, las cifras confirman la influencia de la crisis energética y financiera en la década de 1973 a 1983, pues en este período es cuando se produce un empeoramiento general de los *ratios*: así, por ejemplo, la deuda en relación al PIB alcanza en 1983 un 19% (el máximo del período) después de crecer progresivamente desde el 5% de 1973; lo mismo sucede con la deuda neta (deuda exterior-reservas + 1/6 de importaciones (1) de bienes y servicios), tanto en relación al PIB como a las exportaciones de bienes y servicios, así como con el tipo de interés medio pagado por la deuda, y con los indicadores de servicio de la deuda.

A partir de 1982 y 1983, se produce, por un lado, una clara mejora del peso relativo de la deuda exte-

rior (como indican los *ratios* deuda/PIB, deuda/exportaciones, intereses medios e intereses/exportaciones), y, por otro, una intensificación de los pagos por servicio de la deuda en proporción a ingresos por exportaciones, PIB y utilización. Ello es normal si se tienen en cuenta las cuantiosas amortizaciones anticipadas que se practicaron en los últimos años, especialmente en 1985 y 1986, en los que dichas amortizaciones superan con creces los ingresos por utilización. Como ya se ha comentado anteriormente, esta evolución favorable se intensifica en 1986, año en el que el *ratio* deuda neta/PIB cae del 13,3% al 6,9% y el de deuda neta/exportaciones de bienes y servicios, del 54,9% al 32,9%, produciéndose, además, un aumento de las reservas/deuda de casi 20 puntos porcentuales. Paralelamente, la caída de los tipos de interés en el euromercado ha contribuido a la mejora relativa de los pagos por intereses ya comentado en el punto anterior.

### 5. CONCLUSIONES

En síntesis, los principales puntos a destacar del análisis anterior son:

- Reducción en los últimos años del volumen de deuda, debido, principalmente, a los superávits de la balanza por cuenta corriente y a las políticas de amortizaciones anticipadas.
- Alargamiento de los vencimientos medios de amortización de la deuda.
- Aumento de la diversificación de las monedas en las que se contrata la deuda, habiendo caído

(1) Ello es así porque se considera que las reservas deben cubrir, al menos, dos meses de pagos por importaciones.

el dólar USA en la preferencia del prestatario español, en favor del ECU, marco alemán y yen japonés. No obstante, este resultado encubre parcialmente un problema de valoración debido a las fuertes fluctuaciones del dólar.

- Disminución del coste medio como consecuencia de la caída de los tipos de interés en el euromercado, la reducción de los márgenes aplicados y las renegociaciones de deuda.
- La principal fuente de financiación exterior proviene de prestamistas de carácter privado en condiciones de mercado.
- A lo largo del tiempo, no se ha alterado la proporción entre prestatarios públicos y privados, que mantienen a partes iguales el endeudamiento exterior. Dentro de estos dos sectores, sí se han producido cambios importantes en el peso relativo de los agentes que los componen, destacando el aumento del Estado en el sector público y el de las eléctricas en el sector privado.
- Finalmente, la caída reciente de la deuda exterior y la disminución de los tipos de interés en el euromercado, reflejadas en la mejoría de los principales *ratios*, hacen prever una buena situación de España como prestatario en los mercados internacionales de capital.

## APENDICE

### CALCULO DEL VENCIMIENTO MEDIO PONDERADO DE LA DEUDA EXTERIOR DE ESPAÑA

Para efectuar dicho cálculo, se parte del "calendario de amortizaciones de la deuda pendiente de amortizar", cuadro 6.

La fórmula de cálculo utilizada en el vencimiento medio ( $V_m$ ) es la siguiente:

$$V_m = \frac{\sum C_i t_i}{\sum C_i}$$

siendo:

$C_i$  = cantidad a amortizar en el año  $i$ .

$t_i$  = vencimiento (en años) a partir de la fecha en la que se sitúa el cálculo. Así, en los cálculos del  $V_m$  al 31.12.1986, la deuda a amortizar en 1987 tendrá un  $t_i = 0,5$  años (se supone que el vencimiento de dicho

año se producirá justo a la mitad del período, o, lo que es lo mismo, los pagos se efectúan cada mes en cantidades iguales); la correspondiente a 1988, un  $t_i = 1,5$  años, etc. A la deuda a más de 14 años se le aplica arbitrariamente un  $t_i = 14,5$  años, lo cual implica que se está subvalorando el  $V_m$ , al no poder distribuir esa deuda en sus vencimientos reales, que, obviamente, serán superiores a los 14,5 años aplicados.

Para el cálculo del vencimiento medio ponderado, se consideran únicamente los créditos para los que se cuenta con calendario de amortización, no incluyéndose:

- a) Aquellos créditos cuyo vencimiento se ha producido ya, pero no se ha efectuado su pago.
- b) Aquellos créditos en los que el calendario está indeterminado, bien porque esté pendiente de llegar el contrato definitivo, o bien porque el calendario se determine cuando se hace la última disposición del crédito.

El calendario de amortizaciones incluye los créditos pagados anticipadamente, pero que, por desfases administrativos, no se han dado de baja todavía del cuadro "calendario de amortizaciones".

Por las razones anteriores, la cifra sobre la que se está calculando el vencimiento medio es distinta de la de la cantidad pendiente de amortizar. El vencimiento medio puede estar ligeramente desvirtuado, dependiendo de la cuantía de los créditos cuyo vencimiento está indeterminado y de los amortizados anticipadamente, pero no dados de baja en el calendario. El vencimiento medio calculado estará infravalorado, si las cantidades amortizadas anticipadamente corresponden a importes a pagar en un período inferior al vencimiento medio, y sobrevalorado, si dichas cantidades correspondieran a un período superior al vencimiento medio. En cuanto a los créditos con calendario de amortizaciones no determinado todavía, harían aumentar o disminuir el vencimiento medio, dependiendo de que el vencimiento medio de estos créditos esté por encima o por debajo del vencimiento medio del total de créditos.

30-VI-1987.

# El Fondo Europeo de Cooperación Monetaria

*Tras la firma del Acta de Adhesión al Acuerdo de Basilea, el Banco de España ha comenzado a participar en el proceso de creación de ECUs oficiales a través del Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM).*

*El presente trabajo ha sido elaborado por Javier Maycas Tarascón y Carlos Pérez de Eulate, del Departamento Extranjero, y trata de analizar tanto las características del FECOM como las funciones que desarrolla dentro del Sistema Monetario Europeo.*

El Banco de España firmó, el 12 de mayo de 1987, el Acta de Adhesión al Acuerdo de Basilea, suscrito el día 13 de marzo de 1979 por los bancos centrales de los estados miembros de la Comunidad Económica Europea (CEE) y que fija las modalidades de funcionamiento del Sistema Monetario Europeo (SME). Esta adhesión se inscribe en la perspectiva de una participación futura completa de España en el SME, si bien no implica, por el momento, ni la inclusión de la peseta en el ECU, ni la participación de la divisa española en el *mecanismo de cambios* del SME.

