

BANCO
DE
ESPAÑA

boletín económico

enero 1988

Signos utilizados

- ... Dato no disponible.
- Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
- » Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.
- ∅ Referido a datos anuales (1970 ∅) o trimestrales indica que éstos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que éstos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
- * Indica que la serie se refiere a datos desestacionalizados.
- m.m. Miles de millones de pesetas.
- p Puesta detrás de una fecha (enero (p)), indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente ésta es provisional.
- 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).
- 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 $\left[\left(\frac{\text{Ene}_t+\text{---}+\text{Dic}_t}{\text{Dic}_{t-1}+\text{Ene}_t+\text{---}+\text{Nov}_t} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (diciembre_t).
- T₁₂¹² Tasa interanual de variación de una serie mensual formada por medias móviles anuales $\left[\frac{\text{Ene}_t+\text{---}+\text{Dic}_t}{\text{Ene}_{t-1}+\text{---}+\text{Dic}_{t-1}} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (diciembre_t).

Advertencias

1. 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.
2. Los datos de los cuadros y gráficos donde no aparece ninguna fuente han sido elaborados en el Banco de España.

ISSN: 0210 - 3737
 Depósito legal: M. 5852 - 1979
 Imprenta del Banco de España

Indice

Página

4	Evolución monetaria
9	Los objetivos de la política monetaria para 1988
16	Relaciones del Banco de España con los mediadores en los mercados monetarios y entre negociantes de deuda anotada
25	La financiación del Tesoro por el Banco de España. La experiencia histórica y modificaciones recientes
35	Tarifas de comisiones de las entidades gestoras por operaciones de deuda pública en anotaciones en cuenta
43	Regulación financiera: cuarto trimestre de 1987
55	Información del Banco de España
56	Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorro
61	Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España
62	Publicaciones recientes del Banco de España
65	Indicadores económicos

Evolución monetaria

Los activos líquidos en manos del público crecieron en diciembre un 10 % en tasa intermensual elevada a anual, confirmando la desaceleración en su crecimiento iniciada en el mes de noviembre. De acuerdo con esta información provisional, el crecimiento acumulado de los ALP para el conjunto de 1987 se sitúa en el 14,0 %.

El perfil de los ALP en diciembre se alinea con un comportamiento del agregado en toda la segunda mitad de 1987 en el que las inflexiones en su ritmo de expansión han estado especialmente asociadas a la evolución de los títulos públicos en poder del sector privado, que incluye letras y pagarés del Tesoro y cesiones temporales de deuda pública a medio y largo plazo. Así, las letras del Tesoro en poder del público, tras unos incrementos en los últimos tres meses en torno a 350 m.m., han moderado de forma muy significativa su ritmo de avance en diciembre, con un incremento de 160 m.m. Los pagarés del Tesoro, en cambio, han mostrado una cierta recuperación con un aumento de su saldo en manos del público de 63 m.m. La desaceleración en el ritmo de filtración hacia el público de los títulos del Estado no se ha visto compensada por un mayor dinamismo en la evolución de las disponibilidades líquidas, que registran un modesto crecimiento del 3,1 % en tasa intermensual elevada a anual, con una caída de 2,7 % en el caso de los depósitos de la banca y un crecimiento del 6,5 % para los depósitos de las cajas de ahorro.

Por lo que se refiere a las principales contrapartidas de ALP, la información provisional disponible

1. Agregados monetarios (Ø) (*)

	Saldos m.m.	Variación intermensual (T ₁) %			Variación acumulada desde DIC de 1986 %		
		DIC (p)	OCT	NOV (p)	DIC (p)	OCT	NOV (p)	DIC (p)
Activos líquidos en manos del público (ALP)	32.249	19,0	13,6	10,0	14,4	14,3	14,0
Disponibilidades líquidas (M ₃)	23.676	2,2	-1,4	3,1	7,2	6,4	6,1
<i>Efectivo</i>	2.618	24,3	21,1	14,3	13,2	13,9	13,9
<i>Depósitos de la banca</i>	10.548	-5,9	-9,3	-2,7	4,0	2,7	2,2
<i>Depósitos de las cajas</i>	9.200	4,3	1,6	6,5	9,3	8,6	8,4
<i>Otros depósitos (a)</i>	1.310	20,4	6,1	8,1	9,1	8,8	8,8
Otros activos líquidos	8.573	88,3	70,8	31,7	41,8	44,2	43,1
<i>Títulos públicos (b)</i>	5.600	145,5	121,1	57,5	69,0	73,2	71,9
<i>Otros activos (c)</i>	2.973	21,5	8,7	-5,4	10,4	10,3	8,9

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

(b) Cesiones de deuda pública, pagarés del Tesoro y letras del Tesoro.

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

(p) Provisional.

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

2. Financiación a empresas y familias (*) (a)

	Saldos m.m.	Variación intermensual (T _i) %			Variación acumulada desde DIC de 1986 %		
	DIC (p)	OCT	NOV	DIC (p)	OCT	NOV	DIC (p)
Financiación total	23.945,1	21,6	10,7	4,5	14,8	14,4	13,5
Crédito	22.331,2	22,8	10,4	5,0	16,9	16,2	15,3
<i>Banca</i>	13.125,5	23,4	8,6	1,4	15,2	14,3	13,4
<i>Cajas</i>	5.948,4	32,8	10,2	10,8	24,9	23,5	22,4
<i>Resto</i>	3.257,3	4,4	18,6	10,4	10,4	11,1	11,1
Valores y mercados monetarios	1.613,9	7,5	18,1	-1,4	-5,9	-5,3	-3,9

(a) Se ha modificado este cuadro, adaptándolo a la nueva delimitación sectorial de las estadísticas de crédito interno. Para más detalle puede consultarse el artículo «Presentación de los nuevos cuadros de ALP y sus contrapartidas», en el *Boletín Económico* de marzo de 1987.

