

BANCO
DE
ESPAÑA

boletín económico

noviembre 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 periodos.
- * 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.
- M₁ Oferta monetaria = Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
- M₂ M₁ + Depósitos de ahorro.
- M₃ Disponibilidades líquidas = M₂ + Depósitos a plazo.
- ALP Activos líquidos en manos del público = M₃ + OAL (otros activos líquidos en manos del público).
- T₁¹ 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).
- T₆¹ 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).
- T₁₂¹ 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).
- T₃³ 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).
- T₃³ 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).
- T₆⁶ 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).
- T₁₂¹² 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).
- T₁₂¹² 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_t).

Advertencias

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

Indice

Página

| | |
|----|---|
| 4 | La evolución de los mercados financieros |
| 26 | Reforzamiento del sistema monetario europeo |
| 33 | Información del Banco de España |
| 34 | Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorro |
| 36 | Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España |
| 37 | Publicaciones recientes del Banco de España |
| 39 | Indicadores económicos |

La evolución de los mercados financieros

En este Boletín Económico de noviembre de 1987, se ofrece un somero análisis de la evolución de los mercados financieros durante los nueve primeros meses del ejercicio actual. No se aborda, por lo tanto, ni la descripción de la crisis de los mercados financieros internacionales, que se ha desarrollado en el último tercio de octubre y la primera mitad de noviembre, ni un análisis detenido de sus repercusiones sobre los mercados financieros y sobre los ritmos de actividad interiores. El marco temporal condiciona el contenido del comentario, que se centra, principalmente, en el cambio de tono de la política monetaria, en la expansión de los mercados de deuda pública y en la consolidación de los flujos de crédito a las familias, y en el vuelco que se ha observado de los flujos de capitales exteriores hacia España y de la cotización de la peseta.

1. DESEQUILIBRIOS FINANCIEROS Y POLITICA MONETARIA

Durante los diez primeros meses de 1987, la economía española ha continuado evolucionando dentro de la fase expansiva iniciada el año anterior, si bien el crecimiento real se ha acelerado en el período y los precios han dado muestras de una importante desaceleración. Según las últimas estimaciones, el crecimiento real del PIB podría alcanzar, en 1987, una tasa próxima al 4,5 %, rebasando en 1,5 puntos porcentuales las previsiones formuladas al comienzo del año. En materia de precios, las estimaciones disponibles apuntan a un crecimiento del deflactor del PIB próximo al 5,6 % y a una expansión de los precios al consumo a lo largo del año, situada en el entorno del 5 %.

El notable impulso experimentado por la economía española durante el período se ha reflejado en una disminución de los desequilibrios sectoriales entre ahorro e inversión, tal como muestran las estimaciones recogidas en el cuadro 1. Por un lado, el incremento de la actividad inversora del sector privado ha reducido, sensiblemente, el excedente de ahorro del sector. Por otro, el auge de la demanda interna ha determinado una intensa absorción de bienes procedentes del exterior que ha contribuido a disminuir el excedente global del país frente al resto del mundo. El Estado, por su parte, ha registrado un descenso apreciable de su necesidad neta de financiación, como resultado del fuerte aumento experimentado por los ingresos impositivos, ya que los gastos han continuado creciendo a ritmos elevados. Esta reducción de los desequilibrios financieros sectoriales no difiere ostensiblemente de la que se preveía para la economía española en 1987, si bien ha alcanzado una intensidad superior a la que en un principio se estimó.

**1. Estimación de la capacidad neta (+)
de financiación**

| | ENE-SEP | |
|--|---------------|--------------|
| | 1986 | 1987 |
| 1. Excedente global de la economía (a) | 643 | 320 |
| 2. Estado (b) y (c) | -1.277 | -962 |
| 3. Familias y empresas no financieras (b) y (d) | 1.507 | 1.058 |
| Variación de activos | 2.491 | 3.155 |
| Variación de pasivos | 984 | 2.097 |
| 4. Otros no identificados (e) | 413 | 224 |

- (a) Según registro de caja.
 (b) Contrapartida de flujos financieros identificados.
 (c) Véase detalle en el cuadro 4.
 (d) Véase detalle en el cuadro 6.
 (e) Excedente de las instituciones financieras, de otros organismos de las administraciones públicas diferentes del Estado, cuentas restringidas de recaudación, flujos financieros no identificados y discrepancias estadísticas, entre las que se destacan las relacionadas con la contabilización de los instrumentos emitidos a descuento por su importe efectivo (sector público) o nominal (sector privado). Este dato se ha obtenido por diferencia, a partir de la identidad $1 = 2 + 3 + 4$.

Dentro de este contexto, la política monetaria se ha encontrado con el difícil cometido de tener que armonizar el notable crecimiento de la actividad interna con un objetivo de reducción de la inflación relativamente ambicioso. Hacer compatibles ambos factores ha requerido una instrumentación monetaria rigurosa. Esta exigencia venía impuesta, en primer lugar, por la necesidad de ejercer un adecuado control sobre los precios, en un año en el que se pretendía reducir el diferencial de inflación con el resto de los países europeos. Esta era la vía para lograr una mayor competitividad de los productos españoles en el exterior, en una situación en la que la apertura de los mercados internos, provocada por la reducción de aranceles, hacía más vulnerables dichos mercados y obligaba a potenciar la demanda exterior de nuestros productos. Además, cualquier intento de favorecer nuestros intercambios exteriores mediante una depreciación del tipo de cambio nominal estaba descartada, dado el contexto dominante, ya desde mediados de 1986, de expectativas de apreciación de la peseta. En segundo lugar, parecía peligroso que el ritmo interno de expansión de la actividad se distanciase, de forma muy acusada, de las tasas que se preveían para el resto de países de nuestro entorno económico. Tal situación contribuiría a agrandar el desequilibrio de la balanza comercial, generaría problemas de pérdida de valor de la peseta en los mercados de cambios y acabaría por avivar las presiones inflacionistas. Por lo tanto, parecía más prudente mantener un crecimiento moderado, pero sostenido, de la actividad económica, que aceptar una expansión muy acusada, pero con pocas probabilidades de continuidad en el medio plazo.

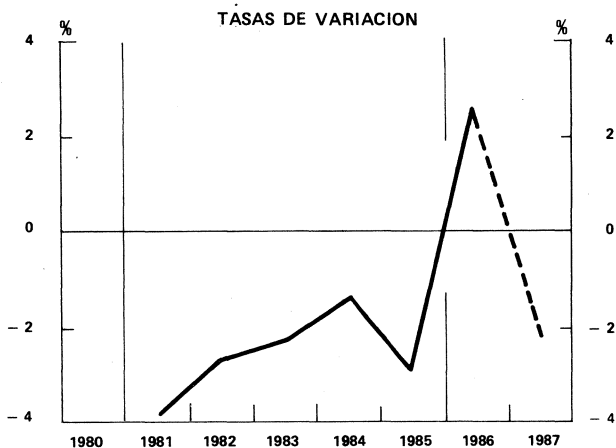
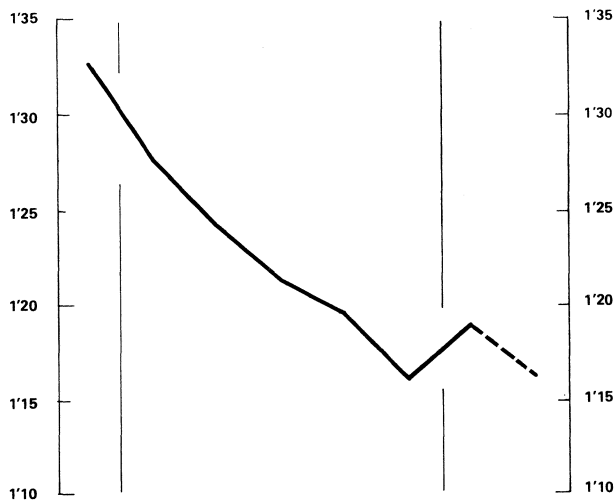
Aparte de la presión que el dinamismo mostrado por el gasto nominal ejerció continuamente sobre la política monetaria, ésta tropezó con dificultades adicionales. Por un lado, no contó con el apoyo de la política de rentas de años anteriores ante el fracaso de los pactos sociales, lo cual añadió presiones alcistas sobre los precios. Por otro, el deseo de impedir una apreciación excesiva de la peseta —perturbadora para la asignación real de los recursos aun en su carácter transitorio— y los problemas de financiación del sector público resultante de la fuerte estacionalidad de su déficit plantearon problemas de incompatibilidad con el logro de los objetivos inicialmente propuestos al incremento de las magnitudes monetarias. A estos inconvenientes se sumó la carencia de instrumentos adecuados para intervenir en los mercados monetarios, en períodos en los que el desbordamiento de los objetivos hacía necesarios fuertes drenajes de liquidez, con el fin de reconducir los agregados monetarios hacia ritmos de crecimiento más acordes con las sendas de expansión programadas.

Todos estos factores, que operaron con especial intensidad en el primer semestre del año, tuvieron consecuencias importantes. La transmisión de las acciones de política monetaria a los mercados de fondos prestables a medio y largo plazo fue lenta y costosa. Los tipos de interés de los mercados a corto plazo se elevaron considerablemente, y los ALP rebasaron, sistemáticamente, en cuatro o cinco puntos porcentuales el límite superior de la banda de objetivos definida para el año. El resultado final fue una curva de tipos de interés continuamente invertida —que reflejaba seguramente las expectativas de los agentes económicos sobre un descenso futuro de la tasa de inflación y sobre el carácter transitorio de la restricción monetaria— y unos cambios profundos en la estructura de los activos y pasivos financieros de los distintos sectores. Tales cambios acabaron por manifestarse en una disminución de la velocidad de circulación de los ALP cuya estimación para el año recoge el gráfico 1, en contradicción con el supuesto de un ligero aumento de esta variable, incorporado en la definición de los objetivos monetarios del año (1).

Al término del segundo trimestre de 1987, la tasa de crecimiento acumulada de los ALP alcanzaba el 13,6 %. La evidencia, cada vez más concluyente, de que la economía española estaba registrando una fuerte expansión del gasto nominal, basada en su componente real, sin que se apreciase acelera-

(1) El análisis sobre las razones que llevaron a suponer un aumento de la velocidad de circulación en 1987 puede encontrarse en los boletines económicos del Banco de España correspondientes a enero de 1987, página 23, y junio-agosto, páginas 27 y 28.

1. ALP / PIB
Evolución de la velocidad de circulación



ciones en los precios que hicieran peligrar seriamente el objetivo de reducción de la inflación, junto con una evolución contraria a la prevista de la velocidad de circulación de los ALP decidieron a las autoridades a acomodar, parcialmente, el crecimiento monetario y a iniciar un proceso de reducción de los tipos de interés a corto plazo. Las autoridades trataban de reordenar la curva de rendimiento-plazo de los distintos mercados, ya que una parte importante del crecimiento de la demanda de ALP se explicaba por el hecho de que la elevación de los tipos de interés a corto plazo había repercutido sobre los tipos de interés de los activos incluidos en el agregado, en mayor medida que en los tipos ajenos. Pretendían, asimismo, frenar la entrada de capital exterior incentivada por la continua ampliación de los diferenciales

entre los tipos de interés nacionales y extranjeros, en un contexto de expectativas optimistas sobre el tipo de cambio de la peseta. Y, por último, consideraban que no había razones, aparte del desbordamiento monetario, para mantener de forma prolongada tipos de interés reales a corto plazo superiores a los diez puntos porcentuales.

A partir del verano y a medida que se hacía efectiva la política anteriormente señalada, sucedieron distintos acontecimientos que han deparado nuevos impulsos expansivos a la demanda de ALP, y que han acentuado, probablemente, la caída de su velocidad de circulación. En primer lugar, comenzaron a emitirse, desde finales de junio, letras del Tesoro a doce meses. Este nuevo título público nació para cumplir una doble finalidad: completar la gama de activos ofrecidos al mercado para financiar el déficit público, cubriendo el vacío dejado por los pagarés del Tesoro en el segmento a corto plazo, y servir de instrumento de intervención del Banco de España en los mercados monetarios, mediante la cesión temporal o en firme de títulos de su cartera. Este nuevo activo financiero venía, por lo tanto, a llenar lagunas importantes que repercutían de forma negativa sobre la política de control monetario; sin embargo, la coyuntura de altos tipos de interés en los mercados a corto plazo en la que surgieron tales títulos públicos obligó a que su oferta hubiera de realizarse a rentabilidades elevadas. Ello determinó un fuerte impulso de su demanda y, al tratarse de un componente de los ALP, provocó un proceso de realimentación del ritmo de crecimiento de este agregado. En segundo lugar, determinadas modificaciones fiscales que afectan al tipo marginal de las rentas más altas en el IRPF y otras que alteran la rentabilidad de los activos con retención única en el origen han reactivado la demanda de pagarés del Tesoro por motivos de ocultación fiscal.

A esta situación se ha superpuesto la crisis registrada en los mercados internacionales de valores con sustanciales repercusiones en los mercados bursátiles nacionales. Ante este panorama, las autoridades españolas han reaccionado de forma similar al resto de países afectados, aumentando la liquidez ofrecida al sistema y reduciendo los tipos de interés —que ya habían iniciado su descenso, unos días antes del comienzo de la crisis bursátil—. La serie de acontecimientos y reacciones que se han sucedido relacionadas con la crisis bursátil han repercutido en los mercados monetarios y financieros españoles, de dos formas distintas. Por un lado, han reforzado la nueva orientación de la política monetaria tendente a favorecer un proceso de descenso prudente de los tipos de interés a corto plazo. Por otro lado, sin embargo, tanto la crisis bursátil como el proceso de re-

2. Agregados monetarios (Ø) (*)

| | Saldos m.m. | Variación intermensual (T _t) % | | | Variación acumulada desde DIC de 1986 % | | |
|--|----------------|---|-------------|--------------|---|-------------|-------------|
| | | OCT | AGO | SEP | OCT (p) | AGO | SEP |
| Activos líquidos en manos del público (ALP) | 31.639 | 21,2 | 14,3 | 17,1 | 14,0 | 14,1 | 14,4 |
| Disponibilidades líquidas (M ₃) | 23.634 | 6,8 | 3,4 | 1,8 | 8,4 | 7,8 | 7,2 |
| <i>Efectivo</i> | <i>2.548</i> | <i>12,8</i> | <i>16,5</i> | <i>24,0</i> | <i>11,5</i> | <i>12,1</i> | <i>13,2</i> |
| <i>Depósitos de la banca</i> | <i>10.659</i> | <i>7,8</i> | <i>-3,2</i> | <i>-5,9</i> | <i>6,3</i> | <i>5,2</i> | <i>4,0</i> |
| <i>Depósitos de las cajas</i> | <i>9.141</i> | <i>3,8</i> | <i>6,3</i> | <i>4,4</i> | <i>10,4</i> | <i>9,9</i> | <i>9,3</i> |
| <i>Otros depósitos (a)</i> | <i>1.286</i> | <i>8,4</i> | <i>17,7</i> | <i>10,9</i> | <i>7,1</i> | <i>8,2</i> | <i>8,5</i> |
| Otros activos líquidos | 8.005 | 83,5 | 56,4 | 79,2 | 35,8 | 38,0 | 41,6 |
| <i>Títulos públicos (b)</i> | <i>5.036</i> | <i>132,8</i> | <i>78,2</i> | <i>137,0</i> | <i>47,5</i> | <i>50,7</i> | <i>57,7</i> |
| <i>Otros activos (c)</i> | <i>2.970</i> | <i>28,0</i> | <i>27,4</i> | <i>13,2</i> | <i>20,5</i> | <i>21,2</i> | <i>20,4</i> |

(a) Banco de España, cooperativas y otras instituciones.

(b) Pagarés y letras del Tesoro (adquiridos en firme o temporalmente) y cesión temporal de deuda a medio y largo plazo.

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

(p) Provisional.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 6 a 11. *Boletín Económico*, cuadros IX-1, IX-2 y IX-4.

3. Tipos de interés (Ø)

%

| Tipo | Plazo d=día m=mes a=año | 1986 DIC | 1987 | | | | | |
|-------------------------------------|----------------------------------|-------------|------------------|-------------|-------------|-----------------------|------|------|
| | | | Medias mensuales | | | Medias decenales: OCT | | |
| | | | AGO | SEP | OCT | 1 | 2 | 3 |
| BANCO DE ESPAÑA: | | | | | | | | |
| Préstamos de regulación monetaria | 1 d. | 11,7 | 17,6 | 17,4 | 15,9 | 17,4 | 16,9 | 14,8 |
| Intervención con deuda | 7 d. | - | - | - | - | - | - | - |
| | 3 m. | - | 16,7 | 16,5 | 15,6 | 16,4 | 15,9 | 14,5 |
| TESORO: | | | | | | | | |
| Subasta de pagarés | 18 m. | 8,0 | 8,0 | 8,0 | 8,0 | 8,0 | - | 8,0 |
| Subasta de letras | 12 m. | - | 15,1 | 15,0 | 14,4 | 14,9 | 14,7 | 13,6 |
| INTERBANCARIO: | | | | | | | | |
| Depósitos | 1 d. | 11,8 | 17,7 | 17,5 | 16,2 | 17,4 | 16,5 | 14,9 |
| | 3 m. | 11,8 | 16,8 | 16,9 | 15,8 | 17,0 | 16,3 | 14,5 |
| | 6 m. | 11,5 | 16,0 | 16,3 | 15,6 | 16,6 | 15,9 | 14,4 |
| Dobles con letras del Tesoro | 3 m. | - | 16,4 | 16,3 | 15,3 | 16,1 | 15,5 | 14,4 |
| | 6 m. | - | 15,2 | 15,3 | 14,6 | 14,6 | - | - |
| Dobles con pagarés del Tesoro | 3 m. | 8,0 | 6,8 | 6,8 | 7,9 | 8,1 | 8,0 | 7,8 |
| | 6 m. | 7,8 | 7,2 | 7,2 | 7,5 | 7,3 | - | 7,5 |
| Letras del Tesoro al vencimiento | 12 m. | - | 14,8 | 14,9 | 14,2 | 14,2 | 14,3 | 14,0 |
| BANCARIOS: | | | | | | | | |
| Depósitos de la banca | 1 a. | 8,8 | 9,2 | 9,5 | ... | ... | ... | ... |
| Depósitos de las cajas | 1 a. | 8,9 | 8,9 | 9,1 | ... | ... | ... | ... |
| Crédito de la banca | | | | | | | | |
| <i>A interés fijo</i> | <i>1-3 a.</i> | <i>14,4</i> | <i>16,4</i> | <i>17,6</i> | ... | ... | ... | ... |
| <i>A interés variable</i> | | <i>12,4</i> | <i>18,0</i> | <i>18,6</i> | ... | ... | ... | ... |
| <i>Preferencial</i> | <i>1 a.</i> | <i>14,2</i> | <i>16,6</i> | <i>16,7</i> | <i>16,5</i> | ... | ... | ... |
| Crédito de las cajas a interés fijo | 1-3 a. | 14,7 | 15,6 | 16,3 | ... | ... | ... | ... |
| RENTABILIDADES BURSATILES: | | | | | | | | |
| Deuda pública | 2 a. o más | 10,4 | 13,7 | 14,3 | 14,2 | ... | ... | ... |
| Obligaciones eléctricas | 3 a. o más | 13,4 | 17,5 | 17,4 | 17,4 | ... | ... | ... |

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

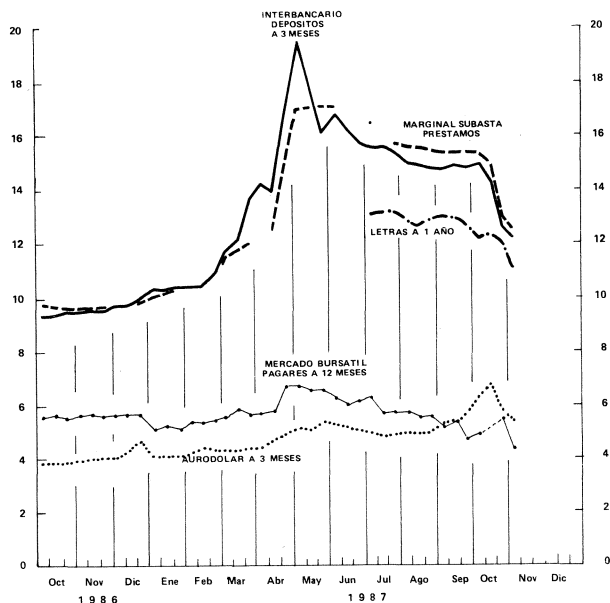
ducción de tipos señalado han introducido nuevos estímulos sobre la demanda de letras del Tesoro y, en consecuencia, de los ALP, como resultado de la afluencia hacia estos activos de fondos provenientes de los mercados de valores, ante la expectativa de descensos inmediatos de sus tipos de interés.