El presente acuerdo significa para el Banco de España la participación en el mecanismo de creación y movilización de ECUs (1) a través del Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM). A este fin, el Banco de España realizará en el mes de julio un *swap* a tres meses, por el importe del 20 % de sus tenencias de oro y dólares contra el equivalente en ECUs emitidos por el FECOM, que le serán acreditados en las cuentas de este organismo. Este acuerdo, sin embargo, no supone la cesión de la titularidad jurídica al FECOM, de las reservas objeto del *swap*, ni de sus rendimientos.

Con tal motivo, el presente artículo trata de informar sobre las funciones del FECOM y su papel en el mecanismo de creación de ECUs y en la gestión de las facilidades crediticias contempladas en el SME, así como de explicar las implicaciones que, tanto para el Banco de España como para la creación global de ECUs, tiene nuestra participación en el FECOM.

## 1. ORIGEN, FUNCION Y ORGANIZACION

En abril de 1973, y siguiendo la línea de concertación monetaria que estuvo en el origen del acuerdo

---

(1) Nos referimos a la creación de ECUs «oficiales», es decir, los emitidos por el FECOM en contrapartida de reservas en oro y dólares de los bancos centrales depositarios, mientras los ECUs «privados» se refieren a los creados por el crédito bancario sobre la base de depósitos en las monedas participantes en el ECU.

de intervención de cambios conocido como *serpiente monetaria*, se estableció el FECOM.

El FECOM nace con la misión de asegurar el buen funcionamiento del acuerdo de cambios del mes de marzo de 1972 (*serpiente monetaria*), de armonizar las intervenciones en el mercado de cambios, de promover las transacciones oficiales entre los bancos centrales de los países miembros y de gestionar las facilidades crediticias a muy corto plazo (nacidas directamente del acuerdo de cambios de marzo de 1972) y a corto plazo (que databan de 1970). Así, pues, el FECOM es un organismo comunitario, no previsto en el Tratado de Roma, con responsabilidad en materia de política cambiaria de interés común.

El FECOM sufrirá una transformación y consiguiente impulso, a raíz del establecimiento del SME en 1979. El Acuerdo de los bancos centrales de 13 de marzo de 1979 en Basilea concreta las normas de funcionamiento y fija definitivamente el papel del FECOM en el seno del SME. Al mismo tiempo, y para hacer frente a estas nuevas responsabilidades, el Consejo de las Comunidades Europeas dicta el Reglamento (CEE) núm. 3181/78, de 18 de diciembre, que es el actual marco normativo de actuación del FECOM.

El Consejo de Administración del FECOM está compuesto por los miembros del Comité de Gobernadores de los estados miembros (creado, años atrás, por decisión del Consejo de Ministros de 21 de mayo de 1964), más un representante de la autoridad monetaria luxemburguesa, un representante de la Comisión de la CEE y el secretario del Comité Monetario de la CEE. Como norma, las reuniones se celebran mensualmente en Basilea. A fin de realizar las tareas técnicas inherentes a las funciones encomendadas al FECOM, éste designa a un agente: el Banco de Pagos Internacionales de Basilea (BPI). El FECOM emite decisiones y directivas, una de las cuales —la VI directiva, de 10 de junio de 1985— define el trabajo y las relaciones existentes entre el FECOM, el agente y los bancos centrales de los estados miembros de la CEE.

## 2. COMPETENCIAS. CREACION DE ECUS Y FACILIDADES CREDITICIAS

A raíz de la puesta en funcionamiento del SME, como se ha señalado, las competencias del FECOM quedan establecidas por el Consejo de las Comunidades Europeas, por medio del Reglamento (CEE) núm. 3181/78, de 18 de diciembre. Estas competencias pueden resumirse como sigue: recibir los depósitos de reservas de los países miembros en contra-

partida de la emisión de ECUs, utilizar estos ECUs como medio de pago para las transacciones entre los bancos centrales de los países miembros y el FECOM, reforzar la cooperación cambiaria entre las autoridades monetarias de los países miembros, supervisando el buen funcionamiento del SME, y gestionar las facilidades crediticias asociadas al SME (financiación a muy corto plazo, apoyo monetario a corto plazo, y, desde junio de 1985, el *mecanismo de movilización de ECUs*).

A continuación, se describe sucintamente la forma en que se crean los ECUs oficiales (el llamado *mecanismo de creación de ECUs*), y las características y funcionamiento de las facilidades crediticias anteriormente mencionadas (1).

### 2.1. Creación, utilización y remuneración de ECUs

Cada banco central aporta al FECOM un 20 % de sus tenencias en oro y un 20 % de sus reservas brutas en dólares, bajo la forma de *swaps* (venta al contado y compra a plazo) a tres meses, renovables automáticamente. Como contrapartida, el FECOM acredita en sus libros a los bancos centrales participantes una cantidad equivalente en ECUs (*Cuentas de reserva en ECUs*) (2).

En la práctica, los haberes en oro y en dólares no se ceden en depósito al FECOM, sino que siguen colocados en los mismos instrumentos monetarios (depósitos, *Treasury Bills*, etc.), y tampoco cambian de titularidad jurídica. Lo mismo ocurre con el oro, que no es transferido al FECOM (o, en su caso, a su agente, el BPI). Los rendimientos de los activos en dólares son percibidos por el banco central titular, por lo que tampoco hay cesión de rendimientos.

Las *cuentas de reservas en ECUs* en el FECOM no devengan interés alguno para el banco central titular de las mismas; es decir, un banco central que mantenga en el FECOM el mismo importe de ECUs que

(1) Existe también el mecanismo de empréstitos comunitario, y el crédito a medio plazo, pero de ambas facilidades es responsable el Consejo de la CEE, y, por sus características, pueden considerarse facilidades de apoyo ante situaciones de debilidad no coyuntural de la balanza de pagos, y, por lo tanto, no pertenecen al SME, ni el FECOM participa en su gestión.

(2) La valoración de los activos de reserva es la siguiente:

- Para el oro: media de los valores diarios del *fixing* de Londres durante los seis últimos meses de calendario transcurridos, o el precio del *fixing* en el penúltimo día laborable del mes precedente a la fecha de la conclusión de la operación *swap*, si éste fuese inferior a la media antes mencionada.
- Para el dólar: tipo de mercado dos días laborables antes de la fecha de valor de la operación *swap*.

se le asignó en la última renovación del *swap* de creación de ECUs, ni paga ni recibe intereses. Sólo ocasionan devengo de intereses las *posiciones netas*, que pueden ser acreedoras o deudoras. Estas *posiciones netas* tienen su origen en el pago parcial (hasta el 50 %) en ECUs de la deuda producida por el giro en monedas comunitarias en la financiación a muy corto plazo, o como resultado de saldar intervenciones en ECUs en el mercado de cambios entre los bancos centrales participantes en el acuerdo de paridades. En cualquiera de estos dos casos, se producirá una posición deudora en el banco central que transfiere ECUs, y una posición acreedora en el banco que los recibe. Estas posiciones devengan intereses que son abonados o cargados, mensualmente, en la *cuenta de reservas en ECUs* de cada banco central, según que la posición neta de éste sea acreedora o deudora.