(p) Provisional.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núm. 8.

Boletín Estadístico, cuadros II-12 a II-15, III-12 a III-14, IV-7, VI-8, IX-9 y IX-10.

3. Tipos de interés (Ø)

%

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

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 1 a 4.

Boletín Estadístico, cuadros capítulos XI a XIII.

permite estimar un crecimiento del crédito interno otorgado al sector privado en el mes de diciembre del 4,5 %, en tasa intermensual elevada a anual. Esta tasa viene a confirmar la desaceleración experimentada en el mes de noviembre, rompiendo con la tendencia expansiva que ha prevalecido durante la mayor parte del año. De confirmarse este dato, el crecimiento acumulado de este agregado a lo largo de 1987 se situaría en el 13,5 %. En relación a la financiación del sector público, la información disponible permite estimar una cierta aceleración del crédito concedido por los mercados monetarios y crediticios a las administraciones públicas en diciembre, de forma que su crecimiento acumulado durante el conjunto de los doce meses de 1987 tiende a situarse en torno al 14 %.

Los tipos de interés negociados en el mercado interbancario continuaron durante el mes de diciembre la tendencia de descenso que viene registrándose desde mediados de año, tras los niveles máximos al-

4. Tipos de interés extranjeros (Ø)

	1986 DIC	1987		
		OCT	NOV	DIC
EUROMERCADOS A 3 MESES:				
Dólar	6,2	8,3	7,4	7,9
Franco suizo	4,2	4,2	3,8	3,6
Marco	4,9	4,6	3,8	3,6
Yen	4,4	4,9	4,3	4,4
Franco francés	8,8	8,5	9,0	8,9
Libra esterlina	11,3	9,9	8,9	8,7
Media ponderada (a)	5,7	6,3	5,6	5,7
Diferencial medio (b)	6,0	9,5	8,8	7,9

(a) Media de los tipos de las seis monedas antes citadas, ponderadas por su participación (66 %, 15 %, 13 %, 4 %, 1 % y 1 %, respectivamente) en la deuda exterior española (media de saldos a 31-12 de 1980, 1981 y 1982).

(b) Tipo interbancario español correspondiente a operaciones de depósito (véase cuadro 2), menos tipo medio ponderado exterior.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núm. 22.

5. Tipos de cambio (Ø)

	Situación en DIC 1987	Variaciones (%) (a)					
		Mensuales			Mensuales acumuladas desde DIC 1986		
		OCT	NOV	DIC	OCT	NOV	DIC
TIPOS DE CAMBIO NOMINALES:							
Del dólar frente a:							
Marco	1,63	-0,6	-6,6	-2,9	-9,6	-15,6	-18,0
Yen	128,48	0,1	-5,6	-5,0	-11,8	-16,7	-20,9
Países desarrollados (b)	93,80	-0,5	-3,8	-2,9	-8,9	-12,4	-14,9
De la peseta frente a:							
Dólar	110,80	2,4	4,7	2,2	13,7	19,0	21,6
Franco suizo	83,26	1,9	-3,2	-1,7	1,9	-1,4	-3,0
Marco	67,80	1,8	-2,2	0,8	2,7	0,4	-0,3
Yen	86,28	2,5	-1,1	-3,0	0,3	-0,9	-3,9
Libra esterlina	202,55	1,4	-2,0	-0,8	-1,9	-3,8	-4,6
Franco francés	20,00	1,8	-0,6	-0,9	4,6	4,0	3,0
CEE (b)	75,16 (d)	1,8	-1,4	-0,8	3,2	1,8	1,0
Países desarrollados (b)	71,77 (d)	1,9	-0,1	-0,3	5,2	5,0	4,7
Principales acreedores (e)	55,27 (c)	2,2	0,5	-0,1	5,0	5,5	5,4
TIPOS DE CAMBIO REALES (f)							
De la peseta frente a:							
Dólar	...	(d)	2,7	4,5	-	13,9	19,0
CEE (b)	103,15 (d)		2,0	-1,7	1,5	5,2	3,5
Países desarrollados (b)	98,06 (d)		2,2	-0,4	0,3	6,7	6,3

(a) Apreciación (+) o depreciación (-) del dólar o de la peseta, según el caso.

(b) Medias ponderadas por el comercio exterior.

(c) Índice base: Ø 1980/82=100.

(d) Índice base: Ø 1980=100.

(e) Media de seis monedas ponderadas por su participación en la deuda exterior [véase nota (a) del cuadro 4].

(f) Medidos con precios de consumo. Los valores correspondientes a los dos últimos meses son estimaciones provisionales.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 19 a 21. *Boletín Estadístico*, cuadros XX-19 a XX-21.

canzados en mayo. Este descenso ha sido algo más intenso en los plazos más largos, manteniéndose, por tanto, una curva de rendimientos invertida. Así, mientras el tipo de interés de los depósitos interbancarios a un día se ha reducido en 0,6 puntos, al plazo de tres meses, la reducción ha sido de 0,8 puntos y de 0,9 puntos al plazo de seis meses. En los tipos de interés negociables a plazos más largos, el rendimiento de la deuda pública ha experimentado un pequeño descenso de 0,2 puntos, que se suma a la fuerte reducción del mes de noviembre. En cambio, las obligaciones eléctricas, tras un moderado descenso en el mes anterior, ha visto reducida su rentabilidad en un punto en diciembre.