Al finalizar el mes de octubre y en relación a los niveles alcanzados en junio, los tipos de intervención del Banco de España se han reducido 4,625 puntos porcentuales, el correspondiente a la subasta de préstamos, y 4 puntos, el relativo a la cesión temporal de letras del Tesoro a noventa días. En el mismo período de tiempo, el Tesoro ha recortado cerca de 2 puntos los tipos a la emisión a doce meses de estos títulos. Todo ello ha repercutido en un acusado descenso de los tipos de interés del mercado interbancario de depósitos, sobre todo en los plazos más cortos, contribuyendo a normalizar la curva de rendimientos cuya pendiente se ha reducido considerablemente, aunque en los momentos actuales continúa mostrando un perfil suavemente invertido (véanse gráficos 2, 3, y 4).

Por el contrario, los agregados monetarios han continuado registrando durante el tercer trimestre y en el transcurso del mes de octubre ritmos elevados de crecimiento. La tasa acumulada de los ALP en los

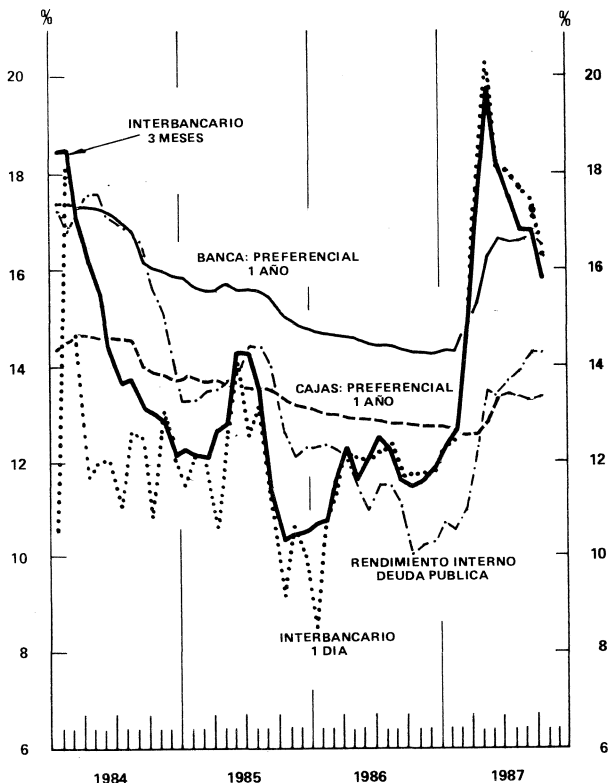
2. Tipos de interés

Medias decenales



(1). Medias semanales.

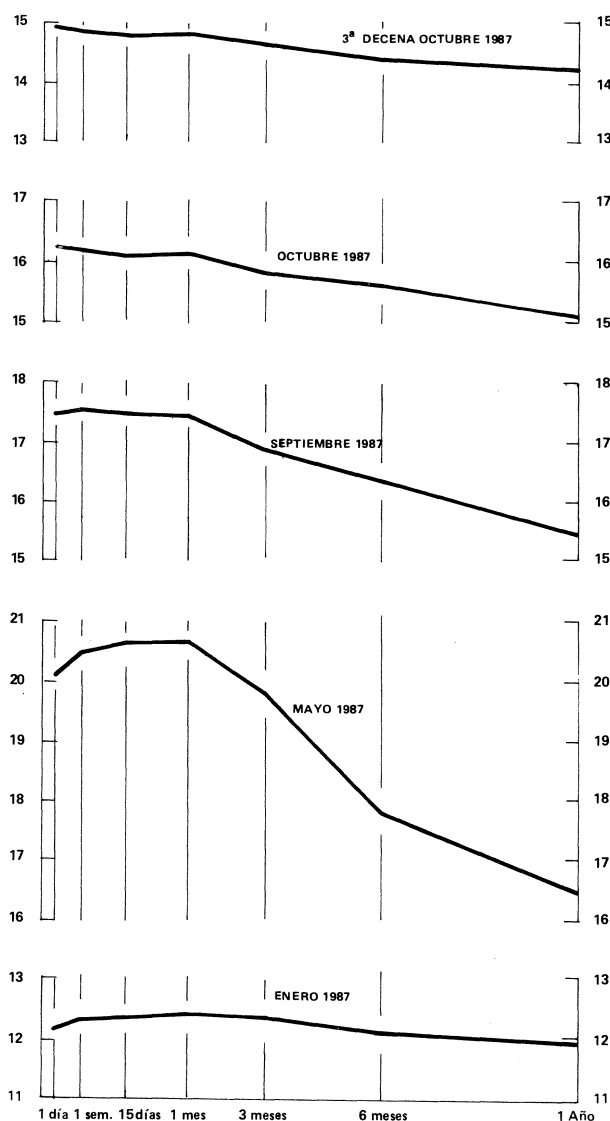
3. Evolución de los tipos de interés



diez primeros meses del año se ha situado en el 14,3 %. Sin embargo, para valorar el significado de esta expansión es necesario incorporar las previsiones actuales sobre la evolución de la producción real y la variación de la velocidad de circulación, aun cuando ambas estén afectadas de dosis de provisionalidad elevadas. Combinando un ritmo de crecimiento real del PIB en torno al 4,5 % y una caída tendencial en la tasa de variación de la velocidad de circulación del 2 %, el incremento de los ALP compatible con el mantenimiento del objetivo de expansión de los precios al consumo fijado en el 5 % se situaría en el entorno del 12,5 %. En la proximidad de esta cifra se ha situado la tasa de crecimiento del crédito interno, que ha alcanzado un valor del 13 %, aproximadamente, mientras que los activos netos frente al exterior han registrado un avance de unos 6.500 millones de dólares, que explica, en parte, el desbordamiento de los ALP. La expansión del crédito interno ha ido dirigida, primordialmente, a facilitar recursos al sector privado, cuya

tasa de crecimiento alcanzó el 14 % en los diez primeros meses del año (7 puntos por encima de lo previsto), en tanto que el crédito interno al sector público registró un ritmo de crecimiento del 11 %. Este conjunto de indicadores pone de manifiesto el grado de holgura financiera que ha disfrutado la economía española en los diez primeros meses del año.

4. Tipos de interés (Ø) Mercado interbancario de depósitos Evolución de la estructura por plazos

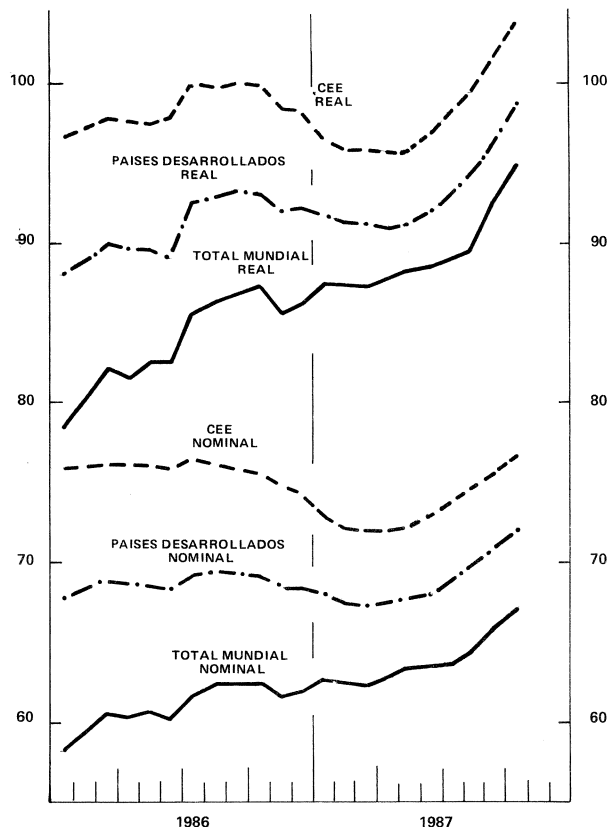


En 1987, la política monetaria ha debido instrumentarse, una vez más, en una coyuntura de profundas modificaciones en la distribución de la riqueza financiera del público, que ha alterado el contenido y significación de los ALP. Esta característica, que viene afectando a los agregados monetarios seleccionados como objetivos intermedios en los últimos años, está relacionada, de forma general, con el proceso de innovación financiera y con los cambios en la fiscalidad de los distintos activos registrados por la economía española a lo largo de la presente década. Sin embargo, el año 1987 presenta rasgos diferenciales importantes en cuanto a los factores desencadenantes y a las circunstancias que han rodeado este nuevo proceso de reordenación de carteras. Aunque estos factores y circunstancias son de índole diversa y están estrechamente interrelacionados, con el fin de realizar un análisis ordenado de los problemas que han planteado al desarrollo de la política monetaria, pueden segregarse en tres áreas fundamentales: los problemas cambiarios, la financiación del déficit público y la lentitud en la transmisión de los impulsos monetarios asociada, en cierta medida, a la falta de instrumentos adecuados de intervención.

Una de las causas principales de las dificultades registradas por la política monetaria interna ha sido la *política cambiaria* en los diez primeros meses de 1987. En este período, el Banco de España adquirió reservas de divisas por valor de unos 12.000 millones de dólares, cifra que supone un máximo histórico de intervención en estos mercados. A pesar de esta actuación, que implicó una constante presión expansiva sobre los agregados monetarios, hasta el mes de octubre y en relación a los niveles de diciembre de 1986, la peseta se apreció un 3 % en términos nominales y un 5 % en términos reales frente a la CEE tomando como indicador de precios el índice de precios al consumo. La apreciación con respecto al conjunto de países desarrollados fue superior (5,2 % y 6,6 % en términos nominales y reales, respectivamente), dada la caída registrada por la divisa estadounidense.

Al comienzo del año, las autoridades decidieron no aceptar una apreciación de la peseta tan intensa como la que marcaban las fuerzas del mercado, ya que la juzgaban transitoria y potencialmente perturbadora para la asignación de recursos reales. (Véase gráfico 5). Durante este período, los agregados monetarios registraron un crecimiento muy abultado, por razones ligadas tanto al sector exterior como a la forma de financiación del déficit público, lo cual condujo al Banco de España a la elevación de los tipos de interés en sus transacciones con el sistema bancario, ante el temor de una reanimación de las ten-

5. Tipo de cambio efectivo de la peseta (a)



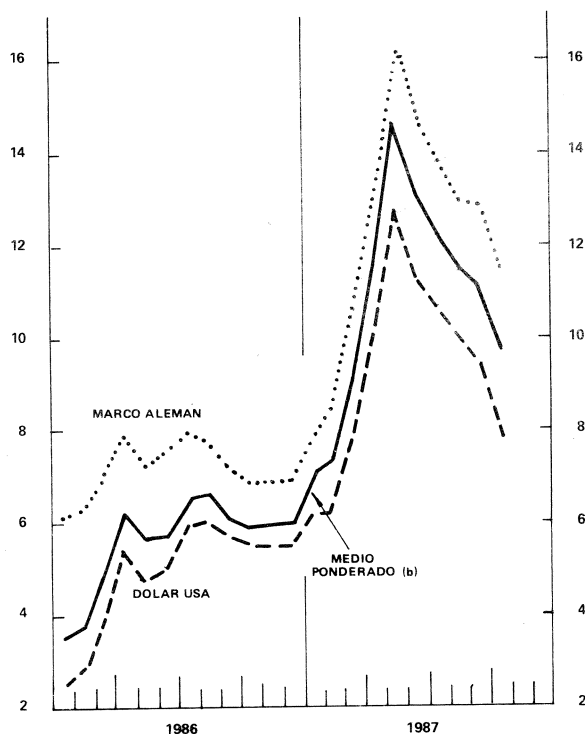
(a). Media geométrica, ponderada por la media del comercio exterior español del período 1979-1981, de las variaciones de la cotización al contado de la peseta respecto de las monedas de los países correspondientes a cada índice. La caída del índice, significa una depreciación media ponderada de la peseta, frente a las monedas que lo componen y viceversa. El índice de precios relativos utilizados para el tipo de cambio real es el correspondiente a precios de consumo.

siones inflacionistas. Con ello, el diferencial medio entre los tipos de interés interiores y exteriores fue abriéndose y provocando una entrada de capitales exteriores (ver gráfico 6). Por estas razones, en los meses de abril y mayo la peseta dejó de depreciarse frente a las principales monedas comunitarias, manteniéndose prácticamente a los niveles del mes de marzo, a pesar de la intervención compradora en el mercado de cambios.

A partir del mes de junio, resultó muy difícil evitar la apreciación real de la peseta, pues el diferencial

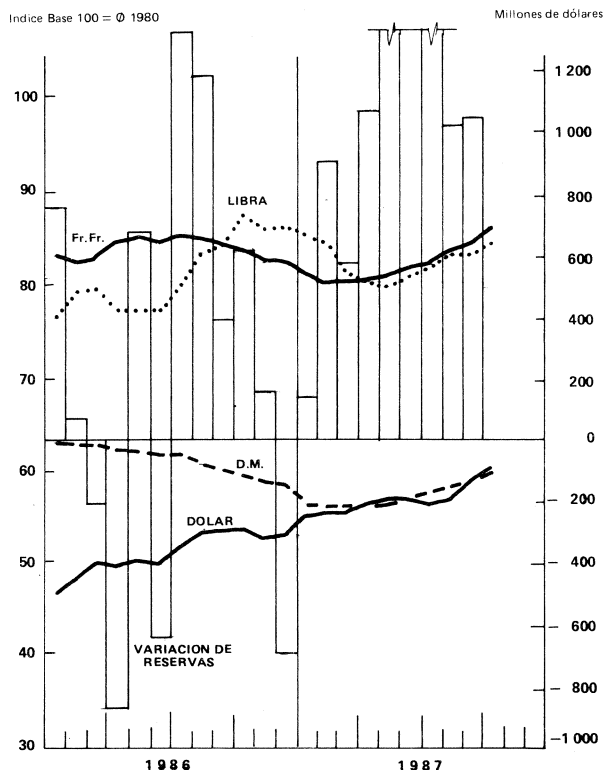
medio de intereses interiores y exteriores llegó a alcanzar los quince puntos porcentuales, y la inyección de liquidez al sistema bancario que suponían las compras de divisas necesarias para estabilizar el tipo de cambio hacía peligrar seriamente los objetivos de crecimiento de las magnitudes monetarias. Así, la peseta comenzó a experimentar una tendencia alcista frente a las principales monedas, conjugada con compras de divisas del Banco de España por cantidades muy importantes, ya que, a finales del mes de septiembre, el incremento total de reservas se cifró en 12.420 millones de dólares (véase gráfico 7). Los procesos de esterilización de las operaciones en moneda extranjera en los mercados interiores fueron tan abultados, que el Banco tuvo que renunciar, en parte, a llevarlos a cabo, aceptando el

6. Diferenciales descubiertos de la peseta (a)



(a). Diferencia entre los tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario español y en el euromercado.
(b). Tipo de interés medio del dólar, marco alemán, franco suizo, franco francés, libra esterlina y yen japonés, ponderado por la participación de cada moneda en la deuda exterior de España de diciembre del año anterior.

7. Índices de cotización al contado de la peseta (a) y variación de reservas (b)



- (a). Índice de la media mensual de los datos diarios de los cambios oficiales comprador y vendedor, respecto de los cambios medios de 1980.
 (b). Hasta noviembre de 1983, no incluye variaciones debidas a modificaciones en la valoración de las reservas de oro.

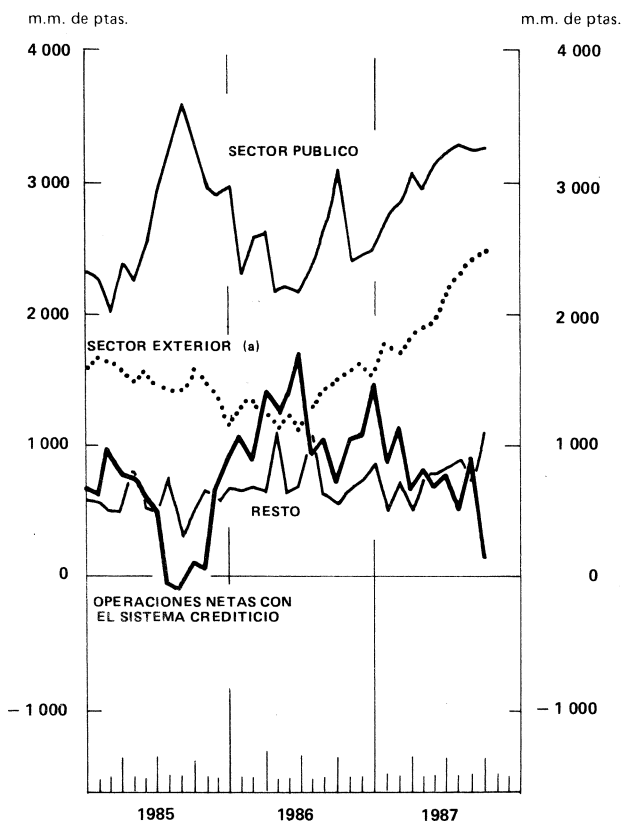
impacto expansivo del sector exterior sobre los agregados monetarios (véase gráfico 8).