El tipo de interés aplicable es una media ponderada de los tipos a tres meses en el mercado monetario de cada país. El tipo de interés se modifica mensualmente. Los cálculos los lleva a cabo el agente del FECOM, esto es, el BPI de Basilea.

## 2.2. Facilidades crediticias

El FECOM tiene competencia sobre la financiación a muy corto plazo, el apoyo monetario a corto plazo y el *mecanismo de movilización de ECUs*.

En realidad, en un principio, el SME se diseñó para que las divisas respectivas se mantuvieran en la banda de fluctuación, bien a través de intervenciones intramarginales esporádicas, bien a través de intervenciones marginales (1) financiadas a través de los recursos comunes del FECOM por medio de la financiación a muy corto plazo. En una segunda línea de defensa, se situaba el apoyo monetario a corto plazo para financiar tensiones transitorias en la balanza de pagos. Posteriormente, en junio de 1985, se amplían las posibilidades de intervención cambiaria a la zona interior de la banda de fluctuación, mediante el *mecanismo de movilización de ECUs*.

A continuación, se resumen las características de cada una de estas líneas crediticias.

(1) Se utiliza la terminología marginal para señalar intervenciones en los límites de la banda de fluctuación permitida para los países participantes en el *mecanismo de cambios* del SME. Los países participantes en dicho mecanismo son: Bélgica-Luxemburgo, Dinamarca, Alemania, Francia, Irlanda, Italia y Holanda. La banda de flotación permitida, entre los sucesivos reajustes, para todo par de monedas es de  $\pm 2,25\%$ , excepto en el caso de que una de las monedas sea la lira italiana: en ese caso, la banda se amplía a  $\pm 6\%$ .

La *financiación a muy corto plazo* tiene por finalidad facilitar recursos en divisas que permitan intervenciones en el margen de la banda de fluctuación del 2,25 %, a aquellos países participantes en el *mecanismo de cambios* del SME que lo precisen. Estos recursos se librarán en monedas comunitarias. Sólo participan, en consecuencia, los bancos centrales adheridos al *mecanismo de cambios* del SME.

Todos los bancos centrales participantes mantienen permanentemente abiertas líneas de crédito ilimitadas en su propia moneda en favor de los restantes bancos centrales, a fin de garantizarles un acceso ilimitado a dicha moneda, a efectos de intervención cambiaria. Las operaciones de financiación toman la forma de compras y ventas de monedas comunitarias al contado contra débito o crédito en cuentas denominadas en ECUs registradas en el FECOM. En este sentido, cuando en el contexto de una intervención obligatoria en el límite bilateral (o intervención marginal) un banco central A vende la moneda de otro Estado miembro B para sostener la suya propia, esta operación se registra en forma de una deuda en ECUs del Banco A frente al FECOM, mientras que el Banco B se convierte en acreedor del mismo por dicha cantidad. El FECOM se convierte así en un intermediario obligatorio en este tipo de intervención cuya contabilización se hace en ECUs. Al llevar el FECOM los libros de cada banco interveniente, existe una posibilidad de compensación múltiple en ECUs, moneda de denominación común de las facilidades concedidas en monedas nacionales.

La duración de esta financiación es de cuarenta y cinco días a contar desde el final del mes de la intervención. El crédito puede prorrogarse a instancia del deudor por una duración de tres meses, para una cantidad que no exceda de su cuota deudora en el FECOM en el mecanismo de apoyo monetario a corto plazo.

Desde el Acuerdo del Comité de Gobernadores de Bancos Centrales de 10 de junio de 1985, la tasa de interés aplicable a las operaciones de financiación a muy corto plazo es la media aritmética ponderada de la tasa más representativa del mercado monetario de cada país participante, en su valor promedio durante el mes anterior.

La cancelación de deudas se realiza siguiendo un orden de antigüedad, y existe la posibilidad de reembolso anticipado. Excepto por acuerdo de todas las partes acreedoras y deudoras, no podrá obligarse a un acreedor a aceptar en ECUs más del 50 % de su

crédito (1), teniendo el deudor que liquidar el resto en otros activos de reserva (dólares principalmente). Si el banco central deudor no dispusiera de ECUs, podrá procurárselos, con preferencia, en los bancos centrales acreedores netos, o eventualmente en el FECOM. En este último caso, la adquisición de ECUs se efectuará contra la aportación de un porcentaje igual de oro y dólares de las reservas del citado banco central.

El *apoyo monetario a corto plazo* tiene por finalidad la financiación del país con déficit temporal de su balanza de pagos, o que presente *dificultades accidentales o divergencias coyunturales* en sus cuentas externas. No guarda, por lo tanto, relación con el cumplimiento o no de las obligaciones cambiarias en el seno del SME. Su concesión no es condicional, es decir, el país peticionario no precisa presentar ningún plan de saneamiento financiero.

Se otorga, previa petición del banco central solicitante, por acuerdo del Comité de Gobernadores de Bancos Centrales, previa consulta del Comité Monetario sobre la situación económica del país beneficiario. Existe un sistema de cuotas, tanto acreedoras como deudoras, para cada banco central participante, que determinan el límite del importe de los fondos que se comprometen a facilitar y el límite de los apoyos que pueden recibir, respectivamente.

En caso excepcional, por un sistema de *extensiones o ralonges*, se permite aumentar las cantidades susceptibles de ser obtenidas por un país por encima de la cuantía de su cuota deudora. Como regla general, un banco central no podrá obtener más de la mitad de la extensión total. Las cuotas deudoras y acreedoras son reexaminadas cada cinco años.

Su duración es de tres meses, renovables dos veces, por otros tres meses cada vez, previa petición del banco central beneficiario. Este no podrá solicitar un nuevo apoyo crediticio a corto plazo durante un plazo equivalente a la duración de la utilización del apoyo anteriormente concedido. El coste es fijado por el Comité de Gobernadores.

El préstamo se concede, en proporción a las cuotas respectivas, directamente por los bancos acreedores o por intermediación del agente del FECOM (el BPI), bajo la forma de *swaps*, depósitos u otra forma convenida entre las partes. El desembolso se hace en la moneda del banco central prestamista, o en otra divisa convenida con el banco beneficiario. Pueden

(1) Salvo que sus haberes en ECUs sean inferiores a la contrapartida en ECUs del 20 % de las reservas depositadas en el FECOM, es decir, a menos que su posición neta sea deudora.

ser librados en ECUs, si el apoyo a corto plazo es una prolongación de una deuda contraída por el banco central, bajo la modalidad de crédito a muy corto plazo (es decir, si se trata de una facilidad a muy corto plazo cuya renovación excede los seis meses de duración).