Los tipos de interés extranjeros se han mantenido relativamente estables, destacando la subida de 0,4 puntos en el dólar y los descensos de 0,2 en el marco, franco suizo y libra esterlina. Esta evolución contrapuesta pone de manifiesto los esfuerzos de los principales países por hacer frente a la debilidad mostrada por la divisa norteamericana. Dado el descenso en el tipo interbancario español, en diciembre ha continuado la tendencia a reducirse el diferencial

de tipos con el exterior, que, expresado frente a la media ponderada de las seis principales divisas, ha pasado de significar 8,8 puntos en noviembre a 7,9 puntos en el último mes.

Durante el mes de diciembre, los mercados financieros internacionales continuaron mostrando fuertes inestabilidades que se tradujeron en nuevos descensos en la cotización del dólar frente a las principales monedas. La peseta experimentó una apreciación media frente al dólar del 2,2 %, inferior a la registrada por el yen, el marco y el conjunto de países desarrollados. De este modo, el tipo de cambio efectivo nominal de la peseta frente a las monedas de la Comunidad registró una depreciación media del 0,8 % en diciembre, situándose, al término del año, en niveles muy próximos a los que había alcanzado a finales de 1986.

Durante el mes de diciembre, el Banco de España adoptó diversas medidas tendentes a suministrar la liquidez necesaria para un desenvolvimiento holgado de los mercados monetarios: se celebraron subastas de préstamos todos los días hábiles del mes, conce-

6. Intervención del Banco de España

m.m.

	DIC 1987	1987			DIC 1987		
		OCT	NOV	DIC	1 dec	2 dec	3 dec
	Saldo a fin de mes	Variaciones absolutas (a)					
Activos de caja	3.944	297	74	10	248	33	-271
CONTRAPARTIDAS:							
Efectivo (b)	-3.136	4	-25	-256	-111	-7	-152
Otros factores	5.380	-704	-191	572	726	170	240
Sector exterior	3.575	30	-42	104	30	11	63
Sector público	1.285	1.124	-239	822	164	69	588
Otros fondos públicos	298	190	9	-359	0	0	-359
Cuentas diversas (b)	221	-576	-121	5	527	90	-53
Operaciones con las instituciones financieras	1.700	407	290	-306	-367	-129	-544
Préstamos de regulación	587	377	214	-4	327	-128	-203
Cartera de pagarés del Tesoro y letras	1.236	439	-30	-410	0	0	-411
Cesiones temporales letras (b)	919	-428	-110	-115	-42	0	-72
Otros	-1.043	19	215	225	-652	0	143
		Niveles medios en porcentajes					
EXCEDENTES DE CAJA (Ø) (c):							
Sistema bancario	-	0,004	0,046	0,048	0,043	0,052	0,063
Banca	-	-0,009	0,063	0,066	0,057	0,068	0,089
Cajas	-	0,018	0,025	0,027	0,028	6,034	0,034

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

(b) Aumento (-).

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

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

diéndose importes medios muy elevados, y se produjeron dos recortes en el tipo marginal de la subasta, de medio punto cada uno, para terminar el año en el 13,5 %. Las ayudas a la liquidez se complementarán recurriendo de forma habitual a las compras de deuda anotada en las sociedades mediadoras y, finalmente, reduciéndose en un punto el coeficiente de caja, que ha quedado fijado a partir de la tercera decena del mes en el 18,5 %.

19-I-1988.

Los objetivos de la política monetaria para 1988

Las últimas estimaciones sobre la evolución de la economía española en 1987 apuntan a un crecimiento real del PIB en torno al 4,5 %-4,7 %, con un aumento de su deflactor del 5,5 %. El alto ritmo de expansión de la economía española, que reflejan estas cifras, se ha alcanzado con un acusado incremento de la demanda nacional y con una fuerte aportación negativa del sector exterior. El vigor de la demanda nacional se ha trasladado, en parte, a un mayor dinamismo de las importaciones que, a pesar de la recuperación de las exportaciones, ha determinado un importante deterioro de la balanza comercial. La intensa recuperación de la actividad económica en 1987 ha venido asociada con una importante desaceleración de los precios, que ha posibilitado el cumplimiento del ambicioso objetivo fijado en este terreno, y con una situación excedentaria en la balanza por cuenta corriente, que puede estimarse en torno a los 1.200 millones de dólares en términos de caja. La intensidad de los flujos de capital en favor de los activos denominados en pesetas, reforzados por el diferencial de intereses y las expectativas de apreciación de la peseta que han prevalecido a lo largo de una parte importante del año, han determinado una masiva acumulación de reservas, cuyo saldo ha alcanzado un incremento de 13.474 millones de dólares en el año.

Según cifras provisionales del mes de diciembre, el crecimiento acumulado de los ALP a lo largo de 1987 ha alcanzado una tasa del 14 %, que se sitúa seis puntos por encima del objetivo central inicialmente establecido. Según las estimaciones provisionales disponibles, esta expansión de los agregados monetarios financió un crecimiento del crédito interno al sector privado del 13 %, que supera ampliamente la tasa prevista en la programación monetaria del año. El importante crecimiento en términos reales de la financiación crediticia del sector privado que este comportamiento representa rompe con la moderación mostrada por este componente del crédito interno en años anteriores. El desbordamiento de las previsiones ha sido muy intenso también en la acumulación neta de activos del sistema crediticio frente al exterior, que ha alcanzado la cifra de unos 10.000 millones de dólares. Finalmente, el crecimiento estimado de la financiación concedida por los mercados monetarios y crediticios a las administraciones públicas se ha mantenido en tasas similares a las programadas, alcanzando un crecimiento, acumulado a lo largo del año, del 14 %.

La fuerte expansión del agregado monetario ALP y de las magnitudes crediticias se ha producido, a pesar del carácter restrictivo con que se ha instrumentado la política monetaria a lo largo de la mayor parte de 1987 y que se ha manifestado en una signifi-

cativa elevación de los tipos de interés en relación con los niveles que prevalecieron el año anterior.