Iniciado el mes de octubre, y a la vista de que las presiones a favor de la apreciación de la peseta no disminuían, el Banco de España modificó su política cambiaria. En efecto, el día 15 de octubre, decidió aceptar la apreciación de la peseta que señalaba el mercado, al tiempo que anunciaba una disminución de sus tipos de interés, en un intento de reducir su necesidad de intervención en el mercado de cambios y de acabar con las expectativas de apreciación existentes. Los resultados esperados por las autoridades se reforzaron unos días más tarde, ante la intensa caída del dólar y de las principales bolsas extranjeras, que se tradujo en importantes salidas de capitales extranjeros de las bolsas españolas. En estas circunstancias, el Banco aceptó parcialmente la de-

preciación de la peseta que marcaban las fuerzas del mercado, al tiempo que intervenía en los mercados de cambios vendiendo reservas. A finales del mes de octubre, la cotización de la peseta quedó situada, aproximadamente, en los niveles anteriores a la apreciación del día 15.

Durante la primera parte del mes de noviembre, la cotización de la peseta ha seguido experimentando una ligera caída en términos de monedas europeas, y se ha reducido claramente la intervención en el mercado de cambios. La disminución de los tipos de interés internos y la desaparición de expectativas de apreciación de la peseta han supuesto una mayor compatibilidad de los objetivos monetarios y cambiarios, con la consiguiente eliminación de los conflictos entre la política cambiaria y la instrumentación de la política monetaria registrados a lo largo de la mayor parte del año 1987.

8. Contrapartidas de la base monetaria



- (a). Ajustado por cambios de valoración del saldo de reservas.

Otra área que suscitó problemas notables a la política monetaria durante la primera mitad de 1987 fue *la financiación del déficit público*. Entre los argumentos que hicieron suponer para 1987 un aumento de la velocidad de circulación de los ALP, figuraba el mantenimiento por parte del público de ritmos de crecimiento de la demanda de deuda pública a medio y largo plazo, próximos a los registrados en la segunda mitad de 1986. El incremento de este activo en las carteras del sector privado estaba, no obstante, condicionado por las emisiones que el Tesoro estuviera dispuesto a ofrecer. Sin embargo, las elevaciones que los tipos de interés registraron en los mercados a corto plazo en los primeros meses del año indujeron al Tesoro a no asumir el coste de emitir deuda pública a medio y largo plazo a los tipos de interés que, en esos momentos, exigía el mercado, ante la expectativa de que tales elevaciones de tipos fueran transitorias. Tampoco consideró apropiado aumentar las colocaciones de pagarés del Tesoro, ya que para obtener con este instrumento la financiación que precisaba tendría que haber elevado notablemente su rentabilidad, y ello implicaba primar un activo que posibilitaba la ocultación fiscal. Por tanto, el Tesoro eligió como forma principal de financiación, en los primeros meses del año, el recurso al Banco de España.

La opción del Tesoro por esta fuente de financiación supuso una generación automática de liquidez de base del sistema bancario, en unos meses en que las necesidades públicas de financiación suelen ser abundantes (véase gráfico 8), provocando, en conjunción con las abultadas compras de divisas, un exceso de activos de caja en los mercados a corto plazo.

Finalmente, cabe destacar una última fuente de postulaciones para la política monetaria, consistente en *la lentitud de la transmisión de los impulsos de las autoridades, asociada a la carencia de un instrumento negociable de intervención*. Uno de los rasgos más peculiares de la instrumentación monetaria en el período transcurrido de 1987 y, en particular, en el primer semestre, fue el grado de respuesta tan débil que registraron los mercados de fondos prestables ante la política monetaria rigurosa que estaba practicándose. Este comportamiento de los mercados financieros podría explicarse por tres causas fundamentales: la intensidad y las características de la demanda de fondos de préstamo proveniente de las familias y empresas no financieras; la lentitud de las instituciones bancarias a la hora de restringir su oferta de crédito al sector privado, y la propia actuación del Banco de España en los mercados, que evidenció la falta de instrumentos adecuados.

Al comienzo de 1987, las autoridades decidieron reconducir gradualmente la expansión de los agregados hacia las sendas programadas, tratando de no inducir aumentos innecesarios de los tipos de interés nominales, en un contexto en el que se esperaba conseguir una reducción apreciable de la tasa de inflación. De esta forma, en los primeros meses del año procedieron a realizar elevaciones frecuentes, pero moderadas, de los tipos de interés, que tuvieron su reflejo, asimismo modesto, en los tipos de interés de las operaciones de depósito del mercado interbancario.

Esta política gradualista fue probablemente interpretada como una restricción monetaria transitoria por los distintos agentes económicos, por lo que tuvo escasos resultados en términos de contención del crecimiento de las magnitudes monetarias. En vista de ello, a partir del mes de marzo, las autoridades decidieron llevar a cabo elevaciones de mayor magnitud en los tipos de interés, que fueron acompañando y complementando con otras medidas de carácter restrictivo en los dos meses siguientes (1).

Pese a la contundencia de las medidas adoptadas, la elevación de los tipos de interés del Banco de España se trasladó con mayor intensidad a los plazos más cortos del mercado interbancario, y sólo muy lentamente fue transmitiéndose a los plazos más largos y al resto de los mercados financieros. Como antes se ha señalado, ello determinó una curva de rendimiento-plazo de los distintos instrumentos financieros marcadamente invertida (véanse gráficos 2, 3 y 4).

La actuación del público y de las instituciones bancarias como demandantes y oferentes de fondos prestables, respectivamente, contribuyó a que la demanda de activos de caja mostrase una escasa elasticidad ante las fuertes elevaciones del tipo marginal de las subastas de préstamos. La reactivación económica en curso, la paralización de las emisiones de pagarés de empresa y títulos de renta fija —cuyas causas se examinarán más adelante— y las expectativas de ganancias de capital en los mercados de valores impulsaron fuertemente al alza la demanda de crédito de las familias y empresas no financieras a las entidades bancarias. Estas instituciones, por su parte, adoptaron distintas reacciones ante una res-

(1) Estas fueron la elevación del coeficiente de caja hasta el 19,5 %, la obligación de computar en este coeficiente los saldos en pesetas convertibles, los incrementos en la posición pasiva neta de las entidades bancarias desde la 3.ª decena de abril y los saldos acreedores de las operaciones pendientes de liquidación, así como la prohibición de remunerar los depósitos de pesetas convertibles superiores a los 10 millones de pesetas que se constituyeran a partir del 28 de abril.

tricción monetaria que juzgaron transitoria: inicialmente, trataron de soslayar el mayor coste de sus recursos financieros mediante la creación de nuevas modalidades de captación de fondos no sometidas al control monetario, como las cuentas acreedoras por "operaciones pendientes de liquidación", y la cesión temporal de deuda pública a medio y largo plazo por el procedimiento de dar de baja los títulos cedidos en el activo de su balance, estableciendo con el cliente un pacto de compra futura. Posteriormente, una vez que el Banco de España incorporó, de una u otra forma, estos nuevos instrumentos de captación de ahorro en el esquema de control monetario, las entidades bancarias terminaron por repercutir, aunque sólo de forma parcial y muy lentamente, el incremento del coste de sus recursos sobre sus clientes de activo. Es probable incluso que, en algunos casos, las instituciones hayan preferido reducir sus márgenes de intermediación antes que perder su cuota de mercado. En consecuencia, mantuvieron alta su oferta de crédito, no racionando las cantidades demandadas.

Si a todas estas razones se añade que una gran parte de la demanda de crédito estuvo asociada al gasto en bienes de consumo duradero —probablemente más insensible a los tipos de interés que el gasto en bienes de inversión—, puede explicarse la coincidencia de un ritmo creciente de la demanda de recursos financieros del sector privado a las instituciones bancarias con una elevación en torno a dos puntos, entre enero y septiembre, de sus tipos de interés.

Es probable que la disponibilidad por parte del Banco de España de un instrumento adecuado para drenar liquidez, transmisible al público, habría contribuido decisivamente a que la restricción monetaria se hubiera difundido con mayor rapidez. La competencia que un instrumento de tal característica podría haber ejercido sobre los pasivos de las entidades de depósito habría impulsado a éstas a elevar su remuneración, reduciendo sensiblemente sus márgenes de intermediación, y las habría llevado a endurecer, de forma acusada, el coste y disponibilidad de su inversión crediticia. Sin embargo, hasta el comienzo del segundo semestre con la aparición de las letras del Tesoro, el Banco de España no dispuso de un instrumento para el drenaje de liquidez que admitiera una filtración fácil hasta las carteras del sector privado.

* * *

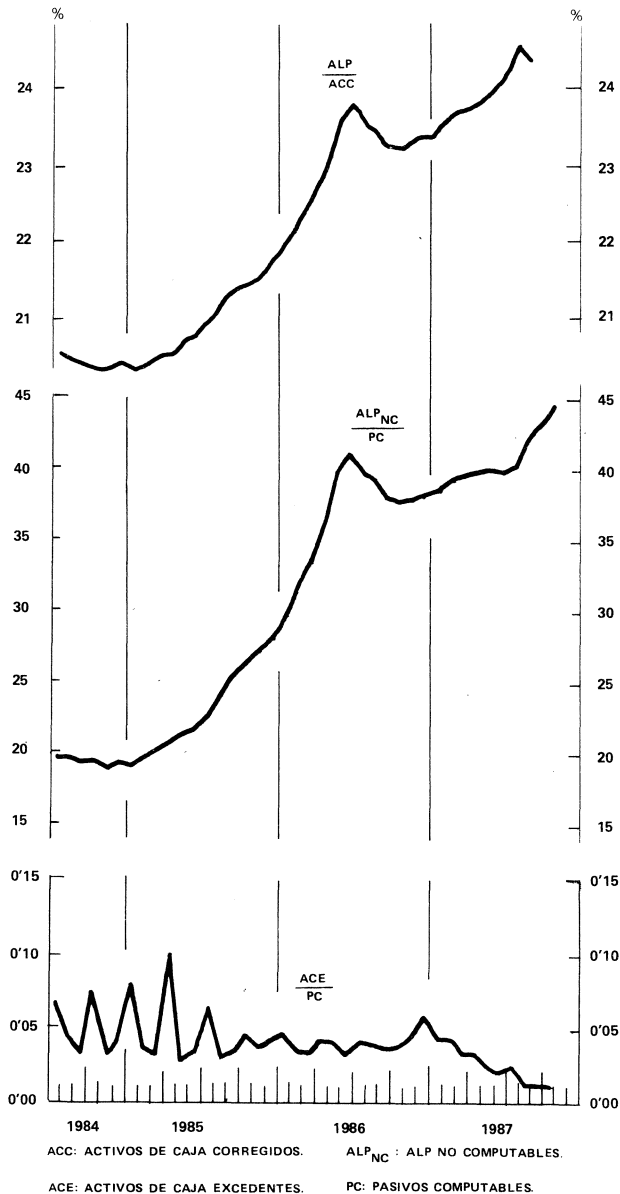
El conjunto de factores y circunstancias que ha ido exponiéndose provocó variaciones muy acusadas en la estructura de financiación de los distintos sec-

tores. La emisión de pasivos financieros del Estado se caracterizó por una marcada preferencia por el recurso al Banco de España en los primeros meses del año y por deuda a corto plazo después, frente a la situación del año anterior en que el Estado cubrió sus necesidades financieras principalmente con deuda a medio y largo plazo. El incremento de activos financieros frente al exterior, que tuvo su principal reflejo en el aumento de las reservas centrales, fue muy superior al necesario para financiar el superávit por cuenta corriente, ya que la economía española acumuló un importante volumen de pasivos frente al resto del mundo, en forma, principalmente, de inversiones de cartera de no residentes. Finalmente, el sector de familias y empresas no financieras generó un acusado volumen de pasivos financieros que, unido al excedente de ahorro, determinó una importante acumulación de activos financieros, concentrada, fundamentalmente, en el conjunto de instrumentos agrupados en el agregado ALP.

Las profundas transformaciones en los saldos de activos y pasivos financieros de los distintos sectores no sólo han producido complicaciones a la política monetaria por el lado de la demanda de ALP, sino también desde el ángulo de su oferta. Estas últimas se han derivado del aumento que en el agregado representa la proporción de los títulos públicos y, en general, de los activos no computables en el coeficiente de caja. En consecuencia, el multiplicador monetario de los activos de caja se ha tornado mucho más inestable (véase gráfico 9). Todo ello ha incrementado la incertidumbre que rodea la definición de los objetivos monetarios en términos de un agregado amplio de cantidades y ha dificultado la valoración del significado de sus ritmos de crecimiento.

En estas circunstancias, la respuesta de las autoridades ante el desbordamiento sistemático de los objetivos se ha caracterizado por dosis crecientes de flexibilidad, llegando, incluso, a lo largo del tercer trimestre, a aceptar un acomodo parcial del desbordamiento de los objetivos, cuando la evidencia fue mostrando que existían razones fundadas para esa decisión. La fuerte demanda de títulos públicos que se ha registrado en los últimos meses, asociada, fundamentalmente, al nacimiento de las letras del Tesoro, y las distorsiones registradas en los mercados de valores han reforzado la decisión de permitir un mayor crecimiento de los agregados monetarios y una reducción de los tipos de interés. Todo ello, sin embargo, dentro de una actitud muy prudente que en ningún caso suponga un descuido de la disciplina financiera coherente con el control de la inflación.

9. Multiplicador monetario y componentes



2. LA FINANCIACION DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS

Entre enero y septiembre de 1987, el Estado demandó financiación neta por importe de 962 m.m. de pesetas, cifra notablemente inferior a los 1.277 m.m. requeridos en el mismo período del año anterior (véase cuadro 4). Esta reducción de sus necesidades netas de financiación (25 % en términos nominales) es aún más significativa si se considera en términos

de PIB, dada la buena marcha de la economía en los tres primeros trimestres del año. Tal evolución ha sido consecuencia del fuerte incremento experimentado por los ingresos fiscales, que han crecido un 16 %, y, en especial, del impuesto sobre la renta de las personas físicas (38 %). Los datos disponibles permiten augurar que, para el conjunto del año 1987, podrán mejorarse los objetivos previstos en materia de déficit del Estado, estimándose que éste podrá disminuir, en porcentaje del PIB, desde el 4 % establecido inicialmente hasta el 3,8 % (en 1986 alcanzó el 5,1 %).

A pesar del descenso en los recursos demandados por el Estado, la obtención de éstos se ha llevado a cabo en unos mercados que han registrado fuertes tensiones de tipos de interés, alimentadas por la conjunción de una pujante demanda crediticia del sector privado, un elevado crecimiento de los activos financieros tomados frente al sector exterior y el mantenimiento de las necesidades de financiación del sector público en niveles elevados, aunque más reducidos. A partir de marzo de 1987, la competencia por la captación de la financiación disponible impulsó al alza los tipos de interés, al intentar el Banco de España moderar el ritmo de crecimiento de los agregados monetarios, en una situación en la que las entradas de divisas, atraídas por los elevados tipos de interés, realimentaban las presiones que impulsaban al alza dichos tipos, contribuyendo, por un lado, a mantener un diferencial atractivo para la entrada de nuevas divisas, y, por otro, al ulterior incremento de los agregados monetarios.

Pero no fueron la presión de la demanda de fondos prestables y el deseo del banco emisor de moderar el crecimiento de la cantidad de dinero las únicas causas de la rápida y notable subida de los tipos de interés, aunque fueran las más importantes. La elevación de los tipos de interés se vio también impulsada por la propia instrumentación de la financiación del déficit y, en concreto, por la inexistencia de un título de mercado a corto plazo para financiarlo. Durante la primera mitad del año 1987, el Estado, carente de un instrumento a corto plazo con características de mercado, y suponiendo transitoria la elevación de los tipos de interés, renunció a financiarse en los mercados de deuda y recurrió al crédito del Banco de España. Esta actuación frenó el desarrollo del mercado de deuda a medio y largo plazo, trasladó temporalmente una parte del coste financiero del déficit al banco emisor y dificultó la gestión de la política monetaria.

En efecto, la buena marcha de las expectativas respecto a la evolución de la inflación había permitido al

4. Financiación del Estado

m.m.

| | Variaciones acumuladas | | | |
|---|------------------------|-------------|---------------|--------------|
| | ENE-MAY | | ENE-SEP | |
| | 1986 | 1987 | 1986 | 1987 |
| 1. Necesidad (-) de endeudamiento neto (2-3-4) | -646 | -636 | -1.277 | -962 |
| 2. Variación de activos financieros | 422 | 127 | 445 | 209 |
| Dotaciones al Crédito Oficial | 29 | - | 29 | 19 |
| Contrapartida de pasivos asumidos | 380 | 100 | 380 | 100 |
| Otros activos netos | 13 | 27 | 36 | 90 |
| 3. Variación de pasivos financieros | 1.044 | 866 | 1.801 | 1.312 |
| Mercado de valores | 1.805 | 294 | 1.882 | 1.696 |
| <i>Letras del Tesoro (a)</i> | - | - | - | 1.454 |
| <i>Pagarés del Tesoro (a)</i> | 1.345 | 188 | 808 | -341 |
| <i>Deuda a medio y largo plazo (b)</i> | 391 | 188 | 1.032 | 754 |
| <i>Cédulas para inversiones y deuda RDL/8/1984</i> | 13 | -71 | -14 | -160 |
| <i>Deudas asumidas</i> | 56 | -11 | 56 | -11 |
| Sector exterior (c) | 13 | -53 | -139 | -74 |
| Emisión de moneda metálica | 2 | 6 | 7 | 18 |
| Créditos interiores asumidos | 190 | 29 | 114 | 27 |
| Recurso al Banco de España (d) | -966 | 591 | -63 | -355 |
| 4. Depósitos y desfases | 23 | -103 | -79 | -141 |
| PRO MEMORIA: | | | | |
| Financiación total concedida por el Banco de España (e) | -742 | 804 | 170 | -10 |

(a) Valores efectivos.

(b) Incluye la deuda asumida.

(c) Incluye créditos exteriores asumidos (60 m.m. en 1986).

(d) Préstamos y anticipos.

(e) Incluidas las compras netas de títulos a corto y largo plazo, menos las cesiones temporales con compromiso de recompra de éstos al sistema bancario y SMMD.