El Banco de España se adhirió al Acuerdo de 9 de febrero de 1970, por el que se creaba el Sistema de Apoyo monetario a corto plazo, el 10 de diciembre de 1985. La presente adhesión del Banco de España al FECOM no modifica esta situación.

La cuota deudora ordinaria de España es de 725 millones de ECUs, lo que representa un 8,13 % de la suma de cuotas deudoras (8.920 millones de ECUs). En consecuencia, España puede girar contra la facilidad Apoyo monetario a corto plazo, de modo automático, por 725 millones de ECUs. Además, el Banco de España podrá, condicionalmente, obtener otros 1.800 millones de ECUs (es decir, la mitad del *rallonge* máximo para países no participantes en el *mecanismo de cambio e intervención*, que asciende a 3.500 millones de ECUs). En total, por lo tanto, el Banco de España puede movilizar 2.525 millones de ECUs. La cuota acreedora ordinaria del Banco de España se ha fijado en 1.450 millones de ECUs, lo que representa un 8,13 % de la suma de cuotas acreedoras (17.840 millones de ECUs).

El Acta de 10 de junio de 1985 introduce en el Acuerdo de Basilea, entre otras modificaciones, el *mecanismo de movilización de ECUs*. Con este mecanismo se pretende que los países que quieran intervenir en el mercado de cambios antes de que sus monedas alcancen los límites de paridad señalados por el Acuerdo de 1979, puedan hacerlo sobre la base de movilizar recursos en dólares, contra sus tenencias de ECUs en el FECOM, e intervenir así en dólares (o en monedas comunitarias, en el caso, también contemplado, de que conviertan estos dólares en aquéllas). Se trata de aumentar las posibilidades de crédito inmediato para intervenciones intramarginales. Esta financiación adicional se hace contra ECUs acreditados al país en el FECOM. El ECU no tiene aquí el mismo papel que en la financiación a muy corto plazo, pues ni el coste (tipo de interés) está en función de la participación en el ECU, ni se puede cancelar la deuda en ECUs (hasta el límite del 50 %). Otra diferencia con la financiación a muy corto plazo es que ésta es ilimitada, mientras que en el *mecanismo de movilización* la financiación está limitada por un sistema de cuotas. La divisa es generalmente el dólar, y, por lo tanto, los países prestamistas ceden parte de sus reservas al país prestatario, por medio de un *swap* divisa-ECU. Por último, en la finan-

ciación a muy corto plazo, la intervención es siempre marginal (no así en el *mecanismo de movilización*).

El máximo movilizable por este nuevo sistema está sujeto a dos limitaciones: una global, y otra específica para el giro máximo correspondiente a cada país (1). El límite global es actualmente una vez y media (multiplicador establecido por el Comité de Gobernadores) el porcentaje del equivalente en ECUs del total de depósitos en dólares en el FECOM sobre el total de ECUs creados. El límite de giro de cada país miembro depende de: a) su posición acreedora o deudora en el mecanismo de financiación a muy corto plazo (es decir, de sus ECUs ya utilizados contra moneda comunitaria en intervenciones marginales); y b) su contribución a los ECUs creados por el FECOM.

La moneda de movilización es el dólar, aunque se prevé que el país peticionario pueda girar en una moneda comunitaria de su elección el equivalente de su fracción movilizable efectiva en dólares. En este caso, se precisará el acuerdo del banco emisor, que lógicamente es el principal proveedor de los recursos así facilitados.

Las operaciones se instrumentan como *swaps* ECUs contra dólares (caso de movilización en dólares) o *swaps* dólares contra monedas comunitarias (caso de conversión de parte de la movilización en este tipo de monedas). La duración del *swap* de movilización o de conversión es de tres meses. Este mecanismo admite una sola renovación por otros tres meses. A su vez, puede ser cancelado anticipadamente, en su totalidad o en parte, a instancias del banco movilizador.

El banco movilizador paga un interés a los bancos prestamistas. Si el giro de la facilidad es en dólares, el tipo de interés es el determinado por el Fondo Monetario Internacional para el cálculo de la remuneración de los Derechos Especiales de Giro; si el giro es en moneda comunitaria, el tipo de interés de referencia será el tipo de interés interno más representativo del mercado monetario de la divisa respectiva, esto es, el mismo tipo de interés que el país prestamista comunica al agente para el cálculo mensual del coste a aplicar a las disposiciones de la financiación a muy corto plazo.

(1) La cuota movilizable se denomina *Fracción movilizable teórica*, de acuerdo con una fórmula establecida por el FECOM, cuyos cálculos son revisados cada tres meses por el BPI, coincidiendo con los *swaps* de dólares y oro contra ECUs.

### 3. IMPLICACIONES DE LA ENTRADA DEL BANCO DE ESPAÑA EN EL FECOM

El efecto más notorio de la incorporación del Banco de España al FECOM será, sin duda, la posibilidad de que este organismo gire un mayor volumen de ECUs como contrapartida a un mayor nivel de reservas, como consecuencia de la aportación de un nuevo país miembro del 20 % de sus reservas en oro y dólares. Por su parte, para el Banco de España la conclusión del *swap* del próximo 7 de julio significará una alteración en la estructura de sus reservas internacionales, al sustituir una parte de sus tenencias en oro y dólares por ECUs. Igualmente, el Banco de España podrá acceder a una nueva facilidad crediticia: el *mecanismo de movilización de ECUs*.

En el supuesto de que el Banco de España hubiera participado en el *swap* de 7 de abril de 1987, actualmente en vigor, la incorporación de nuestro banco central al FECOM se habría traducido en un aumento del 4,8 % en el montante global de ECUs emitidos por dicho organismo. En ese caso, el Banco de España ocuparía la séptima plaza en cuanto al volumen de ECUs que contribuiría a crear, por detrás de los bancos centrales de Alemania, Francia, Italia, Holanda, Reino Unido y Bélgica. Igualmente, cabe resaltar que la proporción que representarían las reservas en dólares respecto al volumen total de reservas aportadas en el caso del Banco de España sería sensiblemente superior a la proporción correspondiente al total comunitario. Esto último tendrá como consecuencia que la incorporación del Banco de España al FECOM implicará un aumento de la proporción de dólares en relación al nivel de reservas totales aportadas a dicho organismo, siendo este hecho importante a la hora de determinar el volumen de ECUs movilizables por cada banco central.