La desviación respecto de los objetivos inicialmente establecidos está relacionada con un vigor de la demanda nacional y un crecimiento del producto que han superado ampliamente las previsiones: la tasa de crecimiento del PIB ha sido, según las últimas estimaciones, 1,5-1,7 puntos superior a la que se incorporó en la programación de la política monetaria del año. Por otra parte, el desbordamiento de la banda establecida ha sido el resultado de un comportamiento de la velocidad de circulación de los ALP muy diferente del que se supuso cuando se fijaron los objetivos, como consecuencia de unos desplazamientos dominantes en la composición de la riqueza financiera de las familias y las empresas no financieras en dirección contraria a la que se había supuesto.

La evolución reciente de los flujos financieros de la economía española muestra la intensificación de los factores de inestabilidad en la demanda del agregado monetario bajo control, que se vienen manifestando en frecuentes cambios de tendencia y en una mayor variabilidad, a corto plazo, de la velocidad de circulación. Estas circunstancias incrementan las dificultades y la incertidumbre que rodean al establecimiento de los objetivos de regulación monetaria. Por estas razones, aunque el motivo de este artículo no es una valoración global de la política monetaria en el año transcurrido, parece conveniente exponer, aunque sea muy sintéticamente, los factores que han determinado las oscilaciones recientes en la velocidad de circulación de los ALP.

En efecto, uno de los problemas más importantes con que ha tropezado la programación monetaria de los dos últimos años ha sido la dificultad de prever con un margen reducido de error el valor que alcanzaría la velocidad de circulación de los ALP. Los continuos cambios en la composición de la cartera de activos financieros del público, ligados a las alteraciones que en los distintos mercados produjeron la ley 14/1985, de 29 de mayo y la política de financiación del déficit público, han provocado variaciones notables en la demanda de los distintos activos financieros, impulsando, unas veces al alza y otras a la baja, la velocidad de circulación de los distintos agregados monetarios.

Los objetivos monetarios para 1987 incorporaban la hipótesis de un ligero incremento de la velocidad de circulación de los ALP y suponían, por tanto, una línea de continuidad con la evolución de la demanda de este agregado en 1986. En dicho año, el público había experimentado una marcada preferencia por

los títulos públicos a medio y largo plazo y por los pagarés de empresa —activos, ambos, no incluidos en ALP— en un contexto de descenso generalizado de los tipos nominales de interés, de fuerte caída en la remuneración de los pagarés del Tesoro, y de mantenimiento de los márgenes de intermediación del sistema bancario. Esta evolución en las preferencias del público en el año 1986 condicionó muy fuertemente la programación monetaria de 1987, ya que se supuso que, en dicho año, proseguiría la fuerte absorción tanto de deuda pública a medio y largo plazo como de los pagarés de empresa en las carteras de las familias y empresas no financieras.

La evolución efectiva de los ALP y las últimas estimaciones del crecimiento del PIB en 1987 muestran que las previsiones sobre la trayectoria de la velocidad de circulación no se han cumplido, registrándose un descenso en esta relación, que podría evaluarse cercano al 2%. Las razones que explican esta falta de correspondencia entre la previsión de la velocidad de circulación y su evolución real son de índole diversa. Por un lado, la necesidad de armonizar el fuerte ritmo de expansión de la demanda nacional con un objetivo de reducción de la inflación relativamente ambicioso, aconsejó la puesta en práctica de una política monetaria restrictiva que tuvo su reflejo en notables elevaciones en los tipos de interés a corto plazo, y en una inversión muy marcada en la pendiente de la curva de tipos de interés por plazos. Esta tensión de los mercados monetarios contribuyó a incrementar la demanda externa de los activos monetarios denominados en pesetas y a frenar la emisión de instrumentos financieros no incluidos en los ALP como los pagarés de empresa. Por otro lado, el Tesoro, que durante 1986 se había financiado predominantemente en los mercados de deuda a medio y largo plazo, modificó muy drásticamente su política de financiación. Durante el primer semestre, practicó una apelación masiva al Banco de España, mientras que, en el segundo semestre, pasó a financiarse mediante una expansión muy rápida del nuevo título de deuda pública a corto plazo: la letra del Tesoro. Ambas estrategias de financiación, basadas en la expectativa de descensos de los tipos de interés, contrastaban muy fuertemente con la trayectoria seguida el año anterior y han supuesto una cierta paralización de los mercados de deuda a medio y largo plazo. Así, tanto la orientación restrictiva de la política monetaria como las oscilaciones en las diversas fórmulas empleadas en la financiación del déficit público han incentivado los desplazamientos de la riqueza financiera del público hacia la gama de títulos rentables a corto plazo, incluidos, en su mayor parte, en la definición de los ALP, en contradicción con los supuestos incorporados en la previsión de la velocidad de circulación.

Los acontecimientos monetarios del último año han incrementado la incertidumbre en la previsión de la demanda de ALP y dificultan la definición de los objetivos monetarios. En este sentido, la experiencia reciente de la política monetaria en España se aproxima a la problemática surgida, en los últimos años, en la mayoría de los países industrializados, en los que los cambios asociados a los procesos de innovación financiera y a las modificaciones en el marco regulatorio han afectado a la relación entre el sector financiero y el resto de los mercados, y han erosionado el contenido informativo de los agregados monetarios que se venían utilizando como objetivo intermedio.

Frente a estos problemas, la mayoría de los países ha reaccionado adoptando una orientación más flexible de la política monetaria, basada en el seguimiento de un conjunto más amplio de indicadores y en la utilización de dosis crecientes de interpretación en el análisis de los agregados y en la conducción de las reglas de intervención. Ahora bien, esta mayor flexibilidad no ha supuesto la supresión de los objetivos intermedios en términos de algún agregado monetario, ya que, generalmente, ha prevalecido el criterio de que la ausencia de los mismos comportaría riesgos desestabilizadores en el doble terreno de acomodar con mayor facilidad un rebrote de la tasa de inflación y de incrementar la incertidumbre a través de la mayor variabilidad de los tipos de interés.