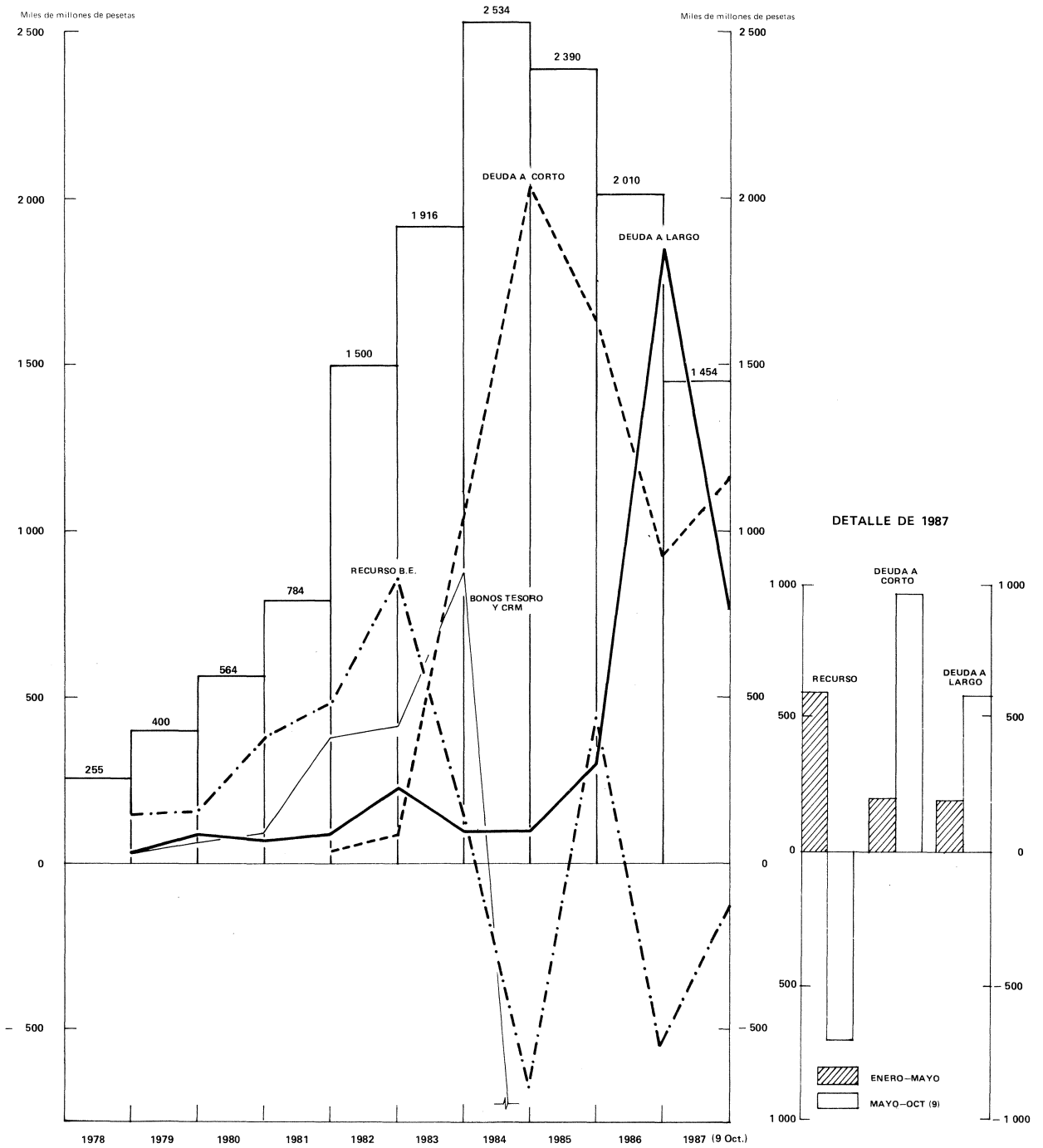
Tesoro impulsar durante el año 1986 un boyante mercado de deuda a medio y largo plazo, cuyo desarrollo estaba estrechamente ligado a la puesta en funcionamiento de un sistema de anotaciones contables, que permitiera sustentar un mercado eficiente, amplio y profundo. El retraso en la regulación del sistema de anotaciones, la evolución a partir del mes de marzo de 1987 de los tipos de interés cotizados en los mercados monetarios, y la incertidumbre que incorporaron los inversores a sus expectativas frenaron su desarrollo en la primavera del año actual. En consecuencia, el Tesoro pasó a financiarse mediante la generación de base monetaria. De la magnitud de este fenómeno da idea el hecho de que, mientras entre enero y mayo de 1986 el recurso del Tesoro al Banco de España había descendido en 966 m.m., en el mismo periodo de 1987 el Tesoro demandó recursos al banco emisor por importe de 591 m.m. (véase el cuadro 4).

En los meses de junio y julio, una vez regulado el sistema de anotaciones en cuenta de deuda pública y puesta en circulación la letra del Tesoro, comenzó una nueva etapa en la que ésta se constituyó en el

medio básico de financiación de las necesidades públicas. En sólo unos meses, las letras del Tesoro se convirtieron, por el volumen de sus emisiones y por el dinamismo de su negociación, en el activo más importante de nuestros mercados financieros. Entre junio y septiembre, el Tesoro emitió letras por un importe nominal de 1.676 m.m. (1). La aparición de este instrumento, al que tienen acceso directa o indirectamente todos los agentes económicos, significó el resurgimiento del mercado de deuda pública a corto plazo en condiciones de mercado. Los pagarés del Tesoro, que en su momento habían cumplido una función semejante, habían dejado de ser un instrumento útil para servir de punto de referencia al resto de los mercados financieros a corto plazo, debido a las características especiales que les confiere su utilización como activo apto para cubrir el coeficiente de deuda del sistema bancario y a sus peculiaridades fiscales, que distorsionan las condiciones de su suscripción y negociación. La letra, libre de estos condicionamientos, reemplazó con notable éxito a los pa-

(1) Este importe se eleva a 2.597 m.m. a 27-11-1987.

10. Variación de los pasivos financieros del Estado



garés del Tesoro. No obstante, hay que tener en cuenta que la negociación de este activo tiene lugar en mercados mayoristas y minoristas, no siempre perfectamente conexiónados, lo que da lugar a que, en el proceso de filtración hacia el público, su negociación tenga lugar dentro de una banda excesivamente amplia de tipos, propiciada por el incompleto desarrollo de sus mercados secundarios.

Así, en las operaciones efectuadas a través del servicio telefónico del mercado de dinero por las entidades financieras que participan en los mercados "al por mayor", los tipos se mueven en la parte alta de la banda mencionada anteriormente. En estos mercados gestiona el Banco de España la política monetaria y en ellos ha transferido al sistema bancario y a las sociedades mediadoras en el mercado de dinero, hasta el mes de septiembre, 871 m.m. del billón de letras suscrito hasta ese mes; estos títulos han sido cedidos, a su vez, al público por dichas entidades. Además, la rapidez y la seguridad operativa que confiere a las letras el sistema de anotaciones en cuenta han impulsado a las entidades participantes en el mercado interbancario a instrumentar una parte cada vez mayor de sus operaciones mediante dobles con letras del Tesoro, a tipos de interés muy próximos a las operaciones de depósito, configurando un potente mercado secundario de letras negociables entre entidades bancarias con acuerdos de recompra a distintos plazos.

El segmento del mercado secundario de letras del Tesoro, instrumentado mediante ventas en firme y cesiones de las entidades gestoras al público, muestra una variabilidad mayor en la gama de tipos, dada la amplia capacidad de negociación de la que disponen estas entidades frente a una clientela muy diversificada, carente, en ocasiones, de una completa información sobre la evolución de los mercados. En este segmento, los tipos de interés de una parte de las operaciones tienden a aproximarse hacia los tipos vigentes para los depósitos bancarios.

Por lo que se refiere al otro instrumento a corto plazo —los pagarés del Tesoro—, hay que señalar que la importante caída que se registró hasta finales de septiembre en sus emisiones netas (—442 m.m.) no está teniendo continuidad en los meses de octubre y noviembre. Las causas de la recuperación de su demanda radican en los efectos derivados de la orden ministerial que eleva el tipo mínimo aplicable para el cálculo de la retención fiscal a practicar sobre los rendimientos de los activos financieros con retención en el origen ("afros") desde el 8,5 % al 15% %, en la anunciada modificación de la tarifa del impuesto de la renta de las personas físicas, y en la reciente reducción de los tipos de interés negociados

en los mercados monetarios. Estos factores han provocado un desplazamiento desde los "afros" y otros activos financieros hacia los pagarés del Tesoro, que han ganado atractivo, al mejorar su posición relativa en términos de rendimiento efectivo.

La reducción de los tipos de interés en los mercados monetarios, que ha aplanado la curva de rendimientos, ha facilitado también la traslación de una parte de la demanda hacia los títulos de deuda a medio y largo plazo. Hasta septiembre, sin embargo, este mercado registró una baja actividad, que contrasta con el dinamismo mostrado en 1986. Su debilidad ha sido consecuencia de la decisión del Tesoro de no financiarse transitoriamente en él, ante la acusada elevación de los tipos exigidos por los inversores, causada, a su vez, por los altos tipos de interés vigentes en los mercados monetarios y la fuerte prima de riesgo exigida para aceptar inmobilizaciones a largo plazo, en un contexto de mayor incertidumbre respecto a su evolución futura. Esta debilidad del mercado de deuda a medio y largo plazo se pone más de manifiesto si se considera que del total de las emisiones —un 30 % inferiores a las del mismo período de 1986— un 61 % fue suscrito por el Banco de España. La suscripción del resto se distribuyó entre el sistema bancario (22 %), las compañías de seguros (6 %), otras instituciones financieras (1 %) y las familias y empresas no financieras (10 %).

Ahora bien, dado que el sistema bancario actúa en este mercado, al igual que en los de las letras y pagarés del Tesoro, como intermediario entre éste y el sector privado, el análisis de los procesos de suscripción debe complementarse con el estudio de la variación neta de las carteras de deuda. Estos muestran que las compras del sector privado fueron mucho más significativas de lo que se deduce del análisis de las suscripciones. Repasando las compras netas o variación final del saldo de los diferentes instrumentos de deuda en las carteras de los inversores hasta septiembre (cuadro 5), se observa que, en el caso de las letras del Tesoro, el sistema crediticio adquirió 1.384 m.m. en valor nominal (de ellos, 1.000 m.m. por el Banco de España y 384 m.m. por el sistema bancario), las sociedades mediadoras en el mercado de dinero 2 m.m., y el sector privado, 290 m.m. La disminución del saldo neto de los pagarés del Tesoro (—442 m.m.) se distribuyó entre el sistema crediticio (—186 m.m. el Banco de España y —45 m.m. el sistema bancario) y el público (—231 m.m.), debido a la falta de aliciente que mostraron, hasta fechas recientes, en relación con otras inversiones alternativas. El mayor volumen de compras en firme de títulos de Estado por las familias y empresas tuvo lugar en el mercado de deuda a medio y largo plazo (437 m.m.) de la que el Banco de España

5. Mercados de deuda pública (a)

m.m.

| | ENE-MAY | | ENE-SEP | |
|---|--------------|-------------|--------------|--------------|
| | 1986 | 1987 | 1986 | 1987 |
| EMISIONES NETAS | 1.944 | 337 | 1.852 | 1.987 |
| Letras del Tesoro | — | — | — | 1.676 |
| <i>Emisiones brutas</i> | — | — | — | 1.676 |
| <i>Amortizaciones</i> | — | — | — | — |
| Pagarés del Tesoro | 1.510 | 180 | 769 | -442 |
| <i>Emisiones brutas</i> | 2.452 | 1.296 | 4.147 | 2.151 |
| <i>Amortizaciones</i> | 942 | 1.016 | 3.378 | 2.593 |
| Deuda negociable a medio y largo plazo | 434 | 157 | 1.083 | 753 |
| Del Estado | 391 | 188 | 1.016 | 754 |
| <i>Emisiones brutas (b)</i> | 433 | 213 | 1.115 | 867 |
| <i>Amortizaciones</i> | 42 | 25 | 99 | 113 |
| De las comunidades autónomas y corporaciones locales | 43 | -31 | 67 | -1 |
| COLOCACIONES | 1.944 | 337 | 1.852 | 1.987 |
| Sistema crediticio y SMMD | 1.424 | 442 | 1.339 | 1.491 |
| Letras del Tesoro | — | — | — | 1.386 |
| Pagarés del Tesoro | 1.084 | 370 | 507 | -211 |
| Deuda del Estado a largo | 297 | 102 | 765 | 317 |
| Deuda de las comunidades autónomas y corporaciones locales | 43 | -30 | 67 | -1 |
| Resto | 505 | -105 | 513 | 496 |
| Letras del Tesoro | — | — | — | 290 |
| Pagarés del Tesoro | 426 | -190 | 262 | -231 |
| Deuda del Estado a largo | 79 | 86 | 251 | 437 |
| Deuda de las CA y las CL | — | -1 | — | — |
| PRO MEMORIA: | | | | |
| Cesiones temporales al público por el sistema crediticio y las SMMD | 1.217 | 684 | 961 | 1.079 |
| De letras del Tesoro | — | — | — | 864 |
| De pagarés del Tesoro | 1.217 | 282 | 923 | -152 |
| De deuda del Estado a largo | — | 402 | 38 | 367 |

(a) Valores nominales.

(b) Incluye las reinversiones por canjes. No incluye las deudas asumidas.

adquirió también 445 m.m., frente al comportamiento del sistema bancario, que se desprendió de 126 m.m. en términos netos.

Un análisis de las compras de títulos del Estado por los diferentes sectores económicos, en el que se tomen también en consideración las operaciones de cesión temporal, a través de las que se instrumenta actualmente la mayor parte de las adquisiciones (véase el pro-memoria del cuadro 5), muestra una composición muy diferente de las adquisiciones descritas en el párrafo anterior. En efecto, además de los importes señalados antes, el sector privado compró al sistema bancario y a las sociedades mediadoras en el mercado de dinero, con compromiso de reventa antes de su vencimiento, 864 m.m. en letras del Tesoro (1) y 367 m.m. en deuda a medio y largo

(1) Este fue posible porque, previamente, el Banco de España había cedido 871 m.m. al sistema bancario y a las sociedades mediadoras en el mercado de dinero.

plazo; además, redujo el saldo de los pagarés del Tesoro mantenidos en estas condiciones en 152 m.m.

Por lo que se refiere a los mercados secundarios, hay que señalar que no se dispone todavía de una información completa del desarrollo del mercado de deuda materializada en anotaciones contables. En estos últimos meses está teniendo lugar el proceso de incorporación al Sistema de Anotaciones en Cuenta de los títulos de deuda a medio y largo plazo susceptibles de quedar incluidos en el mismo, si bien determinados problemas de carácter administrativo están retardando el traspaso. Se espera que, a finales del presente año, más del 90 % del total de la deuda negociable del Estado esté incluido en el Sistema de Anotaciones en Cuenta. El mercado de deuda anotada se encuentra todavía en una primera fase en la que funciona ya un núcleo de 66 entidades gestoras. En este momento se avanza en la puesta

en marcha de los "creadores de mercado", grupo reducido de entidades gestoras que mantendrán posiciones permanentes a ambos lados del mercado y a través del cual, previsiblemente, se llevará a cabo la intervención del Banco de España en los mercados monetarios. Junto a esta figura, la existencia de "mediadores ciegos" —agentes que ofrezcan a los creadores de mercado una red informática para casar operaciones— completará el desarrollo institucional de este mercado. No obstante, quedan pendientes ulteriores desarrollos en el campo de las conexiones informáticas, que permitirán avanzar en la mayor eficiencia del mismo.

El mercado bursátil de deuda, por su parte, ha reducido considerablemente su volumen de negociación, pasando de 212 m.m., de enero a septiembre de 1986, a 112 m.m. en el mismo período de 1987. Si se recogen, además, las operaciones realizadas a cambio convenido, el volumen de contratación ascendería a 266 m.m. en los tres primeros trimestres de 1986 y a 291 m.m. en ese período de 1987, correspondiendo más de un 90 % del total a las operaciones a cambio convenido realizadas fuera de los corros bursátiles. La reducción de la negociación directa en bolsa es consecuencia tanto del menor interés mostrado por los inversores hacia la deuda a largo plazo, como del traslado de la negociación hacia el mercado de anotaciones en cuenta.

Finalmente, cabe señalar que sólo se dispone de datos parciales sobre las necesidades de financiación del resto de administraciones públicas diferentes del Estado. De ellos se desprende una demanda moderada de fondos por parte de estas instituciones, que han emitido un volumen de deuda similar al de sus amortizaciones (35 m.m.), y sólo han solicitado créditos al sistema crediticio por un importe de 57 m.m. de pesetas. Del sistema de la Seguridad Social únicamente se dispone de datos muy parciales, pero, a tenor de la evolución de sus ingresos y de los datos conocidos indirectamente a través del sistema crediticio, puede estimarse que su financiación no está presentando problemas en 1987.

3. LA FINANCIACION DEL SECTOR PRIVADO

Los datos conocidos del período enero-septiembre de 1987 confirman la tendencia, ya advertida en los meses anteriores, de descenso del flujo neto de financiación concedido por las familias y empresas al resto de los sectores. Tal disminución, paralela a la reducción apreciada en el desequilibrio financiero del sector público y en la financiación otorgada al resto del mundo, no se tradujo, sin embargo, en una caída en el ritmo de acumulación de activos finan-

cieros por parte de las familias y empresas. Como puede apreciarse en el pro-memoria del cuadro 6, este registró, incluso, una cierta aceleración, de forma que la reducción de la capacidad financiera del sector hubo de corresponderse con un notable avance de la tasa de emisión de pasivos financieros.

Estos fenómenos guardan una relación muy directa con el rápido aumento de ritmo de actividad a lo largo de 1987. La aceleración en el crecimiento de la renta real permitió el sostenimiento de una elevada tasa de acumulación de activos financieros por

6. Financiación del sector privado

m.m.

| | ENE-SEP | |
|---|--------------|--------------|
| | 1986 | 1987 |
| CAPACIDAD DE FINANCIACION (+) (1-2) | 1.507 | 1.058 |
| 1. Variación de activos financieros | 2.491 | 3.155 |
| Activos líquidos del público (a) (b) | 1.865 | 2.557 |
| Títulos monetarios no incluidos en ALP (pagarés de empresa y transferencias de créditos) | 163 | 40 |
| Títulos de renta fija | 313 | 482 |
| Títulos de renta variable | 218 | 34 |
| Créditos al exterior | -68 | 42 |
| 2. Variación de pasivos financieros | 984 | 2.097 |
| Títulos del mercado monetario | 128 | 21 |
| Letras | -67 | -6 |
| Pagarés de empresa | 61 | -114 |
| Transferencias de crédito | 134 | 141 |
| Títulos de renta fija | 132 | -83 |
| Emisiones netas | 203 | -75 |
| Asumidas por el Estado | -71 | -8 |
| Títulos de renta variable | 297 | 172 |
| Créditos | 290 | 1.823 |
| De instituciones financieras (c) | 802 | 1.710 |
| En pesetas | (942) | (1.612) |
| En moneda extranjera | (-140) | (98) |
| De bancos | (198) | (683) |
| De cajas | (446) | (819) |
| De cooperativas | (23) | (53) |
| Del crédito oficial | (130) | (164) |
| De otros | (5) | (-9) |
| Del exterior | -512 | 113 |
| Inversiones extranjeras en inmuebles | 137 | 164 |
| PRO MEMORIA: (%) | | |
| ALP (*) (d) | 12,1 | 14,1 |
| Total activos financieros (*) (d) | 11,0 | 12,4 |
| Crédito interno (*) (d) | 11,6 | 14,1 |
| Total pasivos financieros (*) (d) | 7,2 | 10,7 |

(a) Incluye los depósitos de empresas públicas y organismos autónomos comerciales e industriales.

(b) Véase detalle en el cuadro 2.

(c) Incluye los créditos a empresas públicas y organismos autónomos comerciales e industriales.

(d) Tasa anual de variación.

parte de las familias y las empresas, incentivada por la existencia, a lo largo de todo el período, de elevados tipos de interés reales positivos. El aumento de la demanda de recursos financieros por parte del sector se explica por la necesidad de financiar una inversión en rápido auge, al tiempo que el crédito a las unidades familiares (para vivienda, y, especialmente, para consumo) experimentó una expansión acelerada.