En cuanto a las consecuencias que tendrá la adhesión de España al Acuerdo de Basilea de 13 de marzo de 1979 respecto a las facilidades crediticias asociadas al SME, conviene considerar cada una de ellas separadamente. Así, respecto a la financiación a muy corto plazo, el Banco de España, al igual que el Banco de Inglaterra y el Banco de Grecia, no tendrá acceso a ella, en tanto no participe en el *mecanismo de cambios* del SME (1). En efecto, la financiación a

(1) A diferencia de lo que ocurre en el caso del Reino Unido y Grecia, el tipo de interés a tres meses más representativo del mercado monetario español (interbancario de las operaciones de depósito a tres meses) seguirá sin ser incluido en el cómputo del tipo de interés promedio que se aplica tanto en la financiación a muy corto plazo como para las posiciones netas en ECUs. Esto es así, porque las ponderaciones utilizadas para la obtención del tipo de interés promedio están basadas en la participación de cada una de las monedas en el ECU, del cual la peseta no forma parte.



muy corto plazo está diseñada como una línea de crédito para financiar las intervenciones marginales, y, por lo tanto, sólo pueden hacer uso de ella aquellos bancos centrales que hayan suscrito el acuerdo de paridades cambiarias del SME, y se encuentren en la situación anteriormente descrita.

Por su parte, el apoyo monetario a corto plazo es una facilidad crediticia creada con anterioridad al SME, y, si bien integrada con posterioridad a dicho sistema, no está ligada ni al *mecanismo de cambios e intervención*, ni al *mecanismo de creación de ECUs*. Como se ha señalado en el apartado anterior, España tiene acceso a esta facilidad crediticia desde el 10 de diciembre de 1985, fecha en la que nuestro país suscribió el acuerdo de 9 de febrero de 1970. Por lo tanto, la situación de España respecto a esta facilidad crediticia no queda alterada por la adhesión al Acuerdo de Basilea de 13 de marzo de 1979.

Donde la situación española cambiará radicalmente es respecto a la tercera facilidad crediticia: el *mecanismo de movilización de ECUs*. Esta facilidad, como queda dicho en el apartado anterior, está íntimamente ligada al *mecanismo de creación de ECUs*, y está diseñada para la financiación de intervenciones intramarginales. No obstante, puede ser utilizada por cualquier banco central que participe en el *mecanismo de creación de ECUs*, para financiar las intervenciones realizadas en el mercado de cambios, sin necesidad de haber suscrito el acuerdo cambiario del SME. Por lo tanto, el Banco de España podrá movilizar una parte de los ECUs que haya contribuido a crear a partir del *swap* de 7 de julio próximo.

Con objeto de analizar con cierto detalle las consecuencias que se derivarán, respecto al *mecanismo de movilización de ECUs*, de la incorporación española al FECOM, se supondrá de nuevo que el Banco de España ha participado en el *swap* del 7 de abril de 1987. La incorporación del Banco de España al *mecanismo de creación de ECUs* habría tenido como consecuencia que la fracción movilizable teórica de cada uno de los bancos centrales participantes hubiera aumentado en un 2,9%. Esta situación se debe al hecho, anteriormente mencionado, de que la proporción de dólares respecto a las reservas totales aportadas es superior, en el caso del Banco de España, a la correspondiente al total comunitario. En consecuencia, la integración del Banco de España al FECOM traerá consigo la elevación de la proporción dólares/reservas aportadas del total comunitario, que pasará a representar un 31,8%, frente al 31,0% actual. Teniendo en cuenta el multiplicador de la movilización de ECUs, fijado por el Comité de Gobernadores en 1,5, ello se traduciría en que cada banco central podría movilizar hasta un 47,8% de los ECUs que

ha contribuido a crear, frente al 46,4% resultante de la renovación del *swap* en abril de 1987.

La aportación de divisas por parte de cada uno de los bancos centrales pertenecientes al FECOM, en el caso de que alguno de ellos recurriera al *mecanismo de movilización de ECUs*, se determinará en función de la proporción de dólares que cada uno de los bancos centrales hubiera depositado en el FECOM, en relación al total de dólares aportados por todos ellos, con excepción del banco central movilizador. En este sentido, resultarán beneficiados los bancos centrales con unas tenencias relativas de oro superiores a sus tenencias de dólares, ya que su participación en la financiación de los ECUs movilizados será menor. Los compromisos que asumiría el Banco de España en caso de movilización irían desde 978 millones de ECUs, en el improbable caso de que Alemania movilizara toda su fracción teóricamente movilizable, hasta la obligación de poner 8,1 millones de ECUs a disposición del Banco Central de Irlanda, si éste utilizara en su totalidad su fracción teórica movilizable (1).

En definitiva, y a modo de conclusión, se debe subrayar que, si bien la integración del Banco de España en el FECOM permitirá a nuestro banco central acceder a una nueva facilidad crediticia, cual es el *mecanismo de movilización de ECUs*, el hecho más relevante de la decisión tomada por el Banco de España es el que constituye el inicio de un proceso más amplio. Es decir, la adhesión del Banco de España al Acuerdo de 13 de marzo de 1979 se revela como un paso significativo que expresa la voluntad de las autoridades españolas de integrar nuestra economía en los principales mecanismos monetarios y financieros de la CEE, lo que equivale a decir que tal decisión constituye una manifestación de la intención de incorporar en un futuro próximo la peseta a la composición del ECU y al *mecanismo de cambios* del SME.

15-VI-1987.

(1) Estas cifras se basan en el supuesto de que el banco central que realiza la operación de movilización tuviera una fracción movilizable efectiva igual a su fracción teórica. Si el banco central que realiza la operación de movilización mantuviera una posición acreedora en ECUs, estas cantidades podrían ser superiores. En cualquier caso, nunca se podría movilizar un volumen de ECUs superior al equivalente a los dólares totales depositados en el FECOM, excluyendo los dólares aportados por el banco central movilizador.