En las condiciones actuales de la economía española, la fijación de objetivos en términos de un agregado monetario sigue pareciendo necesaria para proporcionar un anclaje sólido al mantenimiento de la estabilidad de los precios y la disciplina financiera. Con el bagaje que proporcionan los estudios monetarios aplicados al caso español, y en el actual horizonte de no pertenencia al mecanismo de estabilidad de los cambios del SME no es posible esperar que variables como el tipo de interés o el tipo de cambio puedan, a corto plazo, cumplir en mejores condiciones las funciones de variable objetivo intermedio para la política monetaria, aunque ello no excluye, como se verá posteriormente, la necesidad de prestar mayor atención a estas variables en un diseño de política monetaria, basado en el control de las cantidades que siga reglas de intervención más complejas.

El agregado monetario utilizado actualmente en España como variable objetivo intermedio (los ALP) constituye una definición amplia de dinero que incluye una elevada proporción de activos rentables utilizados predominantemente como instrumentos de inversión financiera. Esta definición amplia de la

liquidez ha permitido aislar la instrumentación de la política monetaria de ciertos desplazamientos del público entre los depósitos y otros activos altamente sustitutivos de los mismos, pero no ha podido impedir, como se ha visto anteriormente, una cierta inestabilidad derivada de otros desplazamientos entre activos situados dentro y fuera de la definición de los ALP. De hecho, resulta muy difícil, en los momentos actuales, distinguir claramente las variaciones en la demanda de ALP debidas a desplazamientos de la misma, como resultado de innovaciones o de cambios en las preferencias del público, de las variaciones en las cantidades demandadas de los activos incluidos en ALP, como consecuencia de modificaciones en los rendimientos relativos, después de impuestos, de la gama general de activos disponibles. Y resulta también muy difícil la distinción entre los movimientos observados en ALP que son resultado de decisiones del público sobre cambios en la composición de sus carteras —y que, como tales, deberían ser acomodados por las autoridades—, de aquellos otros movimientos de ALP que están directamente relacionados con evoluciones indeseadas de la renta y el gasto nominales —y que, como tales, deberían ser corregidos por las autoridades.

Estos problemas podrían inducir a utilizar como objetivo intermedio alguna definición de dinero más próxima a los saldos empleados para transacciones. Sin embargo, los agregados monetarios más reducidos no están exentos de estos mismos problemas, y la evidencia empírica disponible, aunque no es concluyente, muestra síntomas de una mayor inestabilidad en la relación de estos agregados con el producto nominal, debida, probablemente, al alto grado de sustituibilidad que existe entre los activos incluidos y excluidos de las definiciones más reducidas del dinero. Ello puede reflejar el hecho de que, en España, tanto M1 como M2 siempre han incorporado activos mantenidos por motivo de ahorro financiero, que resultaban altamente sustitutivos de los depósitos a plazo. Esta situación se ha intensificado en los últimos años a través del proceso de innovación financiera, que ha aumentado, a la vez, la liquidez de los activos rentables y la rentabilidad de los activos líquidos.

Por todas estas razones, la programación monetaria para el año 1988 se ha realizado dentro del mismo esquema de política monetaria que viene siguiendo el Banco de España en los últimos años, fijando un objetivo para el crecimiento de los ALP coherente con el conjunto de previsiones macroeconómicas y las orientaciones básicas de la política económica. No obstante, cabe señalar que los problemas derivados de la inestabilidad de la demanda

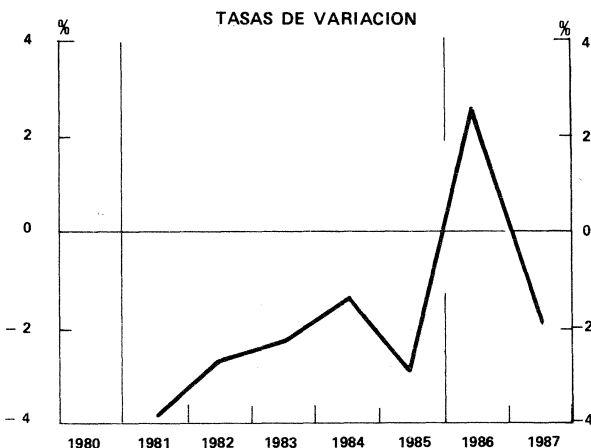
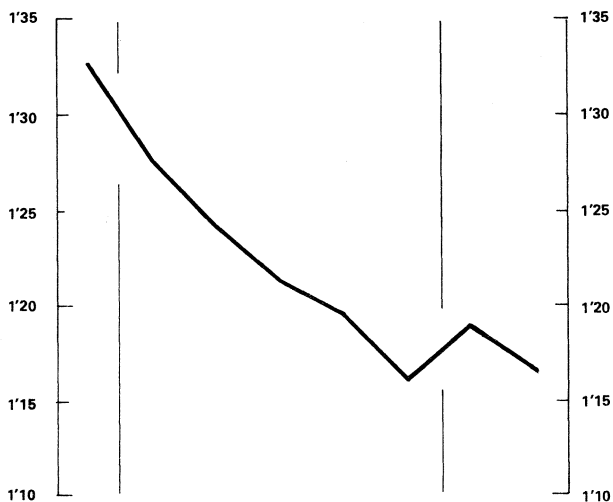
de ALP, que dificultan, como se ha señalado, la previsión de la velocidad de circulación, hacen necesaria la utilización de mayores márgenes de interpretación en la determinación del significado de la evolución efectiva de ALP en relación con los objetivos propuestos.