Así, el aumento, en términos desestacionalizados, de la financiación recibida por las familias y empresas fue, en el período enero-septiembre de 1987, del 10,7 % en tasa anual, frente al 7,2 % en el mismo período del año anterior. Al propio tiempo, el patrón de distribución de los recursos recibidos entre los distintos instrumentos y mercados experimentó alteraciones muy significativas. Brevemente resumidas, pueden limitarse a: una reducción muy apreciable en el volumen de recursos obtenidos en los mercados de valores, una captación de fondos en los mercados crediticios exteriores, que, aunque de cuantía modesta, contrasta vivamente con la rápida reducción de los saldos deudores por este concepto experimentada en el año anterior, y un sensible avance de la importancia relativa de los mercados crediticios interiores en la provisión de fondos al sector privado.

El *aumento de los activos financieros* de las familias y las empresas fue, en el período considerado, del 12,4 % en tasa anual, algo superior al registrado en el mismo período del año anterior. Como queda de manifiesto en el cuadro 6, la adquisición de instrumentos incluidos en los activos líquidos del público representó más del 80 % de la variación total de activos financieros. El crecimiento en tasa anual de esta magnitud fue del 14,1 %, muy por encima del límite superior de la banda prevista. Las razones de este comportamiento, así como los cambios registrados en la composición del agregado monetario, ya han sido expuestos con detalle en el epígrafe 1, dedicado al examen de la política monetaria. Sin embargo, cabe insistir, por las repercusiones para el resto de los mercados financieros, en los aspectos más destacados de la evolución de ALP. Sobre un trasfondo de rápido aumento de la actividad, su crecimiento se vio decisivamente afectado por la evolución de los tipos de interés. La instrumentación de una política monetaria de índole restrictiva a partir de los primeros meses del año provocó una considerable elevación de los tipos de interés a corto plazo. La transmisión parcial y retrasada de estas alteraciones a los mercados a largo plazo ocasionó la configuración de una curva de tipos de interés invertida, que redujo la demanda de instrumentos a más largo plazo.

A ello hay que sumar las particulares características de la financiación pública a lo largo de 1987. El Tesoro, en el primer semestre de 1987, recurrió intensamente al Banco de España y, a partir del mes de junio, desplazó el peso de su financiación hacia las letras del Tesoro, incluidas dentro de la definición de ALP. La menor emisión de títulos públicos a largo, así como los efectos depresivos sobre el mercado de pagarés de empresa de los altos tipos ofrecidos por las letras, fueron dos factores importantes para la expansión de la cuota de la riqueza financiera materializada en activos incluidos en ALP.

De los desplazamientos internos en esa magnitud debe destacarse que, al igual que en años anteriores, los depósitos aumentaron a un ritmo muy inferior al del conjunto de ALP. Sin embargo, pudo apreciarse una cierta aceleración en el crecimiento de las disponibilidades líquidas, mientras que los restantes activos líquidos moderaban su tasa de expansión. Este hecho, por una parte, obedece al aumento de los saldos de estos últimos en los años recientes, pero refleja también la reducción de las tenencias del público de pagarés del Tesoro (adquiridos en firme o temporalmente). El fin del proceso de sustitución de activos financieros generado por el cambio en su normativa fiscal y el establecimiento de altos diferenciales negativos de tipos de interés con respecto a otros instrumentos (particularmente, letras del Tesoro) explican esta caída.

La evolución de los activos financieros no incluidos en ALP estuvo marcada por la reducción experimentada en el ritmo de adquisición de títulos privados de renta fija y variable, por el aumento de las colocaciones de deuda a largo y por la evolución muy irregular de las compras de pagarés de empresa y transferencias de crédito, que experimentaron un cierto avance en el primer semestre y redujeron rápidamente sus saldos a partir del comienzo de la emisión de letras del Tesoro.

El mercado de títulos privados a corto plazo, tras una fase de extraordinario dinamismo en el segundo semestre de 1986, acusó, en los primeros meses de 1987, la elevación de los tipos de interés en los mercados monetarios. Esta elevación, que no tuvo paralelo en el coste del crédito bancario, disminuyó el incentivo de emisión por parte de muchas empresas. Por otra parte, la crisis de FECSA se tradujo en una menor capacidad de las empresas eléctricas para acudir al mercado y en un endurecimiento general de las condiciones de emisión para otras empresas. Estos fenómenos afectaron, particularmente, a la emisión directa de pagarés. Por el contrario, los bancos y cajas continuaron cediendo al público parte de sus carteras de créditos, a través de transferen-

cias. A partir del mes de junio, la dura competencia ejercida por las letras del Tesoro, emitidas a tipos muy ventajosos para los adquirentes, provocó una paralización de las emisiones y la reducción de la actividad de la banca en la cesión de sus créditos, con lo que los saldos vivos de títulos privados a corto plazo comenzaron a descender rápidamente.

El ritmo de suscripción de títulos de renta fija privada decreció sensiblemente, a causa, sobre todo, de factores de oferta. La elevación registrada en los tipos de interés provocó el retraimiento de los emisores, que recurrieron, principalmente, al crédito bancario. Estas mismas consideraciones, unidas al retraso de la puesta en funcionamiento del sistema de anotaciones en cuenta, explican la reducción de emisiones de deuda pública a largo, que, sin embargo, tuvieron una buena aceptación por el público. Este suscribió más de 400 m.m. netos en el período enero-septiembre, en buena parte a través de compras de títulos a las instituciones bancarias, que, a partir del mes de mayo, comenzaron a deshacerse de parte de su abultada cartera de deuda.

La adquisición temporal de títulos de deuda, que en el cuadro 6 figura dentro de ALP, revistió gran importancia en los cinco primeros meses del año, período en el que superaron los 400 m.m. Posteriormente, los títulos a largo fueron sustituidos por las letras como instrumentos principales para la realización de estas operaciones, lo que ocasionó una reducción en las tenencias temporales de títulos de deuda a largo por parte del sector privado.

En el mercado de renta variable, la disminución de la oferta y el gran volumen de compras por parte de inversores extranjeros fueron las causas fundamentales del reducido volumen de suscripciones por residentes recogidas en el cuadro 6.

Por lo que se refiere a la *variación de pasivos financieros* por parte de las familias y empresas, ya se ha destacado el rápido aumento del endeudamiento del sector en el período considerado. Esta evolución se reflejó, en primer lugar, en el cambio de signo de la financiación proporcionada por los mercados exteriores. El endurecimiento de las condiciones en los mercados internos y la fortaleza mostrada por la peseta indujeron el cese de la amortización de créditos exteriores, e, incluso, a partir de los meses de verano, una intensificación de la toma de fondos en el exterior. Sin embargo, la mayor parte de los recursos captados por las familias y las empresas se canalizó a través de los mercados crediticios internos, que, a lo largo de los meses transcurridos de 1987, registraron una espectacular expansión. El impulso de la demanda interna y la política de tipos de las institu-

ciones financieras, que trasladaron tardíamente y de forma muy amortiguada a sus tipos activos el encarecimiento de los recursos en el mercado de activos de caja, fueron las causas principales de esta evolución.

Dentro de los mercados crediticios, destacó la actividad de los segmentos dirigidos a las personas físicas (préstamos hipotecarios, personales de consumo, etc.). Por otra parte, cabe resaltar el aumento de los créditos en moneda extranjera y el retroceso del mercado de créditos a tipo variable, debido a la rápida elevación de su coste, en relación directa con la subida de tipos interbancarios.

Por lo que se refiere al reparto del crédito por instituciones, el fenómeno más significativo fue la ganancia de cuota de mercado de las cajas de ahorros, atribuible a una política mucho más agresiva de fijación de tipos activos y a la mayor expansión relativa de los créditos a unidades familiares.

La financiación obtenida por el sector privado a través de créditos exteriores fue positiva, por importe de 113 m.m., frente a una caída de los saldos deudores por este concepto, en el año anterior, de 512 m.m. Si a ello se suma la financiación obtenida a través de inversiones extranjeras (directas o, sobre todo, en cartera, que experimentaron una rápida expansión), el total de recursos captados en los mercados exteriores fue de casi 1.000 m.m., frente a una cifra negativa cercana a 10 m.m. en el mismo período de 1986.

Como antes se ha señalado, los mercados primarios de valores privados mostraron muy escasa actividad en 1987. La emisión de títulos privados a corto plazo, tal y como se refleja en el cuadro 25, alcanzó una cifra de 21 m.m., de los cuales, 141 m.m. corresponden a transferencias de activos realizadas por las instituciones financieras, mientras que el saldo de pagarés en circulación disminuyó en 114 m.m.

Los mercados de obligaciones acusaron la retracción de la oferta, ante la elevación experimentada por los tipos de interés. Las emisiones netas fueron negativas por un importe de 75 m.m. La inactividad de las empresas eléctricas y de las grandes empresas públicas explica esta evolución. Por el contrario, las empresas industriales privadas captaron unos 37 m.m., que contrastan con la caída de los saldos de 6 m.m. en el mismo período del año anterior.

Las emisiones de títulos de renta variable experimentaron una acusada reducción, alcanzando apenas 172 m.m. (frente a 297 m.m. en enero-

septiembre de 1986). La primera parte del año fue de escasa actividad, debido al mal comportamiento de las cotizaciones de las empresas eléctricas y a la incierta evolución del índice de bolsa en el segundo trimestre del año. A partir del mes de junio, se produjo el grueso de las emisiones, que coincidió con la fuerte subida de los precios bursátiles. Sin embargo, la brusca caída de octubre terminó con las buenas perspectivas que presentaba el mercado.

El mercado secundario de acciones, a lo largo de los meses transcurridos de 1987, ha seguido un curso muy irregular. El comienzo del año fue muy alcista, pero, a partir del mes de febrero, el endurecimiento de la política monetaria marcó el inicio de un período de oscilaciones en los cambios. En el mes de junio se reinició la subida de las cotizaciones, inducida por una corriente extraordinariamente intensa de inversiones extranjeras, por la expectativa de que las restricciones monetarias fueran transitorias, y por el desencadenamiento de un fuerte proceso especulativo. En el mes de octubre se registró una brusca, caída del índice, paralela al derrumbe de la bolsa de Nueva York.

A pesar de que las expectativas de la economía española no son sensiblemente peores de lo que eran en el período de alza, y de la apreciable suavización de la política monetaria en las últimas semanas, la depresión del índice ha mostrado ser persistente. Esta situación está relacionada con la enorme incertidumbre presente en los mercados financieros internacionales y con la retirada de capitales extranjeros, incentivada por el fin del período de expectativas alcistas sobre el tipo de cambio de la peseta tras la rápida apreciación de octubre. Sin embargo, también refleja factores internos, como una crisis de confianza de los inversores nacionales, en especial de los pequeños ahorradores que habían accedido recientemente al mercado, y también el hecho de que algunos de los valores cotizados en bolsa habían alcanzado, durante el alza, niveles de precios que no se correspondían con la situación patrimonial ni con las expectativas de resultados de las empresas.

4. MOVIMIENTOS DE CAPITAL ENTRE ESPAÑA Y EL EXTERIOR

Según los datos del registro de caja, durante los nueve primeros meses del año, se ha registrado una intensa afluencia de fondos procedentes del exterior, principalmente en forma de inversiones de capital privado a largo plazo y a través del endeudamiento de dicho sector en los mercados crediticios internacionales. Este hecho, unido al carácter excedentario de la cuenta corriente y a la escasa importancia de las salidas de capitales españoles a los mercados fi-

nancieros internacionales, ha determinado un superávit en la balanza básica de casi 10.000 millones de dólares y un aumento en las reservas centrales por valor de 12.420 millones de dólares (véase cuadro 7). Pese a la espectacularidad de estas cifras, cabe apuntar, aunque no sea el objeto de este comentario, que dichos datos encubren determinados aspectos de la estructura presente de la balanza de pagos española, que pueden ser el origen de importantes desequilibrios futuros.

La fuente principal de entrada de capitales durante la parte transcurrida del año ha estado constituida por las inversiones extranjeras de carácter privado. En septiembre, su valor acumulado ascendía a 6.741 millones de dólares (853 m.m.), cifra que supera en algo más de 1.500 millones el valor acumulado para todo el año 1986 (véase cuadro 8). Unas expectativas de crecimiento futuro de la economía española superiores a la media de los países comunitarios, la repercusión de la incorporación de España a la Comunidad, pero, sobre todo, el incremento en la rentabilidad relativa de los activos denominados en pesetas y la consolidación de unas expectativas de apreciación de nuestra divisa, señalados previamente, son los factores que han contribuido a determinar el fuerte avance de las inversiones extranjeras durante la parte transcurrida del año. De estas, las denominadas "de cartera" han sido, según los datos del registro de caja, las que han experimentado el ascenso más importante, con un valor acumulado hasta septiembre de 3.500 millones de dólares (449 m.m.), frente a los 1.144 millones (162 m.m.) en el mismo período del año anterior. Junto a las razones apuntadas anteriormente, la coyuntura bursátil, de carácter excepcionalmente alcista hasta mediados del mes de octubre, ha favorecido, sin duda, la expansión de este tipo de inversiones. En todo caso, debe señalarse que, posiblemente a raíz del último cambio en el criterio de clasificación de las inversiones extranjeras, introducido en el registro de caja a partir de la entrada en vigor de la nueva ley de inversiones extranjeras a finales de 1986, las cifras correspondientes a las inversiones en cartera estén algo sobrevaloradas (1).

Las inversiones directas, por su parte, han supuesto hasta septiembre de 1987 una entrada acu-

(1) En efecto, a raíz de la misma, la adquisición de acciones, cuando la participación extranjera es superior al 20 % del capital de la empresa, ha dejado de incluirse en el concepto de inversión de cartera para integrarse en el de inversión directa. Es posible, por tanto, que durante la parte transcurrida del año se hayan cometido errores de asignación según el nuevo criterio, motivados por el propio modo de elaboración del registro de caja, y que los datos de inversiones en cartera estén incluyendo algunas cifras que deberían haberse imputado al nuevo concepto de inversiones directas.

7. Movimientos exteriores de capital

| | ENE-SEP | | ENE-SEP | |
|--|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | 1986 (a) | 1987 (a) | 1986 (b) | 1987 (b) |
| Balanza de capital (I+II+III+IV) | -642,6 | -320,0 | -4 591,6 | -2 533,6 |
| I. Capital a largo plazo (I=A+B) | -206,5 | 905,8 | -1.455,5 | 7.200,1 |
| A. Capital privado (A=a-b) | -34,0 | 905,0 | -190,7 | 7.176,4 |
| a) del exterior en España | -12,2 | 943,6 | -32,3 | 7.468,7 |
| 1. Inversiones | 502,5 | 853,1 | 3.551,1 | 6.740,6 |
| 2. Créditos | -514,7 | 90,5 | -3.583,4 | 728,1 |
| b) de España en el exterior | 21,8 | 38,6 | 158,4 | 292,2 |
| 1. Inversiones | 72,8 | 72,1 | 514,7 | 555,7 |
| 2. Créditos | -51,0 | -33,5 | -356,3 | -263,5 |
| B. Capital público (B=a-b) | -172,5 | 0,8 | -1.254,7 | 23,7 |
| a) del exterior en España | -148,0 | 11,8 | -1.082,9 | 108,5 |
| 1. Inversiones | 9,3 | 47,1 | 68,3 | 368,8 |
| 2. Créditos | -157,3 | -35,3 | -1.151,2 | -260,3 |
| b) de España en el exterior | 24,5 | 11,0 | 171,8 | 84,8 |
| 1. Inversiones | 0,1 | 0,7 | 1,0 | 5,3 |
| 2. Créditos | 24,4 | 10,3 | 170,8 | 79,5 |
| II. Capital a corto plazo | -17,1 | 75,5 | -117,1 | 604,3 |
| III. Partidas no clasificadas y diferencias de valoración | -31,6 | -122,7 | 111,7 | -820,1 |
| IV. Otras operaciones del sistema crediticio (IV=A+B) | -387,4 | -1.178,6 | -3.140,7 | -9.517,9 |
| A. Banco de España. Variación reservas | -320,3 | -1.548,5 | -2.641,9 | -12.420,0 |
| B. Entidades delegadas (B=1+2+3+4) | -67,1 | 369,9 | -350,4 | 2.902,0 |
| 1. Posición entidades delegadas | -73,7 | 306,2 | -552,8 | 2.385,0 |
| 2. Para 9-DE | -166,6 | 73,5 | -16,5 | -397,0 |
| 3. Pasivos en pts. no residentes | 196,2 | 41,5 | 1.170,4 | 587,0 |
| 4. Créditos a no residentes | -23,0 | 51,3 | 1.389,3 | 327,0 |
| PRO MEMORIA: | | | | |
| Balanza básica | 436,1 | 1.225,8 | 3.146,1 | 9.733,6 |

(a) Miles de millones de pesetas.

(b) Millones de dólares.

Fuente: Registro de caja del Banco de España.

8. Detalle de las inversiones

m.m.

mulada de capitales por valor de 1.711 millones de dólares (217 m.m.), 300 millones más que en mismo período del año anterior. Como se deduce de los datos de autorizaciones y verificaciones de inversiones directas, según los expedientes del Ministerio de Economía, los sectores más favorecidos por estas inversiones han sido los de Instituciones Financieras, Seguros y la Industria Química, y los principales países inversores, Italia y los Países Bajos.

Las inversiones de España en el resto del mundo, por el contrario, han continuado mostrando, a lo largo de la parte transcurrida del año, ritmos de avance muy moderados, a pesar de la liberalización parcial de la legislación reguladora de estos movimientos realizada en noviembre de 1986. De hecho, sólo en los primeros meses del año tuvo cierto impacto dicha liberalización. En abril y mayo, se produ-

| | ENE-SEP | ENE-SEP |
|---|--------------|--------------|
| | 1986 | 1987 |
| I. Inversiones del exterior en España | 511,6 | 900,3 |
| Sector privado | 502,4 | 853,2 |
| Directas | 200,1 | 217,4 |
| De cartera | 162,3 | 448,8 |
| Otras | 140,0 | 187,0 |
| Sector público | 9,2 | 47,1 |
| De cartera | 8,9 | 46,9 |
| Otras | 0,3 | 0,2 |
| II. Inversiones de España en el exterior | 72,8 | 72,8 |
| Sector privado | 72,7 | 72,1 |
| Directas | 40,0 | 68,1 |
| De cartera | 26,5 | -5,9 |
| Otras | 6,2 | 9,9 |
| Sector público | 0,1 | 0,7 |
| De cartera | 0,1 | 0,6 |
| Otras | - | 0,1 |
| III. Saldo neto (III=II-I) | 438,8 | 827,5 |

Fuente: Registro de Caja del D. Extranjero.