Información del Banco de España

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

Modificaciones en mayo de 1987

BANCOS	Tipos preferenciales declarados (Orden ministerial de 17-1-81, número segundo)								Descu- biertos en c/c.	Excedi- dos en cta/cto. (b)
	Descuento comercial					Préstamos y créditos				
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años		
<b>SIETE GRANDES</b>										
BILBAO (8-V-87) .....	11,00	13,00	15,00	16,50	16,50	16,00	17,00	14,25	=	=
CENTRAL (20-V-87) .....	=	=	=	=	=	15,50	16,00	16,00	=	=
(26-V-87) .....	10,75	13,25	14,50	=	=	16,00	16,50	16,50	24,00	24,00
ESPAÑOL DE CREDITO (5-V-87) .....	10,00	12,00	14,00	=	=	15,50	15,50	=	=	=
(27-V-87) .....	10,50	12,50	14,50	14,75	15,50	16,50	16,00	15,50	=	=
HISPANO AMERICANO (11-V-87) .....	=	=	=	=	=	16,50	16,00	15,75	=	=
(14-V-87) .....	=	=	=	=	=	=	17,00	=	=	=
(21-V-87) .....	10,75	12,75	14,75	15,25	15,25	=	=	=	=	=
POPULAR ESPAÑOL 19-V-87 .....	10,00	12,00	14,00	14,50	=	14,50	15,50	=	=	=
25-V-87 .....	=	=	=	=	=	15,00	16,00	16,00	=	=
SANTANDER (21-V-87) .....	11,25	13,25	15,25	16,00	=	15,50	16,75	=	=	=
VIZCAYA (4-V-87) .....	10,50	12,50	14,50	14,00	=	16,50	16,00	=	29,00	29,00
(18-V-87) .....	=	=	=	=	=	17,50	17,50	=	=	=
<b>RESTO COMERCIALES Y MIXTOS</b>										
ALBACETE (13-V-87) .....	11,00	13,25	14,75	16,00	16,75	18,00	17,50	16,75	=	=
ALICANTE (5-V-87) .....	10,50	12,75	14,25	15,00	=	14,75	15,75	15,75	=	=
(23-V-87) .....	11,00	13,25	14,75	15,50	15,75	17,00	17,50	17,50	=	=
ATLANTICO (6-V-87) .....	11,50	13,25	15,00	15,50	=	16,00	15,50	=	24,00	=
(8-V-87) .....	=	=	=	=	=	17,50	17,50	=	=	24,00
BARCELONA (6-V-87) .....	10,50	12,50	14,50	14,00	=	16,50	16,00	=	=	=
(14-V-87) .....	=	=	=	14,50	=	=	=	=	=	=
BARCLAYS SAE (5-V-87) .....	=	=	=	=	=	=	15,75	=	=	=
CANTABRICO (20-V-87) .....	11,00	13,25	14,75	15,50	15,75	17,00	17,50	17,50	=	=
CATALANA (6-V-87) .....	10,50	12,50	14,50	14,00	=	16,50	16,00	=	=	=
(14-V-87) .....	=	=	=	14,50	=	=	=	=	=	=
COMERCIAL ESPAÑOL (4-V-87) .....	10,25	12,25	14,25	15,75	=	14,50	15,75	=	=	=
(25-V-87) .....	11,25	13,25	15,25	16,00	=	15,50	16,75	=	=	=
COMERCIO (4-V-87) .....	=	=	=	=	=	=	15,00	=	=	=
(8-V-87) .....	10,50	12,50	14,50	15,50	15,50	15,00	16,00	16,50	=	=
CREDIT & COMMERCE (14-V-87) .....	=	12,15	=	=	=	20,25	18,38	=	=	=
CREDITO Y AHORRO (4-V-87) .....	10,50	12,50	14,50	14,00	=	16,50	16,00	=	29,00	29,00

(Continuación) 2  
Modificaciones en mayo de 1987

BANCOS	Tipos preferenciales declarados (Orden ministerial de 17-1-81, número segundo)								Descu- biertos en c/c.	Excedi- dos en cta/cto. (b)
	Descuento comercial					Préstamos y créditos				
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años		
CREDITO E INVERSIONES										
(5-V-87)	=	12,25	14,00	15,00	15,00	15,00	15,00	=	=	=
(27-V-87)	=	=	=	=	=	15,50	16,00	16,00	=	=
EUROPA										
(25-V-87)	10,25	12,25	14,25	15,50	=	15,50	16,00	15,50	=	=
EXTERIOR DE ESPAÑA										
(22-V-87)	11,00	13,25	14,75	15,50	15,75	17,00	17,50	17,50	=	=
EXTREMADURA										
(8-V-87)	11,00	13,00	15,00	16,50	16,50	16,00	17,00	14,25	=	=
GALICIA										
(29-V-87)	10,00	12,00	14,00	14,50	=	14,50	15,50	=	=	=
GENERAL										
(8-V-87)	11,00	13,25	14,75	16,00	=	18,00	17,50	16,75	=	=
GUIPUZCOANO										
(5-V-87)	=	=	=	=	=	=	=	=	25,75	(4,00)
(7-V-87)	=	12,00	14,00	=	=	14,50	15,00	=	=	=
HUESCA										
(8-V-87)	11,00	13,00	15,00	16,50	16,50	16,00	17,00	14,25	=	=
INTERNACIONAL DEL COMERCIO										
(21-V-87)	=	=	=	=	=	16,00	16,50	16,50	=	=
(27-V-87)	11,25	13,75	15,00	=	=	16,50	17,00	17,00	24,50	24,50
INVERSIONES HERRERO										
(4-V-87)	9,75	11,50	13,00	14,00	14,50	18,00	17,00	18,75	24,00	=
JEREZ										
(5-V-87)	=	=	=	=	=	15,50	15,50	15,50	=	=
(16-V-87)	=	=	=	=	=	16,50	16,00	15,75	=	=
JOVER										
(4-V-87)	=	=	=	15,75	=	=	15,75	=	=	(4,50)
(26-V-87)	11,25	13,25	15,25	16,00	=	15,50	16,75	=	=	=
LATINO										
(8-V-87)	11,00	13,00	15,00	16,50	16,50	16,00	17,00	14,25	=	=
MADRID										
(1-V-87)	11,00	13,25	14,75	16,00	=	18,00	17,50	=	=	=
MARCH										
(6-V-87)	11,00	13,00	15,00	16,00	17,00	15,00	16,00	17,00	=	=
MAS SARDA										
(8-V-87)	11,00	13,00	15,00	16,50	16,50	16,00	17,00	14,25	=	=
MERCANTIL DE TARRAGONA										
(22-V-87)	10,00	12,75	14,25	16,75	17,50	16,50	17,00	17,50	=	=
MERIDIONAL										
(4-V-87)	10,00	12,00	14,00	=	=	16,50	16,00	=	=	=
(9-V-87)	10,50	12,50	14,50	14,00	=	=	=	=	29,00	29,00
MURCIA										
(5-V-87)	10,25	12,25	14,25	15,75	=	14,50	15,75	=	=	=
(27-V-87)	11,25	13,25	15,25	16,00	=	15,50	16,75	=	=	=
NORTE										
(19-V-87)	=	=	=	=	=	16,50	17,00	15,75	=	=
(27-V-87)	10,75	12,75	14,75	15,25	15,25	=	=	=	=	=
OESTE										
(8-V-87)	11,00	13,00	15,00	16,50	16,50	16,00	17,00	14,25	=	=
PASTOR										
(4-V-87)	10,25	12,25	14,00	=	=	14,00	15,00	=	=	=
PENINSULAR										
(27-V-87)	11,00	13,25	14,75	16,00	16,75	18,00	17,50	16,75	=	=