La política económica diseñada por el gobierno para 1988 tiene como objetivo mantener la favorable evolución de la economía española y compensar, en parte, el efecto del deterioro de la actividad económica mundial, derivado de la crisis de los principales mercados bursátiles y de la inestabilidad de los tipos de cambio. Para ello, se pretende alcanzar un elevado ritmo de expansión de la demanda nacional —aunque, en todo caso, inferior a la alta tasa registrada en 1987—, y se espera que el sector exterior disminuya su aportación negativa al crecimiento del PIB, como consecuencia, sobre todo, de una cierta reducción en el ritmo de crecimiento de las importaciones. Con estas previsiones, el ritmo de crecimiento real del PIB que ha servido de referencia a la programación monetaria puede situarse alrededor del 3%-3,5%. Aunque esta magnitud supone una disminución respecto de la tasa alcanzada en 1988, permitirá, presumiblemente, sostener el crecimiento del empleo, sin generar tensiones excesivas en la economía.

El mantenimiento del dinamismo de la demanda nacional debe hacerse compatible con la continuidad en el descenso de la tasa de inflación y con el mantenimiento de la competitividad de los productos españoles en un contexto en el que los efectos beneficiosos de la mejora de la relación real de intercambio van debilitándose. Así, la definición de los objetivos de la política monetaria se orienta a preservar la recuperación de la economía y a consolidar la reducción de la tasa de inflación. Para ello, se pretende alcanzar un ritmo de expansión monetaria que favorezca la disciplina financiera y que permita una evolución de los tipos de interés y de la financiación crediticia compatibles con el ritmo de crecimiento previsto.

Con las previsiones formuladas de crecimiento real y de comportamiento de los precios en 1988, la principal dificultad para fijar los objetivos de crecimiento de los ALP reside, como se ha comentado anteriormente, en la previsión de la evolución de la velocidad de circulación. Como puede verse en el gráfico 1, la velocidad de circulación de los ALP en relación al PIB viene registrando descensos de diversa intensidad desde 1978, con la única salvedad del año 1986. Como revelan los acontecimientos posteriores, el episodio de aquel año tuvo un carácter excepcional y estuvo vinculado a una fase de cierta hol-

1. ALP / PIB
Evolución de la velocidad de circulación



gura en la instrumentación de la política monetaria, que permitió una fuerte expansión de los mercados de algunos instrumentos financieros no incluidos en ALP, aunque con un carácter menos permanente del que entonces se le atribuyó.

A la luz de lo sucedido en 1987 y suponiendo que no se registren bruscos desplazamientos en las carteras del público, parece razonable estimar que la evolución de la velocidad de circulación de los ALP en 1988 se inserte en la tendencia al descenso que ha caracterizado a la evolución de esta relación en los últimos años, con la única excepción de 1986. La información disponible en el momento de realizar la programación monetaria sobre la evolución del

marco regulatorio y de los incentivos fiscales permite prever que no se experimentarán bruscas alteraciones que puedan suponer un cambio significativo en esta tendencia. La preeminencia de unos tipos de interés a corto plazo en 1988 inferiores a los que han predominado en el último año y una estructura más ordenada de los tipos de interés según plazos podrían incrementar la afluencia del público hacia los instrumentos financieros no incluidos en ALP. Sin embargo, la programación monetaria se ha hecho sobre el supuesto de que los efectos de la normalización del nivel y la estructura de tipos de interés se harán sentir de forma gradual y no tendrán la intensidad suficiente para invertir la actual preferencia relativa por los activos líquidos y rentables que, en general, se encuentran dentro de ALP.

Con estos elementos de juicio, se ha fijado una previsión de descenso de la velocidad de circulación similar a la tasa promedio registrada en los últimos años —exceptuado el de 1986—, que resulta coherente con los resultados de las simulaciones económicas realizadas. Con todo, esta previsión de la velocidad de circulación implica un grado de incertidumbre superior al habitual y requiere unos márgenes de flexibilidad más amplios que los adoptados en los últimos años. Por ello, se renuncia a establecer una senda central de referencia, expresándose los objetivos en una banda para la tasa de crecimiento de los ALP con una amplitud de tres puntos que, teniendo en cuenta las previsiones de aumento del PIB nominal, se ha establecido entre el 8 % y el 11 %.

El esfuerzo de conducir el crecimiento de los agregados hacia las tasas marcadas por la banda establecida y la elección de la zona en el interior de la misma que en cada situación pueda resultar más conveniente se realizará evaluando la información sobre la evolución de los mercados y de la economía en general, que proporcionan un conjunto amplio de indicadores. El seguimiento de los tipos de interés, del tipo de cambio y de los agregados monetarios de menor amplitud que los ALP serán puntos de referencia importantes para la toma de decisiones de la política monetaria. En la situación actual de mayor apertura e integración de la economía española en los mercados mundiales y de considerable inestabilidad de los mercados cambiarios, cobran especial importancia el seguimiento de la trayectoria del tipo de cambio de la peseta y la necesidad de evitar las dificultades que pueden plantear las oscilaciones excesivas del tipo de cambio real.

Conviene señalar que la banda establecida para el crecimiento de los ALP no puede entenderse como un mecanismo de reacción automática y mecánica

de las autoridades monetarias, lo que supondría una preeminencia absoluta de los objetivos cuantitativos, incluso en el muy corto plazo, que no se corresponde ni con lo que ha sido la práctica habitual de la política monetaria, ni con lo que se deduce de la mayor incertidumbre que rodea a la fijación de los objetivos monetarios. La conducción de la política monetaria en lapsos cortos de tiempo buscará reducir la variabilidad de los tipos de interés y evitar entradas masivas de capitales exteriores colocados en inversiones financieras a corto plazo, reaccionando solamente frente a desviaciones sistemáticas e interpretadas a la luz de toda la información relevante.