9. Detalle de los créditos recibidos del exterior

m.m.

| | Sector privado | | Sector público | | Total | |
|-------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | ENE-SEP 1986 | ENE-SEP 1987 | ENE-SEP 1986 | ENE-SEP 1987 | ENE-SEP 1986 | ENE-SEP 1987 |
| Créditos a largo plazo | -668 | 86 | -184 | -60 | -852 | 26 |
| Créditos directos | -514 | 90 | -157 | -35 | -671 | 55 |
| Concedidos | 114 | 302 | 223 | 157 | 337 | 459 |
| Amortizados | 628 | 212 | 380 | 192 | 1.008 | 404 |
| Créditos intermediados | -154 | -4 | -27 | -25 | -181 | -29 |
| Créditos a corto plazo | 16 | 124 | -15 | 54 | 1 | 178 |
| Créditos directos | 2 | 22 | -15 | 54 | -13 | 76 |
| Créditos intermediados | 14 | 102 | - | - | 14 | 102 |

Fuente: Registro de caja del Departamento Extranjero.

jeron, por el contrario, importantes ventas de activos exteriores adquiridos previamente por inversores españoles en el exterior, posiblemente tras su percepción de la brusca elevación registrada en la rentabilidad relativa de los activos denominados en pesetas. A partir de entonces, las inversiones de España en el exterior retornaron a los niveles previos a la entrada en vigor de la liberalización mencionada, con lo que las cifras acumuladas hasta septiembre de 1987 sitúan el incremento de estas inversiones en 556 millones de dólares (o de 72 m.m.) frente a los 515 en el mismo período del año anterior. Este pobre resultado debe imputarse, en buena medida, a las ventajosas condiciones de rentabilidad ofrecidas en los mercados financieros interiores, por lo que cabe esperar que, una vez aminoradas éstas, las inversiones españolas muestren una mayor sensibilidad a las nuevas posibilidades de inversión en los mercados financieros exteriores.

Durante la parte transcurrida de 1987, la apelación en términos netos del sector privado a los mercados crediticios internacionales ha constituido una segunda vía de absorción de ahorro neto procedente del exterior (véase cuadro 9). El valor alcanzado por dicha apelación hasta septiembre ha ascendido a 1.315 millones de dólares (86 m.m.) (1), cifra que contrasta fuertemente con la reducción de 4.653 millones (668 m.m.), registrada por este mismo concepto durante los nueve primeros meses de 1986.

A este resultado ha contribuido, por una parte, una utilización relativamente intensa del recurso bruto a los mercados crediticios exteriores como fuente de financiación de la actividad económica del sector pri-

vado, en un contexto de elevación en los tipos de interés interiores. En el período señalado, el importe de los créditos obtenidos por el sector privado directamente del exterior ha ascendido a 2.394 millones de dólares (302 m.m.), mientras que en el mismo período del año anterior esta magnitud se situaba en torno a los 823 millones (114 m.m.). Los mayores aumentos en el recurso bruto se han producido a partir del mes de junio, cuando, posiblemente, las subidas en los tipos de interés nacionales han sido consideradas por los demandantes de crédito suficientemente consolidadas.

Por otra parte, la reducción en el ritmo de amortización de créditos exteriores, durante la práctica totalidad de los meses transcurridos del año, ha favorecido también el incremento de la posición deudora del sector privado frente al exterior. Ello se ha debido principalmente a que la consolidación de expectativas de apreciación de la peseta ha determinado una drástica reducción de las amortizaciones anticipadas y ha tendido a situar el conjunto de las amortizaciones de créditos en los nueve primeros meses del año en niveles muy próximos a los programados en el calendario de deuda a fines de 1986. En concreto, la amortización de créditos directos por el sector privado en este período ha ascendido a 1.666 millones de dólares (200 m.m.), cifra inferior en casi 3.000 millones a la correspondiente al mismo período del año anterior.

En los meses transcurridos del año, el sector público ha mantenido una política de reducción de sus pasivos frente al exterior, semejante a la observada en 1986. Así, las amortizaciones de créditos exteriores públicos, pese a crecer a ritmos inferiores a los de 1986, han superado el volumen de créditos recibidos del exterior durante los nueve primeros meses del año. En este período, por tanto, el recurso neto

(1) Estas cifras incluyen tanto los créditos netos obtenidos directamente del exterior como los conseguidos a través del sistema bancario. De los 1.315 millones de dólares, 728 corresponden a la primera de las categorías mencionadas y 587 a la segunda.

del sector a los mercados crediticios internacionales ha caído en 455 millones de dólares (60 m.m.) (1), cifra, en todo caso, menor al descenso registrado en igual período de 1986.

A lo largo del período contemplado, el signo de la apelación del sector público al exterior ha estado fuertemente condicionado por la decisión de no agravar, mediante nuevos aumentos en su posición deudora, la presión alcista ejercida sobre la peseta en los mercados cambiarios. De este modo, el sector público evitaba una intervención aún mayor del Banco de España en el mercado de cambios y, con ello, una mayor repercusión de esta intervención en la liquidez del sistema. Con todo, es preciso señalar que, según los datos del registro de caja, a partir de los meses de verano se ha producido cierta intensificación en el recurso bruto al exterior de las administraciones públicas.

En los nueve primeros meses del año, el sistema crediticio ha reducido su posición deudora frente al exterior por valor de 9.518 millones de dólares. Esta cifra encubre, sin embargo, comportamientos absolutamente contrapuestos del Banco de España y del sistema bancario, y significa que, mientras que el primero acumuló reservas por valor de 12.420 millones de dólares, incrementando así su posición acreedora, el conjunto de bancos y cajas aumentó sus pasivos netos frente al exterior por un importe total de 2.902 millones de dólares. De ellos, 2.385 corresponden a la disminución experimentada en la posición de contado en moneda extranjera del sistema bancario. La utilización de la financiación exterior a corto plazo con el fin de sortear el encarecimiento y restricción en los activos de caja proporcionados por el Banco de España a partir del mes de abril y la incidencia de las expectativas de apreciación de la peseta sobre la generación de excesos de demanda de pesetas a plazo por parte de la clientela bancaria, cubiertos con descensos de las posiciones de contado de la banca y las cajas de ahorro, han sido los factores que han impulsado esta evolución.

Del resto de las rúbricas que reflejan la evolución de la financiación exterior recibida por el sistema bancario durante los meses transcurridos del año, debe destacarse el ascenso experimentado por los pasivos 9-DE, contrapartida al avance registrado en los créditos exteriores recibidos por el sector privado a través del sistema bancario. También los pasivos en pesetas de no residentes han registrado en el período señalado un aumento que puede cifrarse en 327 millones de dólares. Sobre este resultado ha in-

(1) También en este caso, estos datos incluyen tanto los créditos netos obtenidos del exterior como los obtenidos a través de las EEDD.

cidido de manera importante la fuerte entrada de pesetas convertibles durante el mes de septiembre, ante la extraordinaria fortaleza mostrada por la peseta en los mercados de cambios en dicho mes y la revitalización de las presiones apreciatorias. Hasta entonces, la evolución de estas cuentas había estado fuertemente condicionada por la entrada en vigor, durante la pasada primavera, de sucesivas normas tendentes a reducir su rentabilidad y desalentar su creación, tras haber constituido en los primeros meses del año una fuente de importantes entradas de capital.

Como consecuencia de la intensidad de los flujos netos de entradas de capital y de los objetivos de tipo de cambio fijados durante los nueve primeros meses del año, el Banco de España ha intervenido intensamente en el mercado de cambios, comprando divisas por un valor acumulado de 12.420 millones de dólares.

A la hora de redactar este informe, se conocen datos relativos a la variación de reservas centrales en el mes de octubre, y una estimación sobre la variación en la posición de contado del sistema bancario en dicho mes. Según estos, desde mediados del mes de octubre, el Banco de España ha comenzado a vender y comprar divisas interviniendo en los dos lados del mercado, y el sistema bancario ha incrementado sustancialmente su posición de contado en moneda extranjera. Estos datos suponen una inflexión de las tendencias apuntadas por estas rúbricas y del estado de las expectativas hasta septiembre, y reflejan el impacto de las decisiones de política monetaria y cambiaria tomadas por el Banco de España en el mes de octubre, y las profundas modificaciones en las condiciones monetarias y financieras del resto del mundo.

24-XI-1987.

Reforzamiento del sistema monetario europeo

Este artículo ha sido elaborado por Javier Maycas Tarascón, del Departamento Extranjero

INTRODUCCION

El acuerdo de cambios del Sistema Monetario Europeo (SME) (1), en sus ya ocho años de existencia, ha tenido un funcionamiento relativamente eficaz en términos de su objetivo fundamental de promover el establecimiento de un área de estabilidad monetaria en Europa. Así parece atestiguarlo el hecho de que se haya conseguido reducir la variabilidad de los tipos de cambios de sus monedas integrantes, frente a las fuertes oscilaciones cambiarias a que se vieron sometidas, en el mismo período, otras monedas fuera del SME.

Dentro de la historia del SME, cabe distinguir dos fases diferentes: la primera de ellas comprende el período desde la creación del sistema hasta el reajuste de marzo de 1983; y la segunda, desde esta fecha hasta el período previo al realineamiento de enero de 1987 (2). La primera fase, en la que se registraron siete reajustes, algunos de considerable magnitud, se caracterizó por el hecho de que las variaciones en los tipos de cambio nominales corrigieron, prácticamente en su totalidad, los diferenciales de precios entre los distintos países miembros. Las tasas de inflación crecieron, no sólo en promedio, sino también en dispersión, y las políticas monetarias de los distintos países miembros presentaron un grado de divergencia considerable. Justo es señalar, sin embargo, que las condiciones exteriores fueron poco propicias, como consecuencia del segundo *shock* petrolífero de 1979.

La segunda fase, en la que sólo se produjeron tres reajustes, dos de los cuales sólo afectaron a una moneda, ha presenciado el mayor período de estabilidad cambiaria en el SME. En esta segunda fase, que se vio alentada por un entorno exterior relativamente favorable, las variaciones en los tipos de cambio nominales sólo cubrieron parcialmente los diferenciales de precios relativos, y se produjo un importante proceso de convergencia en las tasas de inflación y en las políticas monetarias de los distintos países miembros.

(1) En lo sucesivo, con el término SME nos referiremos al conjunto de países cuyas monedas están sometidas al mecanismo de cambios del sistema, es decir, Bélgica-Luxemburgo, Dinamarca, Alemania, Francia, Irlanda, Italia y Holanda. El resto de países de la CEE, aunque ha suscrito el Acuerdo fundacional del SME, no participa en el acuerdo de paridades cambiarias. Tal es el caso, por lo tanto, del Reino Unido, Grecia, España y Portugal.

(2) Ver en este sentido J.L. Feito y C. Pérez de Eulate: "La Evolución del Sistema Monetario Europeo: 1979-1986" en *Noticias/CEE*, año III, n.º 31, agosto de 1987.

Tras este largo período de estabilidad en el SME, el reajuste de enero de 1987 —que siguió a un período caracterizado por la aparición de crecientes tensiones, que provocaría la realización de un inusitado volumen de intervenciones— parece haber inaugurado el comienzo de una tercera fase. Además, las propias características del citado reajuste señalaron la necesidad de reforzar el funcionamiento del SME.

1. EL REALINEAMIENTO DE ENERO DE 1987

El realineamiento del 12 de enero de 1987 tuvo lugar bajo la presión del mercado, sin que ninguno de los países miembros del SME lo hubiera solicitado, como medio para corregir algún desequilibrio fundamental de sus economías. De hecho, el realineamiento tuvo lugar en un momento de notable convergencia de las distintas economías integrantes del SME.

El principal factor desencadenante del realineamiento lo constituyó la debilidad del dólar, que originó tensiones cambiarias en el SME, al provocar un importante trasvase de fondos desde el dólar USA al marco alemán. Asimismo, los trasvases de fondos intra-SME se vieron favorecidos por el avance en los procesos de liberalización en los movimientos internacionales de capital (1) y de innovación financiera, lo que provocó que dichos movimientos de capital fueran de considerable magnitud, en relación a anteriores períodos de debilidad del dólar.

Por otra parte, ante las tensiones originadas en la banda de flotación del SME, las autoridades económicas de los distintos países recurrieron, casi exclusivamente, a la realización de intervenciones masivas en el mercado de cambios. El uso de otras medidas de política cambiaria (2) se retrasó, como

(1) A lo largo de 1986 se produjeron importantes medidas de liberalización de los movimientos internacionales de capital en Francia, y en menor medida en Italia. La eliminación de los controles de capital provocó un extraordinario incremento en el volumen de fondos trasvasados desde el franco francés al marco alemán, desde el momento en que se percibieron las primeras tensiones en la banda de flotación del SME. La configuración de diferenciales de interés entonces existente fue incapaz de impedir que dicho trasvase de fondos tuviera lugar.

(2) Básicamente, existen tres tipos de medidas para defender una moneda dentro de las bandas del SME: la intervención cambiaria, los movimientos del tipo de cambio en el interior de la banda y los diferenciales de interés. Estas dos últimas medidas apenas fueron utilizadas en los períodos de tensión previos al reajuste de enero de 1987. La intervención cambiaria trató de defender la posición de las monedas lejos de los límites de fluctuación de la banda, en el convencimiento, entonces muy extendido, de que permitir que una moneda se aproximara a su límite superior o inferior en la

consecuencia de la indecisión entre los distintos países respecto a quién y de qué forma debía actuar. Esta situación, percibida claramente por el mercado, reforzó las expectativas de que se produciría inevitablemente un reajuste, lo que, a su vez, desató un importante movimiento especulativo de capitales desde las monedas débiles a las fuertes. Ante estos movimientos especulativos, la intervención cambiaria de los distintos bancos centrales del SME pronto se reveló insuficiente para impedir el reajuste de paridades, que finalmente tuvo lugar el 12 de enero de 1987.

2. EL REFORZAMIENTO DEL SME

La forma en que se desarrollaron los acontecimientos que precedieron al reajuste de enero de 1987 puso de manifiesto la necesidad de reforzar el funcionamiento del SME. Por ello, inmediatamente después de que se produjera el ajuste de paridades, los Comités Monetario y de Gobernadores de la CEE comenzaron la discusión de aquellos aspectos del funcionamiento del sistema que precisaban ser reformados, con el fin de dotar al SME de unos mecanismos que le permitieran reaccionar ante las tensiones cambiarias más rápidamente y mediante el uso de un conjunto de instrumentos más equilibrado, en el contexto de unos crecientes procesos de liberalización de los movimientos de capital e innovación financiera. Estas discusiones dieron origen a un informe presentado ante la reunión de los Ministros de Economía y Hacienda de la CEE, celebrada en Nyborg (Dinamarca) el 12 de septiembre de 1987.

En esta reunión de los Ministros de Economía y Hacienda de la CEE se aprobó la propuesta del Comité de Gobernadores de 8 de septiembre de 1987, en la que se incluía una serie de acuerdos —con distinto grado de formalización— sobre las pautas que habían de regir el funcionamiento práctico del SME en el próximo futuro. A continuación se pasa a analizar brevemente los principales aspectos del funcionamiento del SME que fueron objeto de consideración a lo largo del proceso de reforma.

banda desencadenaría movimientos especulativos, que harían inevitable el reajuste. Por su parte, el realineamiento de abril de 1986 trajo consigo una disminución en los diferenciales de interés (ver cuadro 1) que, a la vista de los acontecimientos posteriores, parece haber ido más allá de lo que era soportable a medio plazo. Este estrechamiento en los diferenciales de interés —especialmente patente cuando Alemania, en diciembre de 1986, subió sus tipos de interés, por motivos de estacionalidad en el crecimiento monetario interno— pudo haber transmitido a los mercados la impresión de cierta descoordinación en las políticas monetarias llevadas a cabo en los distintos países miembros del SME.

1. Tipos de interés del mercado monetario (a)

| | II TR 1986 | III TR 1986 | IV TR 1986 | I TR 1987 | II TR 1987 | III TR 1987 | AGO 1987 | SEP 1987 | OCT 1987 |
|-----------------------------------|---------------|----------------|---------------|--------------|---------------|----------------|-------------|-------------|-------------|
| Bélgica | 7,93 | 7,27 | 7,43 | 7,71 | 7,13 | 6,66 | 6,67 | 6,68 | 6,87 |
| Dinamarca | 9,08 | 9,17 | 9,24 | 10,89 | 9,87 | 9,40 | 9,34 | 9,37 | 9,46 |
| Alemania | 4,56 | 4,57 | 4,70 | 4,15 | 3,78 | 3,92 | 3,95 | 3,99 | 4,70 |
| Francia | 7,36 | 7,11 | 7,67 | 8,34 | 8,18 | 7,98 | 8,00 | 7,98 | 8,33 |
| Irlanda | 10,53 | 10,28 | 13,89 | 13,94 | 11,31 | 9,78 | 9,92 | 9,52 | 9,32 |
| Italia | 11,94 | 10,78 | 10,05 | 9,98 | 9,62 | 10,45 | 10,42 | 10,46 | ... |
| Holanda | 5,76 | 5,50 | 5,73 | 5,54 | 5,31 | 5,37 | 5,36 | 5,41 | 5,79 |
| Media SME | 8,17 | 7,81 | 8,39 | 8,65 | 7,89 | 7,65 | 7,67 | 7,63 | - |
| Desviación típica | 2,40 | 2,18 | 2,82 | 3,06 | 2,47 | 2,26 | 2,26 | 2,20 | - |
| Diferencial promedio SME/Alemania | 4,21 | 3,78 | 4,31 | 5,25 | 4,79 | 4,35 | 4,34 | 4,25 | - |

(a) Interbancario a 3 meses en el caso de Bélgica, Alemania, Francia, Irlanda y Holanda; pagarés del Tesoro a 3 meses en el caso de Italia; mercado monetario día a día en el caso de Dinamarca. Los tipos de interés son la media del período.

Fuente: Serie de Estadísticas Mensuales. Comité de Gobernadores de los Estados miembros de la CEE y elaboración propia.

2.1. Mecanismo de cambio e intervención

El desarrollo de una serie de factores ha hecho que, en los últimos tiempos, la instrumentación de la política cambiaria dentro del SME se haya hecho más compleja, debido a que los flujos de capital entre las distintas monedas, dentro y fuera del sistema, han crecido tanto en magnitud como en movilidad. Estos factores se pueden englobar en dos grandes categorías: (i) el avance en los procesos de liberalización de los movimientos internacionales de capital y de innovación financiera; y (ii) la persistente debilidad del dólar USA, que puede originar tensiones en el SME, en la medida en que no todas las monedas integrantes del sistema poseen el mismo grado de sustituibilidad respecto a la divisa americana.

Ante esta situación, parece apropiado que las políticas cambiarias en los distintos países del SME estén basadas en un conjunto de instrumentos que puedan ser utilizados de forma más equilibrada de lo que lo fueron hasta la fecha. Los instrumentos principales de la política de cambios son: la intervención cambiaria, los diferenciales de interés y las variaciones del tipo de cambio en la banda de flotación (o, en su caso, el reajuste de paridades). Este conjunto de instrumentos permite defender la posición de una moneda cuando se enfrenta a presiones temporales, y ganar tiempo hasta que se adopten otras medidas de política económica, cuando las tensiones responden a desequilibrios más importantes.