## (Continuación) 3

Modificaciones en mayo de 1987

BANCOS	Tipos preferenciales declarados (Orden ministerial de 17-1-81, número segundo)								Descu- biertos en c/c.	Excedi- dos en cta/cto. (b)
	Descuento comercial					Préstamos y créditos				
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años		
CREDITO CANARIO (6-V-87) .....	10,50	12,50	14,50	14,00	14,00	16,50	16,00	=	29,00	29,00
SABADELL (5-V-87) .....	10,00	12,25	14,00	14,50	=	=	=	=	=	=
(28-V-87) .....	=	=	=	=	=	15,50	16,00	=	=	=
SANTANDER DE NEGOCIOS (7-V-87) .....	=	=	=	=	=	22,50	18,25	17,00	25,00	(2,00)
(26-V-87) .....	=	=	=	=	=	20,00	17,00	15,50	24,00	=
(29-V-87) .....	=	=	=	=	=	=	18,50	=	=	=
SIMEON (4-V-87) .....	10,50	12,75	14,25	15,00	=	14,75	15,75	15,75	=	=
(26-V-87) .....	11,00	13,25	14,75	15,50	15,75	17,00	17,50	17,50	=	=
TOLEDO (13-V-87) .....	10,00	12,00	13,75	=	=	=	=	=	=	=
VALENCIA (22-V-87) .....	=	=	=	=	=	15,50	16,00	16,00	=	=
VASCONIA (26-V-87) .....	10,00	12,00	14,00	14,50	=	14,50	15,50	=	=	=
ZARAGOZANO (12-V-87) .....	10,00	12,00	13,75	=	=	15,00	15,00	15,50	=	=
<b>BANCOS INDUSTRIALES Y DE NEGOCIOS</b>										
CATALAN DE CREDITO (6-V-87) .....	=	=	=	=	=	15,50	16,00	16,75	=	=
FINANCIACION INDUSTRIAL (4-V-87) .....	10,50	12,50	14,50	14,00	=	16,00	15,50	=	29,00	29,00
FOMENTO (2-V-87) .....	=	12,25	14,00	15,25	15,50	15,00	15,50	16,00	=	=
(26-V-87) .....	=	=	=	=	=	16,00	=	=	=	=
(27-V-87) .....	10,75	13,25	14,50	=	=	17,00	=	=	24,00	24,00
GRANADA (7-V-87) .....	=	12,25	14,00	15,00	15,00	15,00	=	15,00	=	=
(27-V-87) .....	=	=	=	=	=	15,50	16,00	16,00	=	=
INDUSTRIAL DE BILBAO (4-V-87) .....	10,00	12,00	13,75	14,25	14,50	13,75	16,00	=	=	=
INDUSTRIAL DE CATALUÑA (6-V-87) .....	10,50	12,50	14,50	14,00	=	16,50	16,00	=	=	=
(14-V-87) .....	=	=	=	14,50	=	=	=	=	=	=
INDUSTRIAL DEL MEDITERRANEO (6-V-87) .....	10,50	12,50	14,50	14,00	=	16,50	16,00	=	=	=
(14-V-87) .....	=	=	=	14,50	=	=	=	=	=	=
INDUSTRIAL DEL SUR (5-V-87) .....	10,50	12,50	14,50	14,00	13,00	16,50	16,00	=	29,00	29,00
INTERCONTINENTAL ESPANOL (4-V-87) .....	10,00	12,00	14,00	15,00	15,25	15,00	15,25	15,25	=	=
OCCIDENTAL (5-V-87) .....	10,50	12,50	14,50	14,00	=	16,50	16,00	=	29,00	29,00
POPULAR INDUSTRIAL (7-V-87) .....	14,00	15,00	16,00	16,50	15,00	16,50	16,50	=	=	=
PROMOCION DE NEGOCIOS (14-V-87) .....	11,00	13,00	15,00	16,50	16,50	16,00	17,00	14,25	=	=
URQUIJO UNION (4-V-87) .....	=	=	=	=	=	15,50	15,50	15,50	=	=
(11-V-87) .....	=	=	=	=	=	16,75	16,75	16,75	=	=

## (Continuación) 4

Modificaciones en mayo de 1987

BANCOS	Tipos preferenciales declarados (Orden ministerial de 17-1-81, número segundo)								Descu- biertos en c/c.	Excedi- dos en cta/cto. (b)
	Descuento comercial					Préstamos y créditos				
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años		
<b>BANCOS EXTRANJEROS</b>										
ARABE ESPAÑOL										
(5-V-87) .....	=	=	14,00	15,00	15,00	18,00	18,50	=	25,00	25,00
(21-V-87) .....	=	=	=	=	=	=	19,50	=	=	=
BANKERS TRUST										
(4-V-87) .....	=	=	=	=	=	22,00	17,50	15,00	=	=
(7-V-87) .....	=	=	=	=	=	22,75	18,50	=	=	=
BARCLAYS BANK INTERNAT.										
(19-V-87) .....	10,75	12,50	14,25	=	=	14,50	15,75	=	23,00	23,00
COMERCIAL ITALIANA										
(4-V-87) .....	=	=	=	=	=	21,00	22,00	=	=	=
(6-V-87) .....	=	=	=	=	=	22,38	=	=	=	=
COMMERZBANK										
(6-V-87) .....	=	=	=	=	=	=	=	=	23,00	23,00
CONTINENTAL ILLINOIS										
(4-V-87) .....	=	=	=	=	=	21,50	17,00	17,00	26,50	26,50
(5-V-87) .....	=	=	=	=	=	20,50	16,50	16,50	25,00	25,00
(6-V-87) .....	=	=	=	=	=	22,00	17,25	17,25	27,25	27,25
(19-V-87) .....	=	=	=	=	=	21,25	17,00	17,00	26,50	26,50
(20-V-87) .....	=	=	=	=	=	20,00	16,50	16,50	24,75	24,75
(22-V-87) .....	=	=	=	=	=	19,00	16,00	16,00	24,25	24,25
(28-V-87) .....	=	=	=	=	=	18,00	=	=	23,50	23,50
CREDIT COMMERCIAL DE FRANCE										
(4-V-87) .....	=	=	13,00	15,00	=	16,00	17,00	=	25,00	=
CREDIT LYONNAIS										
(5-V-87) .....	=	=	=	=	=	20,00	17,50	=	22,00	=
(29-V-87) .....	=	=	=	=	=	=	18,50	=	=	=
(30-V-87) .....	=	=	=	=	=	=	20,00	20,00	=	=
DEUTSCHE BANK										
(22-V-87) .....	=	=	=	=	=	=	=	=	24,00	24,00
DRESDNER BANK										
(4-V-87) .....	=	=	=	19,10	=	=	23,60	=	=	=
(26-V-87) .....	20,30	=	18,55	15,20	=	19,40	17,90	=	28,00	28,00
EXTERIOR DE LOS ANDES Y ESPAÑA										
(5-V-87) .....	15,00	16,00	17,00	=	=	18,00	17,00	17,00	=	=
FIRST INTERSTATE										
(8-V-87) .....	=	=	=	=	=	22,50	=	=	=	=
(28-V-87) .....	=	=	=	=	=	20,00	=	=	22,00	=
FIRST N. BANK OF CHICAGO										
(7-V-87) .....	=	=	22,85	=	=	22,85	=	=	=	=
(13-V-87) .....	=	=	21,13	17,25	=	21,13	17,25	=	=	=
(22-V-87) .....	=	=	19,88	16,38	=	19,88	16,38	=	=	=
(26-V-87) .....	=	=	19,00	=	=	19,00	=	=	=	=
(27-V-87) .....	=	=	19,20	=	=	19,20	=	=	25,00	=
HONG KONG										
(6-V-87) .....	=	=	=	=	=	22,00	18,00	=	25,00	25,00
INDOSUEZ										
(28-V-87) .....	=	=	=	=	=	=	=	=	26,56	=
LONDRES Y AMERICA DEL SUR										
(4-V-87) .....	13,00	13,25	14,00	15,50	=	15,00	16,00	16,75	24,00	(4,00)
(29-V-87) .....	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=
MANUFACTURERS HANOVER TRUST										
(19-V-87) .....	=	=	18,50	17,50	16,50	18,50	17,50	16,50	=	=
(22-V-87) .....	=	=	=	18,00	=	=	18,00	=	=	=