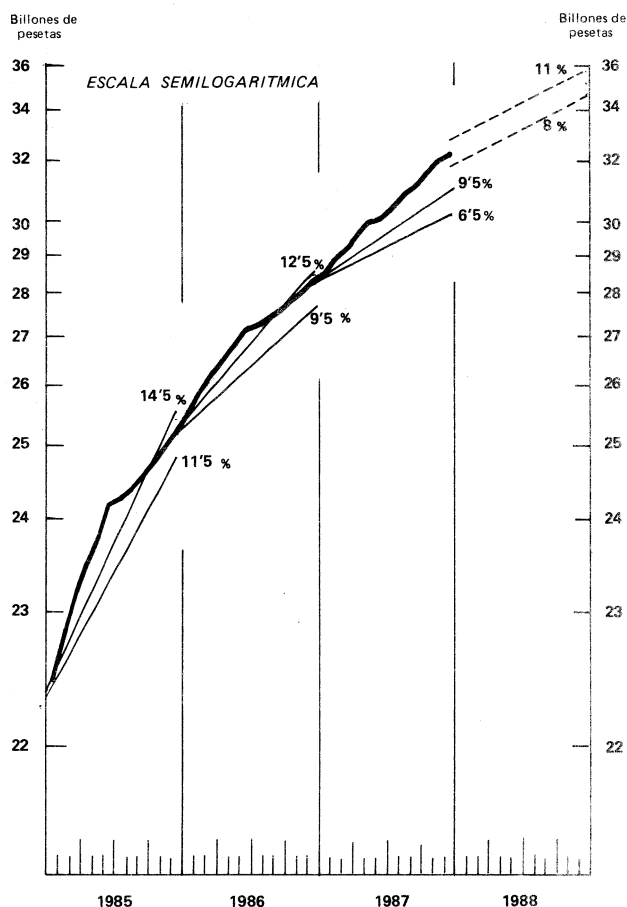
Por otra parte, la aproximación al ritmo de crecimiento de los ALP fijado como objetivo se entiende como un proceso de convergencia a partir de la inercia que muestran los agregados en el punto de origen. La conveniencia de enlazar suavemente el ritmo de crecimiento subyacente de los ALP al finalizar el año 1987 con las tasas establecidas para 1988 ha aconsejado introducir una modificación en la representación gráfica habitual de los objetivos. Tradicionalmente, la banda de objetivos se representaba como un ángulo que mostraba los intervalos máximo y mínimo de crecimiento para la serie desestacionalizada de los ALP expresada en escala semilogarítmica.

Esta representación del seguimiento del objetivo tiene algunos inconvenientes, especialmente en los primeros meses del año, ya que puede inducir a los mercados financieros a otorgar una transcendencia excesiva a desviaciones que no están consolidadas y que, de hecho, no resultan significativas como referencia de la posibilidad de alcanzar el objetivo a final del año. Por ello, ha parecido conveniente sustituir el ángulo tradicionalmente utilizado, por una banda formada por dos rectas paralelas —en la forma en que se han representado en el gráfico 2—, que expresa mejor la mayor flexibilidad con la que la autoridad monetaria valora la evolución del agregado en los primeros meses del año, con la finalidad de evitar contracciones bruscas en la convergencia hacia los objetivos.

Finalmente, para completar la exposición del conjunto de implicaciones de la programación monetaria con las demás vertientes de la política económica, interesa abordar la evolución previsible de los flujos de financiación al sector privado y su adecuación al comportamiento deseado de los diversos componentes del gasto, teniendo en consideración los condicionamientos que pueden derivarse del comportamiento financiero del sector exterior y del sector público.

2. Activos líquidos en manos del público (ALP) Objetivos y evolución

Media mensual de datos diarios



Los acontecimientos que se han producido en los últimos meses de 1987 hacen especialmente inciertas las previsiones sobre los intercambios exteriores de la economía española y la evolución de los mercados financieros internacionales. Sin embargo, parece razonable esperar que la evolución de los flujos comerciales determine una inversión en el signo del saldo de la balanza por cuenta corriente, dando lugar a la aparición de un déficit moderado. Paralelamente, se espera que las entradas de capital continúen siendo importantes durante 1988, aunque alcancen menor magnitud que en 1987, en un contexto de menores diferenciales de tipos de interés con el exterior. Se estima que el flujo de inversiones extranjeras en España será más moderado, especialmente de las inversiones en cartera, y que el recurso bruto al crédito exterior será inferior al del 1987,

tanto por parte del sector público como del sector privado, y en lo referente a los créditos directos y a los intermediados por las entidades delegadas. Como resultado de todos estos flujos, es previsible una drástica reducción en el crecimiento de los activos financieros netos de la economía española frente al exterior, lo que puede implicar un cambio muy sensible de los condicionamientos exteriores a los que ha estado sometida la política monetaria durante 1987.

La necesidad de endeudamiento neto del Estado se evalúa, según el Proyecto de Presupuestos Generales, en 1.381 m.m. Teniendo en cuenta el comportamiento del resto de las AAPP y el incremento previsto en los activos, esta cifra supone una variación neta de pasivos del conjunto de las AAPP de 1.751 m.m. Respecto a la forma de atender estas necesidades de financiación, el Proyecto de Presupuestos Generales únicamente establece un límite al incremento en el saldo de la deuda del Estado de 1.395 m.m., pero no precisa su distribución entre las distintas modalidades de financiación. Sin embargo, la continuidad en la política de financiación del déficit público seguida por el Tesoro desde el segundo semestre de 1987 y la evolución reciente de los tipos de interés pueden permitir un volumen de emisiones del Tesoro, colocado entre el público y las entidades financieras, que sea suficiente para la plena financiación del sector público, sin necesidad de apelar en forma sustancial al recurso del Banco de España. La estabilidad en las fórmulas de financiación del Tesoro a la rentabilidad demandada por el mercado —fórmulas que se verán favorecidas por la profundización de los mercados de deuda anotada— puede contribuir a la mejora de la capacidad informativa de los ALP y a la realización de las labores de intervención del Banco de España con menores tensiones en los mercados financieros.