El uso exclusivo de las intervenciones cambiarias para afrontar las tensiones aparecidas en los mercados se ha revelado poco eficaz, especialmente cuando los trasvases de fondos entre las distintas monedas es cuantioso, como ha demostrado el rea-

juste de enero pasado. Mediante un manejo más activo de los diferenciales de interés, se pueden redistribuir esos movimientos de capital, al tiempo que devienen más costosas las tomas de posición especulativas (1) (en el cuadro 1, se puede apreciar la evolución de los tipos de interés en los distintos países del SME, antes y después del reajuste de enero de 1987). Por su parte, el uso más intensivo de las posibilidades que ofrecen las bandas de flotación del tipo de cambio en el SME puede contribuir a minimizar las ganancias de capital de los movimientos especulativos. Igualmente, dada la convergencia alcanzada en las tasas de inflación de los distintos países miembros, los reajustes de las paridades cambiarias, cuando se produzcan, podrán ser lo suficientemente pequeños como para que las bandas de flotación, antes y después del reajuste, se solapen parcialmente (2).

Durante los últimos tiempos, se ha podido apreciar una gran correlación entre períodos de tensiones en el SME y momentos de debilidad del dólar USA. Sin embargo, esta conexión no es mecánica, sino que describe un fenómeno fundamentalmente a corto

(1) En todo caso, el margen de maniobra para la variación de los tipos de interés se vería limitado por la necesidad de no comprometer los objetivos de estabilidad monetaria en los distintos países del SME.

(2) La realización de reajustes de moderada magnitud limitaría la cuantía de las ganancias de capital por motivos especulativos, y conjuntamente con el uso más intensivo de las bandas de flotación introduciría un riesgo de cambio adicional (si la moneda devaluada se refuerza posteriormente en la banda del SME, pudiendo alcanzar la misma cotización antes y después del reajuste). Por otra parte, uno de los objetivos de la política de reajustes consiste en hacerlos menos predecibles por el mercado, soportando las presiones especulativas y respondiendo exclusivamente a desequilibrios básicos de las distintas economías integrantes del SME.

plazo: el mayor grado de sustituibilidad del marco alemán respecto al dólar USA, que el de otras monedas del SME. Ahora bien, si el mercado no espera que se produzca un realineamiento, los demás países del SME pueden reconducir parte de los fondos destinados al marco alemán hacia sus propias monedas, mediante pequeñas variaciones en el tipo de cambio y/o en el tipo de interés. La eficacia de este mecanismo queda ilustrada por la estabilidad mostrada por el SME en el primer período de caída del dólar (1985 y primera parte de 1986), así como por el comportamiento del florín holandés (1).

Además del uso equilibrado de un conjunto de instrumentos de política cambiaria, sería igualmente deseable que, ante los períodos de tensión en el SME, los distintos países miembros actuaran de forma concertada en lo que se refiere a la intervención cambiaria y a la utilización de los diferenciales de interés. Además de la obligada coordinación de las intervenciones marginales, la intervención cooperativa dentro de las bandas de flotación permitiría no sólo compartir el peso del ajuste, sino también combatir más eficazmente las presiones del mercado. Igualmente, la actitud coordinada permitiría ampliar los diferenciales de interés, mediante variaciones en sentido inverso de los tipos del mercado monetario interior, que no pusieran en peligro el objetivo de asegurar la estabilidad monetaria (2).

2.2. El uso de indicadores

2.2.1. El indicador de divergencia

El indicador de divergencia se construyó con el propósito de detectar qué monedas divergían de las demás del SME, de forma que, cuando una o varias monedas alcanzaran su umbral de divergencia (establecido en el 75 %), se presumía que dichos países divergentes habrían de tomar las medidas necesarias

(1) También es cierto que sólo a medida que el proceso de depreciación del dólar USA fue ganando continuidad las expectativas en torno a su depreciación futura se fueron consolidando en el mercado.

(2) El fuerte proceso de debilitamiento del dólar USA que están viviendo los mercados internacionales de cambio, desde mediados del pasado mes de octubre, ha permitido apreciar un cierto cambio en la capacidad de respuesta del SME ante las presiones del mercado. Hasta el momento, los distintos países del SME han combinado más adecuadamente los distintos instrumentos de política cambiaria: el tipo de cambio de las distintas monedas se ha movido más ampliamente dentro de las bandas de flotación y, por primera vez, se ha asistido a actuaciones concertadas entre Alemania y Francia para ampliar sus diferenciales de interés.

para corregir tal situación (1). En la realidad, el indicador de divergencia ha desempeñado en el SME un papel menos importante del que inicialmente se preveía, debido a que, por una parte, el seguimiento de las posiciones en el mercado de cambios se ha realizado, principalmente, sobre los cambios bilaterales, y, por otra parte, a la práctica de realizar intervenciones intramarginales unilaterales.

Asimismo, el indicador de divergencia, tal y como está construido, adolece de una serie de fallos técnicos, que pueden resumirse en los siguientes puntos: (i) al estar indisolublemente vinculado a la composición de la ECU, si dos o más monedas varían en la misma proporción, la moneda con menor peso en la ECU mostrará una menor divergencia que aquella otra que tenga un mayor peso; (ii) la corrección aplicada para aquellas monedas que no están sujetas al límite de fluctuación del 2,25 % distorsiona enormemente las señales emitidas por el indicador de divergencia; y (iii) la elección del umbral de divergencia en el 75 % no asegura que éste se alcance antes de que el tipo de cambio bilateral de dos monedas llegue a su límite máximo de fluctuación del 2,25 %.

Por ello, se ha propuesto una serie de reformas técnicas del indicador de divergencia. En primer lugar, se trataría de eliminar la influencia de las monedas que no participan en el SME, asumiendo que tienen un peso nulo en la ECU, y ajustar las variaciones de la lira italiana multiplicando sus fluctuaciones por el factor (2,25/6). En segundo lugar, se ha propuesto construir el indicador de divergencia a través de una media aritmética simple, o ponderada por el peso de cada moneda del SME en la ECU, de las variaciones de una moneda respecto a las demás. Finalmente, el umbral de divergencia habría de disminuir para asegurar que se alcance antes de que dos monedas lleguen a su límite máximo de fluctuación.

En el cuadro 2 se presenta el valor del indicador de divergencia entre febrero y noviembre de 1987, tal y como actualmente se calcula, y se compara con el indicador construido como media aritmética simple o ponderada por los pesos de la ECU. En este cuadro

(1) El indicador de divergencia se calcula a partir de las variaciones proporcionales de cada una de las monedas del SME respecto a la ECU, corrigiendo dicha variación de la influencia de aquellas monedas que, formando parte de la ECU, no están sometidas al margen de fluctuación del 2,25 %. El lector interesado en la construcción del indicador de divergencia y en la determinación de las correcciones puede consultar Comisión de las Comunidades Europeas: "The European Monetary System: Commentary and Documents" (especialmente, el anexo 3) *The European Economy*, n.º 3, julio 1979.

puede observarse que el actual indicador de divergencia ha estado sesgado a la baja por la fuerte apreciación de la libra esterlina en 1987, y que sólo el indicador de divergencia construido como media aritmética simple permite que la moneda más apreciada o depreciada en el sistema alcance el mayor o menor valor en el indicador de divergencia.

A pesar del reconocimiento de que las reformas propuestas mejorarían el contenido del indicador de divergencia, no se llegaron a adoptar, postergándolas para una posible revisión futura. En todo caso, se consideró que en la utilización del indicador de divergencia (actual o reformado) debía eliminarse el alto grado de automatismo que supone, ya que originalmente se presumía que dicho indicador por sí solo debería desencadenar actuaciones de política económica, e integrarlo en un sistema discrecional de supervisión compuesto por un conjunto más amplio de indicadores, con el fin de captar en su totalidad la peculiaridad de cada situación.

2.2.2. Indicadores cuantitativos y supervisión internacional

Con el fin de reforzar la coordinación y convergencia económica de los países miembros de la CEE, entre sí mismos y en relación a terceros países (especialmente, EE.UU. y Japón), se ha diseñado un proceso de supervisión mutua, en el seno del Comité de Gobernadores de la CEE, que ha entrado en vigor a partir de la última reunión de dicho comité, el 10 de noviembre de 1987. Este proceso de supervisión mutua, que se desarrollará con base mensual, pretende identificar, tan pronto como sea posible, signos de tensión en el SME y discutir las actuaciones de política económica necesaria para afrontar dicha tensión.

El proceso de supervisión se realiza fundamentalmente sobre la base de la evolución de tres variables: el tipo de cambio, los diferenciales de interés y el volumen de intervención cambiaria. No obstante,

2. Indicador de divergencia

| | FEB 1987 | MAR 1987 | ABR 1987 | MAY 1987 | JUN 1987 | JUL 1987 | AGO 1987 | SEP 1987 | OCT 1987 | 1.ª quinc. NOV 1987 |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------------------|
| Franco belga-lux. | -26 | -41 | -40 | -38 | -36 | -37 | -39 | -37 | -50 | -51 |
| Corona danesa | 39 | 40 | 37 | 53 | 49 | 15 | -30 | -49 | -38 | -33 |
| Marco alemán | -12 | -30 | -26 | -16 | -16 | -15 | -8 | -6 | -5 | 35 |
| Franco francés | 27 | 20 | 17 | 7 | 10 | 27 | 21 | 20 | 17 | -47 |
| Libra irlandesa | -36 | -32 | -28 | -17 | -10 | -8 | -11 | -12 | -5 | -11 |
| Lira italiana | 21 | 10 | 4 | -15 | -19 | -20 | -19 | -15 | -15 | -42 |
| Florín holandés | -18 | -35 | -26 | -13 | -10 | -9 | -5 | 1 | 2 | 33 |
| INDICADOR DE DIVERGENCIA CORREGIDO | | | | | | | | | | |
| Media simple (a) | | | | | | | | | | |
| Franco belga-lux. | -25 | -31 | -31 | -32 | -32 | -30 | -24 | -21 | -34 | -32 |
| Corona danesa | 41 | 50 | 46 | 59 | 53 | 21 | -18 | -36 | -25 | -15 |
| Marco alemán | -8 | -13 | -11 | -7 | -8 | -5 | 8 | 11 | 10 | 42 |
| Franco francés | 24 | 25 | 22 | 10 | 12 | 29 | 31 | 31 | 28 | -22 |
| Libra irlandesa | -37 | -25 | -22 | -14 | -8 | -3 | 1 | 2 | 8 | 6 |
| Lira italiana | 21 | 19 | 14 | -5 | -9 | -10 | -6 | -2 | -2 | -26 |
| Florín holandés | -16 | -24 | -17 | -8 | -7 | -3 | 8 | 15 | 16 | 49 |
| Media ponderada por la ECU (a) | | | | | | | | | | |
| Franco belga-lux. | -25 | -28 | -28 | -27 | -26 | -30 | -31 | -30 | -41 | -43 |
| Corona danesa | 36 | 48 | 44 | 57 | 53 | 19 | -23 | -42 | -30 | -25 |
| Marco alemán | -12 | -14 | -12 | -4 | -5 | -8 | -0 | 1 | 3 | 44 |
| Franco francés | 27 | 32 | 27 | 16 | 19 | 32 | 26 | 24 | 22 | -38 |
| Libra irlandesa | -33 | -20 | -17 | -9 | -3 | -3 | -6 | -7 | -0 | -5 |
| Lira italiana | 20 | 19 | 15 | -4 | -7 | -10 | -9 | -5 | -5 | -30 |
| Florín holandés | -17 | -22 | -15 | -4 | -2 | -4 | 1 | 5 | 8 | 37 |

(a) Excluidas la libra esterlina y la dracma griega, y ajustadas las fluctuaciones de la lira italiana por 2,25/6.

El signo + indica que la moneda en cuestión se aprecia con respecto al conjunto de monedas del SME. El signo - indica evidentemente la situación inversa.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de los cambios oficiales medios en el mercado de divisas español (*Boletín Estadístico*, Banco de España).

el secretariado del Comité de Gobernadores proporciona, igualmente, estadísticas y gráficos sobre todas las variables susceptibles de afectar a las balanzas de pagos de los distintos países de la CEE, y, a través de ellas, a la interdependencia de las diversas economías. Las discusiones del Comité de Gobernadores se complementarán a través de rondas telefónicas, con el objeto de seguir de cerca los acontecimientos en períodos de tensión y de supervisar la puesta en práctica de las acciones concertadas que hayan podido acordar los Gobernadores.

2.3. Mecanismo de crédito

Como ya se ha indicado anteriormente, los avances en los procesos de liberalización en los movimientos internacionales de capital y de innovación financiera, así como el mecanismo de sustitución de inversiones en divisas originado por la debilidad del dólar, han provocado que los flujos de capital entre las distintas monedas se hayan incrementado en magnitud y movilidad. Ello ha provocado, igualmente, que el volumen de intervención cambiaria, en defensa de la posición de las monedas en el SME, haya aumentado notablemente, por lo que los mecanismos de financiación de dichas intervenciones debían ser revisados. Se analizarán, a continuación, los mecanismos de crédito del SME, integrados en el Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM), y las modificaciones, en su caso, que se han introducido en los mismos (1).

2.3.1. La financiación a muy corto plazo (FMCP)

La FMCP se creó con la finalidad de proporcionar recursos ilimitados en cuantía, cuando una moneda alcanzara su límite de intervención obligatoria. Sin embargo, en el funcionamiento real del SME han predominado las intervenciones intramarginales (en el interior de la banda) sobre las marginales. Por otra parte, el plazo inicial de vencimiento de la FMCP se ha revelado, en ocasiones, insuficiente, y los límites establecidos para su renovación automática se han quedado cortos, en función de los acontecimientos anteriormente señalados. Por ello, el Comité de Gobernadores de la CEE de 8 de septiembre de 1987 de-

cidó introducir las siguientes reformas parciales de la FMCP (1).

a) El plazo de vencimiento inicial de las operaciones de financiación a muy corto plazo (FMCP) se amplía en un mes, de forma que ahora el vencimiento tendrá lugar entre dos meses y medio y tres meses y medio después de la fecha-valor de la intervención en el mercado de cambios. Igualmente, el límite en el montante de la FMCP que puede ser objeto de renovación automática por parte del banco central prestatario se eleva al doble de la cuota deudora de dicho banco en el apoyo monetario a corto plazo (AMCP).

b) Se establece la presunción de que las intervenciones intramarginales de moneda comunitaria que hayan sido autorizadas por el banco central emisor de la moneda de intervención puedan financiarse a través de la FMCP, bajo las siguientes condiciones:

— Que los saldos acumulados en la FMCP originados por las intervenciones intramarginales no superen el doble de la cuota deudora en el AMCP del banco central prestatario. Se entiende que este límite es de naturaleza multilateral, y, por lo tanto, afecta a la FMCP de todas las intervenciones intramarginales, con independencia de que se utilicen una o varias divisas en la intervención.

— Que el banco central deudor esté dispuesto a utilizar sus reservas de la divisa de intervención en los importes que acuerde con el banco central emisor de la misma; y

— Que el pago de la deuda se realice de acuerdo con lo dispuesto para la FMCP de las intervenciones marginales. No obstante, y a diferencia de lo que ocurre para las intervenciones marginales, el banco central acreedor se reservará el derecho a requerir que el pago se realice en su propia moneda, si lo estima necesario por cuestiones de control monetario interno, y siempre que la posición de reservas del banco central deudor así lo permita.

c) Los bancos centrales pertenecientes al SME aceptarán que el pago de la FMCP en ECU exceda el límite de aceptación del 50 %, y pueda llegar hasta el 100 %, en la medida en que ello no provoque desequilibrios en la composición de reservas de dichos

(1) Para un análisis más detallado de cada una de las facilidades crediticias asociadas al SME, ver J. Maycas y C. Pérez de Eulate: "El Fondo Europeo de Cooperación Monetaria", *Boletín Económico*. Banco de España, junio 1987.

(1) Dichas reformas parciales han exigido la modificación de algunos de los artículos del Acuerdo de Basilea de 13 de marzo de 1979, y de la VI Directiva del FECOM, modificaciones que fueron aprobadas en el Comité de Gobernadores de la CEE del pasado 10 de noviembre de 1987, fecha a partir de la cual entraron en vigor dichas reformas.

bancos centrales, ni dé lugar a la aparición de posiciones netas deudoras y acreedoras en ECUs que se consideren excesivas. Al cabo de dos años, y en función de cómo se desarrolle en la práctica, se podría elevar o eliminar el actual límite de aceptación.

A pesar de estas modificaciones, una de las limitaciones subsistentes en la FMCP es su naturaleza bilateral, por lo que el peso de financiación recae exclusivamente en el banco central emisor de la moneda fuerte, cuando, cada vez más, el funcionamiento del SME debe basarse en la actuación conjunta y solidaria de todos los países miembros. Igualmente, en la introducción de la financiación de las intervenciones intramarginales no se establece cuando la posición de una moneda en la banda de flotación podría justificar que se acudiera a la FMCP. En este sentido, se podría haber conseguido un menor grado de discrecionalidad vinculando la financiación de las intervenciones intramarginales a algún valor concreto del indicador de divergencia (posiblemente reformado).

2.3.2. *El apoyo monetario a corto plazo (AMCP)*

El AMCP no se ha utilizado por ningún país de la CEE desde 1974. Ello ha podido deberse a las reticencias que han mostrado los distintos países a financiar sus desequilibrios de balanza de pagos acudiendo a un mecanismo oficial de crédito, en períodos en que ha resultado relativamente accesible la financiación en el mercado. Por otra parte, aquellos países que han afrontado serios desequilibrios en sus balanzas de pagos han encontrado más conveniente acudir al mecanismo de créditos comunitario, dada la naturaleza de medio plazo de dichos desequilibrios (1). Por todo ello, y aunque las cuotas deudoras de los distintos países miembros no se han revisado desde 1978, se ha considerado que, por el momento, no era necesario reformar el AMCP.

2.3.3. *El mecanismo de movilización de ECUs*

Este mecanismo se introdujo a partir del 1 de julio de 1985, con el fin de proporcionar recursos financieros para todo tipo de intervención cambiaria y hacer más utilizable el volumen de ECUs oficiales creados por el FECOM. Hasta la fecha, sólo ha recurrido a él un banco central en dos ocasiones.

(1) Ejemplos de dicha actitud son los créditos comunitarios concedidos a dos de los países miembros de la CEE, en 1983 y 1986, respectivamente.

En el contexto de la financiación de intervenciones intramarginales, el mecanismo de movilización de ECUs, aunque ofrece algunas ventajas sobre la FMCP (1), presenta una serie de inconvenientes: (i) la financiación, en principio, es en dólares (transformables, bajo ciertas condiciones, en moneda comunitaria), que pueden no ser muy apropiados para la intervención en períodos de tensión en el SME, originados por la debilidad de la divisa americana; (ii) el montante al que puede tener acceso un banco central está condicionado por la posibilidad de que se encuentre en vigor alguna operación de movilización por parte de algún otro banco central; y (iii) el procedimiento que exige un preaviso de cuatro días laborales puede resultar, en ocasiones, poco flexible para utilizar los recursos movilizados con fines de intervención cambiaria.

A pesar de estos inconvenientes, no se consideró necesario introducir ninguna modificación en el mecanismo de movilización de ECUs, en parte debido a que la introducción de la posibilidad de financiar las intervenciones intramarginales a través de la FMCP mitigaba la urgencia de reformar este otro mecanismo de crédito.

3. TEMAS PENDIENTES

Para finalizar el presente trabajo, se señalan muy brevemente algunos de los temas pendientes que no han podido ser abordados en el actual proceso de reforma del SME.