## (Continuación) 5

Modificaciones en mayo de 1987

BANCOS	Tipos preferenciales declarados (Orden ministerial de 17-1-81, número segundo)								Descu- biertos en c/c.	Excedi- dos en cta/cto. (b)
	Descuento comercial					Préstamos y créditos				
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años		
MIDLAND BANK (25-V-87) .....	=	=	=	=	=	22,00	=	=	25,00	=
MORGAN GUARANTY (26-V-87) .....	=	=	19,00	15,00	11,00	20,00	17,50	16,00	25,00	25,00
(27-V-87) .....	=	=	=	16,00	=	=	19,00	=	=	=
PARIBAS (4-V-87) .....	=	=	=	=	=	=	=	=	27,00	=
ROMA (4-V-87) .....	=	=	19,00	=	=	22,38	17,75	=	25,00	=
(4-V-87) .....	=	=	12,60	13,90	=	13,00	14,00	=	=	=
G. B. BELGA (5-V-87) .....	=	=	18,00	15,50	15,00	20,50	17,25	16,00	25,00	=
SOCIÉTÉ GENERALE (28-V-87) .....	11,25	12,75	14,50	=	=	16,00	16,50	=	24,00	=
SUMITOMO (5-V-87) .....	=	=	=	=	=	23,00	21,50	=	23,00	=
TOKYO (9-V-87) .....	=	=	=	=	=	22,00	18,50	=	=	=
(27-V-87) .....	=	=	=	=	=	=	19,50	=	=	=
<b>CAJAS DE AHORRO</b>										
ALICANTE PROVINCIAL (6-V-87) .....	=	10,50	11,50	=	=	13,50	14,00	=	=	=
ALICANTE Y MURCIA (20-V-87) .....	10,00	11,00	12,00	14,00	14,50	13,50	14,00	=	=	=
BARCELONA MONTE (11-V-87) .....	=	=	=	=	=	14,00	14,75	=	=	=
(18-V-87) .....	10,00	12,00	13,50	14,00	15,00	=	=	=	=	=
(23-V-87) .....	11,00	13,00	14,00	14,50	15,50	16,75	16,75	16,75	=	=
BILBAO VIZCAINA (18-V-87) .....	=	10,00	11,00	12,00	13,00	12,00	13,00	14,00	=	=
CATALUÑA (23-V-87) .....	=	=	=	=	=	15,00	14,50	=	=	=
CUENCA (4-V-87) .....	=	=	10,00	13,00	15,00	12,50	13,00	14,50	=	=
GENERAL CANARIAS (6-V-87) .....	9,75	11,75	13,25	=	=	=	=	=	=	=
GRANADA PROVINCIAL (13-V-87) .....	=	=	=	=	=	=	13,00	15,00	=	=
GUADALAJARA (5-V-87) .....	=	=	=	=	=	13,00	13,50	14,50	=	=
GUIPUZCOANA PROVINCIAL (14-V-87) .....	=	10,50	11,50	13,00	14,00	13,50	13,50	13,50	=	=
HUELVA (13-V-87) .....	=	=	=	=	=	12,00	13,00	15,00	22,00	=
MADRID (14-V-87) .....	=	=	9,75	=	=	=	13,50	=	=	=
MANRESA (18-V-87) .....	=	=	9,50	13,00	13,50	13,00	13,50	13,50	=	=
ONTENIENTE (13-V-87) .....	9,50	11,50	13,50	14,25	=	13,50	14,25	14,50	=	=
SALAMANCA (15-V-87) .....	=	=	9,00	12,00	13,00	10,50	11,00	12,00	=	=



## (Continuación) 6

Modificaciones en mayo de 1987

CAJAS DE AHORRO	Tipos preferenciales declarados (Orden ministerial de 17-1-81, número segundo)								Descu- biertos en c/c.	Excedi- dos en cta/cto. (b)
	Descuento comercial					Préstamos y créditos				
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años		
SAN SEBASTIAN MUNICIPAL (25-V-87) .....	9,00	11,00	12,00	13,50	13,50	13,50	13,50	13,50	=	=
SEVILLA MONTE (13-V-87) .....	=	=	=	=	=	12,50	13,50	14,00	19,00	=
SEVILLA SAN FERNANDO (20-V-87) .....	=	=	10,50	13,50	15,50	11,50	13,00	14,50	=	=
TARRASA (11-V-87) .....	9,50	11,50	13,50	=	=	=	=	=	=	=
VALENCIA (6-V-87) .....	=	=	=	=	=	13,25	13,25	13,25	19,00	19,00
ZARAGOZA, ARAGON Y RIOJA (5-V-87) .....	9,25	11,25	13,25	=	=	13,50	14,00	14,50	=	=
(13-V-87) .....	=	=	=	=	=	=	=	=	21,00	=
(18-V-87) .....	9,50	11,50	13,50	=	=	14,00	14,50	15,00	=	=
ZARAGOZA INMACULADA (11-V-87) .....	=	=	=	=	=	12,50	13,25	13,75	20,00	=

(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.

## CIRCULARES Y COMUNICACIONES VARIAS PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

### CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	CONTENIDO	PUBLICACION EN EL «BOE»
14/87, de 7 de mayo	Entidades de depósito. Inversiones obligatorias.	18 mayo 1987
15/87, de 7 de mayo	Entidades de depósito. Tipos de interés, comisiones y normas de actuación con la clientela.	18 mayo 1987
16/87, de 19 de mayo	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Anotaciones en cuenta de deuda del Estado.	1 junio 1987
17/87, de 26 de mayo	Entidades delegadas. Cotización del ECU (Unidad Europea de Cuenta) en el mercado español de divisas.	8 junio 1987
18/87, de 26 de mayo	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Coeficiente de caja.	8 junio 1987
19/87, de 26 de mayo	Entidades delegadas. Cuentas extranjeras en pesetas convertibles.	18 junio 1987

### COMUNICACIONES VARIAS DEL BANCO DE ESPAÑA

COMUNICACIONES VARIAS	CONTENIDO
Instrucción de 5 de mayo de 1987 (Ref. Int. CV 9/87)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. 4.ª subasta de bonos del Estado.