3.1. *Participación de todos los países de la CEE*

Aunque el acuerdo de cambios del SME se concibió con el objetivo de que participaran todos los países comunitarios, en la actualidad sólo ocho de los doce países miembros de la CEE están sometidos a la disciplina de cambios del sistema. Reino Unido, Grecia, España y Portugal no participan todavía en el acuerdo de cambios del SME.

Las razones de la no participación en el acuerdo de cambios son diferentes en cada uno de los países mencionados. Así, Grecia y Portugal todavía soportan tasas de inflación muy superiores a las del resto de los países de la CEE, y sus mercados finan-

(1) Las principales ventajas del mecanismo de movilización de ECUs radican en que: (a) la financiación es compartida por el resto de los bancos centrales participantes en el "mecanismo de creación de ECUs"; y (b) el multiplicador de la movilización, que es uno de los factores que determinan el monto de la financiación, puede ser variado discrecionalmente por el Comité de Gobernadores de la CEE, cuando las circunstancias así lo requieran.

cieros están considerablemente menos desarrollados. Por su parte, España ha avanzado notablemente, en los últimos años, en su convergencia económica hacia la media comunitaria, pero todavía se encuentra en un período de adaptación tras su acceso a la CEE en 1986. Pero, sin duda, el caso más relevante de no participación es el del Reino Unido.

Las autoridades británicas consideran que todavía no se dan las condiciones que permitan la participación de su economía en el acuerdo de cambios del SME. La mayor dependencia de la economía británica de los ingresos petrolíferos (al ser el Reino Unido un país productor de petróleo) ha provocado que el tipo de cambio de la libra esterlina haya exigido un mayor margen de fluctuación que las demás monedas del SME. Probablemente, la no participación del Reino Unido en el mecanismo de cambios del SME ha evitado que el sistema sufriera mayores tensiones en el pasado. No obstante, la plena participación en el sistema de la libra esterlina, dado el importante papel que desempeña en los mercados financieros internacionales, dotaría al SME de una mayor simetría (1).

En todo caso, los principales problemas que se derivan de la no participación plena de todas las monedas comunitarias en el SME se plantean en una perspectiva de medio plazo, en la medida en que la ausencia de participación plena pueda generar serias dudas respecto al desarrollo futuro de la integración monetaria europea.

3.2. La mayor banda de flotación de la lira italiana

Desde su incorporación al SME, Italia ha gozado de un margen superior de fluctuación para su moneda. En principio, esta opción, establecida con carácter transitorio, permitía aumentar la flexibilidad operativa de aquel banco central que se acogiera a ella. Sin embargo, como consecuencia de la reducción en los diferenciales de inflación entre Italia y el resto de los países del SME, la lira italiana ha tendido a moverse, en los últimos dos años, dentro de los márgenes del 2,25 %, salvo contadas excepciones.

3.3. El doble mercado de cambios belga-luxemburgués

El franco belga-luxemburgués dispone de un doble tipo de cambio, según se trate de operaciones co-

(1) Igualmente, y como ya se ha señalado, la no participación de la libra esterlina —y, en menor medida, de la dracma griega, dado su escaso peso en la ECU— en el acuerdo de cambios del SME introduce un elemento distorsionante en el cálculo del indicador de divergencia.

rrientes o financieras. El primero de ellos está sometido a la disciplina cambiaria del SME, mientras que el segundo puede fluctuar libremente en el mercado. En los últimos años, el tipo de cambio del mercado libre ha fluctuado alrededor del 1 %, en relación al tipo de cambio de las operaciones corrientes, por lo que el mantenimiento de esta anomalía no parece haber afectado negativamente al funcionamiento del SME.

3.4. El papel de la ECU en el SME

En sus orígenes, se pensó que la ECU debería desempeñar el papel de elemento central del SME. En la práctica, no ha sido así, y, de hecho, el funcionamiento del mecanismo de cambios del SME se podría desarrollar, en su actual fase, completamente al margen de la unidad de cuenta europea. El reforzamiento de papel de la *ECU oficial*, la promoción del uso de la ECU en los mercados privados y la conexión entre la *ECU oficial* y la *ECU privada* siguen siendo temas que concitan ciertas diferencias de opinión entre los distintos países miembros, en la actual fase de desarrollo del SME.

17-XI-1987.

Información del Banco de España

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

Modificaciones en octubre de 1987

| BANCOS | Tipos preferenciales | | | | Descubiertos en c/c | | Excedidos en cta/cto. (b) | | Otros tipos preferenciales | | | |
|---|------------------------|---------|---------------------------|---------|------------------------|---------|------------------------------|---------|-----------------------------|---------|----------------------------|---------|
| | Descuento a 90 días | | Créd. y prést. a 1 año | | | | | | Créd. y prést. a 3 meses | | Créd. y prést. a 3 años | |
| | Efectivo | Nominal | Efectivo | Nominal | Efectivo | Nominal | Efectivo | Nominal | Efectivo | Nominal | Efectivo | Nominal |
| SIETE GRANDES | | | | | | | | | | | | |
| ESPAÑOL DE CREDITO (26-X-87) | 15,62 | 14,25 | = | = | = | = | = | = | = | = | = | = |
| COMERCIALES | | | | | | | | | | | | |
| ALBACETE (20-X-87) | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| ETCHEVERRIA (20-X-87) | 11,60 | = | = | = | = | = | = | = | = | = | = | = |
| INVERSIONES HERRERO (1-X-87) | = | = | = | = | = | = | = | (=) | 18,11 | 17,00 | 18,40 | 17,25 |
| INVESTBANCO (13-X-87) | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| LATINO (19-X-87) | - | - | - | - | - | - | - | - | = | = | = | = |
| SANTANDER DE NEGOCIOS (26-X-87) | = | = | 18,11 | 17,00 | 18,81 | 18,00 | 19,25 | 18,00 | 16,42 | 15,50 | 15,87 | 15,00 |
| INDUSTRIALES | | | | | | | | | | | | |
| CATALA DE CREDITO (16-X-87) | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| INTERCONTINENTAL ESPAÑOL (15-X-87) | = | = | = | = | 28,65 | 26,00 | = | (8,00) | = | = | = | = |
| (28-X-87) | 14,13 | 13,00 | = | = | = | = | = | (=) | = | = | = | = |
| PROGRESO (20-X-87) | 17,40 | - | 17,00 | - | 27,00 | - | 27,00 | - | - | - | 17,50 | - |
| EXTRANJEROS | | | | | | | | | | | | |
| AMERICA (9-X-87) | 18,66 | 16,75 | 21,55 | 20,00 | = | = | - | (4,00) | 20,40 | 19,00 | = | = |
| (27-X-87) | 16,82 | 15,25 | 18,11 | 17,00 | = | = | (4,00) | - | 16,99 | 16,00 | = | = |
| CONTINENTAL ILLINOIS (14-X-87) | = | = | 15,50 | = | = | = | = | = | = | = | 15,50 | = |
| (20-X-87) | = | = | 15,00 | = | 20,25 | = | 20,25 | = | 16,00 | = | - | = |
| (28-X-87) | = | = | 14,50 | = | 19,25 | = | 19,25 | = | 15,00 | = | = | = |
| CREDIT LYONNAIS (29-X-87) | 16,52 | 15,00 | 18,11 | 17,00 | 21,55 | 20,00 | - | (=) | 18,11 | 17,00 | 18,11 | 17,00 |
| FIRST INTERSTATE (20-X-87) | = | = | 17,25 | = | = | = | = | = | 18,68 | = | = | = |
| (22-X-87) | = | = | 16,00 | = | = | = | = | = | 17,23 | = | = | = |
| (23-X-87) | = | = | 15,50 | = | = | = | = | = | 16,65 | = | = | = |
| FIRST N. BANK OF CHICAGO (15-X-87) | 18,82 | 17,63 | 16,50 | 16,50 | = | = | (=) | (=) | 18,82 | 17,63 | = | = |
| (20-X-87) | 18,11 | 17,00 | 16,00 | 16,00 | = | = | (=) | (=) | 18,11 | 17,00 | = | = |
| (26-X-87) | 15,86 | 15,00 | 14,75 | 14,75 | 21,93 | 20,00 | (=) | (=) | 15,86 | 15,00 | 14,50 | 14,50 |
| HONG KONG (27-X-87) | = | = | 16,99 | 16,00 | 21,55 | 20,00 | 20,00 | = | 16,99 | 16,00 | 15,87 | 15,00 |
| MANUFAC. HANOVER TRUST (26-X-87) | 17,55 | 15,85 | 16,99 | 16,00 | = | = | = | = | 17,55 | 16,50 | = | = |

(Continuación) 2
Modificaciones en octubre de 1987

| BANCOS | Tipos preferenciales | | | | Descubiertos en c/c | | Excedidos en cta/ccto. (b) | | Otros tipos preferenciales | | | |
|------------------------|----------------------|---------|------------------------|---------|---------------------|---------|----------------------------|---------|----------------------------|---------|-------------------------|---------|
| | Descuento a 90 días | | Créd. y prést. a 1 año | | | | | | Créd. y prést. a 3 meses | | Créd. y prést. a 3 años | |
| | Efectivo | Nominal | Efectivo | Nominal | Efectivo | Nominal | Efectivo | Nominal | Efectivo | Nominal | Efectivo | Nominal |
| MIDLAND BANK | | | | | | | | | | | | |
| (22-X-87) | = | = | 18,69 | - | 20,50 | - | (3,00) | - | 18,69 | - | 18,69 | - |
| (27-X-87) | = | = | 16,99 | = | 19,00 | = | (=) | = | 16,99 | = | 16,99 | = |
| MITSUBISHI BANK | | | | | | | | | | | | |
| (28-X-87) | = | = | 16,99 | 16,00 | = | = | (=) | (=) | 17,55 | 16,50 | = | = |
| MORGAN GUARANTY | | | | | | | | | | | | |
| (29-X-87) | 15,50 | 15,50 | 16,50 | 15,50 | = | = | = | = | 15,00 | 15,00 | 15,00 | 14,75 |
| PARIBAS | | | | | | | | | | | | |
| (27-X-87) | 15,92 | 14,50 | 15,87 | 15,00 | 23,88 | 22,00 | = | (=) | 16,42 | 15,50 | 15,87 | 15,00 |
| CAJAS DE AHORRO | | | | | | | | | | | | |
| ALAVA PROVINCIAL | | | | | | | | | | | | |
| (30-X-87) | 10,09 | 9,50 | 14,19 | 13,50 | 19,90 | 19,00 | 20,22 | 19,00 | = | = | = | = |
| ALBACETE | | | | | | | | | | | | |
| (13-X-87) | 10,09 | 9,50 | 14,20 | 13,50 | 22,10 | 21,00 | 22,71 | 21,00 | 13,64 | 13,00 | 14,75 | 14,00 |
| ALICANTE Y MURCIA | | | | | | | | | | | | |
| (9-X-87) | 13,54 | 12,50 | 16,08 | 15,00 | = | = | = | = | 14,93 | 14,00 | 15,50 | 14,50 |
| CANARIAS GENERAL | | | | | | | | | | | | |
| (21-X-87) | = | = | 14,75 | 14,00 | = | = | (=) | = | = | = | = | = |
| CECA | | | | | | | | | | | | |
| (5-X-87) | 13,50 | = | 15,50 | = | = | = | (=) | = | = | = | = | = |
| CORDOBA PROVINCIAL | | | | | | | | | | | | |
| (1-X-87) | = | - | 14,75 | - | = | - | = | - | = | = | = | = |
| LAYETANA | | | | | | | | | | | | |
| (14-X-87) | 12,96 | 12,00 | 15,86 | 15,00 | 23,88 | 22,00 | 23,88 | 22,00 | = | = | = | = |
| PLASENCIA | | | | | | | | | | | | |
| (2-X-87) | 11,79 | = | = | = | = | = | = | = | = | = | = | = |
| RIOJA | | | | | | | | | | | | |
| (15-X-87) | 13,00 | = | 13,00 | = | = | = | (=) | = | = | = | 13,00 | = |
| SEGORBE | | | | | | | | | | | | |
| (1-X-87) | 12,95 | 12,00 | 14,49 | 14,00 | 21,00 | 20,00 | 21,55 | 20,00 | = | = | = | = |
| SEGOVIA | | | | | | | | | | | | |
| (26-X-87) | 14,13 | 13,00 | 14,20 | 13,50 | 20,40 | 19,00 | 20,40 | 19,00 | = | = | 14,75 | 14,00 |
| VALLADOLID POPULAR | | | | | | | | | | | | |
| (13-X-87) | 11,22 | 10,50 | = | = | = | 19,00 | (4,06) | (4,00) | = | = | = | = |

(a) Sólo se listan las entidades que hayan variado alguno de los tipos practicados. Véase la nota a este cuadro en el *Boletín Económico* de julio-agosto de 1987.
(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» |
|-------------------------|--|-------------------------|
| 25/87, de 20 de octubre | Entidades de depósito. Recursos propios. | 10 noviembre 1987 |
| 26/87, de 20 de octubre | Operaciones de compra de billetes extranjeros y cheques de viajero denominados en divisas contra entrega de pesetas. | 1 de diciembre 1987 |

COMUNICACIONES VARIAS DEL BANCO DE ESPAÑA

| COMUNICACIONES VARIAS | CONTENIDO |
|--|---|
| Instrucción de 26 de octubre de 1987 (Ref. Int. CV 16/87) | Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. 10.ª subasta de bonos del Estado. |

CORRECCIONES A LAS CIRCULARES PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

| CIRCULARES | CONTENIDO |
|-----------------------|--|
| 22/87, de 29 de junio | Modificación de normas. Anula y sustituye las páginas números 2, 8, 12, 13, 14, 15, 28, 32, 36, 44, 45, 93, 121 y 157. |

PUBLICACIONES RECIENTES DEL BANCO DE ESPAÑA

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

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

J. RUIZ-CASTILLO

LA MEDICIÓN DE LA POBREZA Y DE LA DESIGUALDAD EN ESPAÑA, 1980-81. - ESTUDIOS ECONOMICOS N.º 42

Determinados resultados fundamentales de Teoría Económica y el trabajo descriptivo de especialistas en Economía del Desarrollo coinciden en destacar que la comparación de dos situaciones desde el punto de vista social no puede ignorar los efectos distributivos apelando solamente a los cambios observados en magnitudes agregadas como la Renta Nacional. Así, en la última década, tanto en los países desarrollados como en los subdesarrollados, se han multiplicado los estudios empíricos donde las estimaciones del grado de desigualdad o la incidencia de la pobreza se consideran imprescindibles para valorar los resultados del proceso económico en un período determinado o el impacto de políticas económicas específicas. Estos trabajos han venido estimulados por una rica literatura analítica, qué se inicia hacia 1970, y por la disponibilidad de potentes muestras con información microeconómica sobre el comportamiento y las características de los consumidores individuales.

En línea con estos desarrollos, el objetivo central de este informe es contribuir al conocimiento empírico de la desigualdad y la pobreza en España a través de indicadores agregados, utilizando la Encuesta de Presupuestos Familiares realizada por el INE en 1980-81, que proporciona la mejor información disponible sobre el nivel de vida de la población española. Dado que contamos con una sola muestra de carácter transversal, el hilo conductor de esta investigación es el análisis de la situación diferencial de los hogares españoles clasificados por la comunidad autónoma de residencia. El trabajo se organiza en tres capítulos y un apartado de conclusiones.

El primer capítulo, que se dedica a *la distribución objeto de estudio*, comienza por justificar el interés del análisis descriptivo de la desigualdad o la po-

breza en términos de determinadas magnitudes observables, que, al reflejar la dimensión de los conjuntos presupuestarios, aproximan adecuadamente lo que podemos denominar la posición económica del hogar. En particular, por razones conceptuales y de fiabilidad de la información disponible, se elige el gasto total (neto de las adquisiciones de los duraderos más importantes) como la variable relevante.

Se garantiza la comparabilidad de los hogares de distinto tamaño deflactando el gasto total por el número de miembros del hogar. Pero como desde el punto de vista social estamos interesados en el nivel de vida de las personas individuales, independientemente de las unidades familiares o de consumo en las que decidan integrarse, nos concentramos en la distribución en que a cada una de las 36.877.833 personas de la población (excluyendo Ceuta y Melilla) se le asigna el gasto per cápita del hogar al que pertenece.

El segundo capítulo, que aborda *la medición de la desigualdad*, consta de dos apartados. En el primero se justifica la selección de los indicadores agregados que se estiman para la economía española, teniendo en cuenta sus propiedades ordinales de carácter normativo y la propiedad cardinal de la descomponibilidad aditiva que es crucial para este estudio. En concreto, se estima el índice de Gini, el coeficiente de variación, dos índices sugeridos originalmente por Theil y varios miembros de la familia de índices de Atkinson caracterizados por distintos valores de un parámetro de aversión a la desigualdad.

En el segundo apartado se abordan las siguientes cuestiones empíricas: 1) contrastar los índices «objetivos» tradicionales con la familia de índices de Atkinson que satisface la totalidad de las propiedades normativas consideradas; 2) comparar la ordenación de las comunidades autónomas inducida por cada uno de los indicadores utilizados; 3) cuantificar la magnitud de las diferencias observadas en la desigualdad dentro de las distintas autonomías; 4) exa-

minar la desigualdad dentro de los subgrupos de otras particiones de la población, y 5) dirimir qué factores contribuyen más a la desigualdad del gasto per cápita por persona a escala nacional.

El tercer capítulo incluye un *análisis de la pobreza en España*, donde los pobres quedan identificados como todas aquellas personas pertenecientes a un hogar con un gasto per cápita inferior a la mitad de la media de esa magnitud para el país en su conjunto. Se abordan dos cuestiones en sendos apartados.

En primer lugar, se estudia la dimensión autonómica del problema a través de un conjunto de índices agregados. Inicialmente, sólo se utilizaba la proporción de individuos bajo la línea de la pobreza. Posteriormente, se persiguió que los índices de pobreza fueran sensibles también a las distancias entre las posiciones económicas de los pobres y la línea de la pobreza. Por último, en el enfoque moderno se incorporó el grado de desigualdad entre los pobres. En todo caso, como en el área de la desigualdad, para seleccionar los indicadores de interés se toman en cuenta dos tipos de propiedades: propiedades normativas de carácter ordinal, y la propiedad cardinal que permite atribuir a cada subgrupo de la población su contribución porcentual a la pobreza global.

Entre los objetivos empíricos de este primer apartado, destacan el estudio de la robustez de la ordenación de las comunidades autónomas según los distintos índices de pobreza y las diferencias que resultarían de repartir un fondo dado de dinero entre las comunidades, de acuerdo con la incidencia de la pobreza o con el criterio convencional de la inversa de la media del gasto per cápita.

En segundo lugar, se investigan en detalle las características de los hogares situados bajo la línea de la pobreza en términos de un amplio vector de atributos geográficos, demográficos y socioeconómicos, con el propósito de detectar qué grupos son más vulnerables al problema de la pobreza en nuestro país.

El informe termina con un capítulo de *conclusiones*, donde se resume la posición del autor ante las cuestiones metodológicas más problemáticas, se revisan los resultados empíricos de la investigación y se indica hasta qué punto existe una asociación entre el grado de desigualdad y la incidencia de la pobreza en las 17 comunidades autónomas.