La traducción de esta actuación financiera del sector exterior y del sector público a la previsión de las magnitudes crediticias —contrapartida de las magnitudes monetarias— depende de la filtración de las carteras de deuda del sistema bancario hacia el público. Si se supone una expansión moderada de las colocaciones de deuda a medio y largo plazo entre el público, coherente con la hipótesis establecida sobre la velocidad de circulación, la evolución de las contrapartidas será similar a la registrada en el año 1987, en lo que se refiere al crédito al sector público y al sector privado, esperándose, en cambio, una sensible disminución en la acumulación neta de activos frente al sector exterior. El sector público, previsiblemente, mantendrá un incremento en la demanda de financiación proveniente del sistema crediticio y de los mercados monetarios, del orden del

11 %, lo que supone un ritmo de expansión ligeramente inferior al que se estima para 1987. La previsión del crecimiento del crédito interno al sector privado puede situarse también, según los supuestos introducidos en la programación financiera, alrededor del 11 %. Este ritmo de crecimiento de la financiación crediticia al sector privado, sólo ligeramente inferior al registrado en 1987, puede, en principio, resultar compatible con las previsiones de expansión de la demanda nacional.

Esta estructura de las contrapartidas de los ALP puede suponer que, a diferencia de lo sucedido en 1987, la provisión de una financiación crediticia suficiente al sector privado para alcanzar el ritmo de actividad previsto se alcance con una disminución en la fuerte presión ejercida, durante 1987, por el sector exterior. Esto podría repercutir en un descenso de las tensiones que han estado incidiendo sobre el sistema crediticio y en la posibilidad de consolidar el descenso de los altos tipos de interés que han prevalecido en 1987.

20-I-1988.



Relaciones del Banco de España con los mediadores en los mercados monetarios y entre negociantes de deuda anotada

Entre las funciones encomendadas al Banco de España, se encuentra la de desarrollar "en sus vertientes interior y exterior la política monetaria de acuerdo con los objetivos generales fijados por el Gobierno, instrumentándola del modo que considere más adecuado para el cumplimiento de los fines a alcanzar, en especial el de salvaguardar el valor del dinero" (1). Esta instrumentación de la política monetaria, y la difusión rápida y flexible de sus efectos, está indisolublemente unida al funcionamiento ordenado, eficiente y seguro de los mercados interbancarios. Esto, junto a la necesidad de facilitar los movimientos de fondos entre entidades, necesidad relacionada con la actuación del Banco de España como banco de bancos, explica la creación del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero (STMD), que ejecuta las órdenes telefónicas de transferencias y gestiona la ejecución, compensación y liquidación de las operaciones negociadas en los mercados interbancarios de depósitos y de financiación de inversiones computables en el coeficiente de inversión y en los mercados secundarios —a vencimiento o con pacto de retrocesión— de anotaciones en cuenta relativas a letras, pagares del Tesoro y deuda del Estado.

Por su parte, la regulación del Sistema de Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado (SACDE) configura su Central de Anotaciones como un servicio público del Estado gestionado por el Banco de España, por cuenta del Tesoro. Al tratar de sus funciones, establece que "organizará un mercado secundario entre los titulares directos de cuentas en la propia Central y con este fin establecerá los procedimientos de cotización y negociación, así como los de compensación y liquidación derivados de éstos, velando en todo momento por la transparencia de los mismos y su correcta aplicación" (2). El pleno desarrollo de estos mercados secundarios exige la existencia, en su seno, de un mercado mayorista donde las entidades gestoras que realizan la función de creadoras de mercado puedan proceder a la recomposición de sus carteras (3).

En consecuencia, del doble imperativo legal citado deriva la necesidad de que el Banco de España supervise el funcionamiento de los mercados interbancarios de préstamos y de deuda anotada, funcionamiento del que la actividad de los mediadores constituye una pieza clave.

(1) Ley 30 1980, de 21 de junio

(2) Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, que desarrolla la Ley 21 1986, de 23 de diciembre.

(3) Recientemente, el Banco de España ha hecho públicos los requisitos necesarios para que una entidad gestora sea considerada creadora de mercado, y la lista de once entidades que los cumplen en la actualidad.

ACTUACION DE LOS MEDIADORES

a) Mediadores en los mercados monetarios (1)

La actuación de los mediadores en los mercados monetarios (MM) se justifica por su contribución a la formación eficiente de los precios, abaratando a los operadores los costes de la información necesaria y proporcionándoles servicios de asesoría. Para ello, realizan, de forma permanente, barridas en los diferentes submercados, destinadas a conseguir información lo más instantánea y amplia posible sobre los precios y cantidades que configuran las correspondientes ofertas y demandas. De esta forma, en cada momento, pueden ofrecer (o buscar), a cualquier operador que lo solicite, información puntual sobre la capacidad y las tendencias del mercado para satisfacer sus necesidades. Si entre estas posibilidades, que el MM puede ofrecer por pantallas, por teléfono, o por cualquier otro medio, el operador encuentra contrapartida adecuada, realiza la operación correspondiente. Una vez efectuada, las dos partes contratantes la comunican al STMD, y el MM percibe por sus servicios la comisión establecida.

Por tanto, los MM no se relacionan directamente con el STMD y no toman posiciones activas o pasivas en su actuación, sino que ésta se limita a facilitar el encuentro entre oferentes y demandantes, que sí toman posiciones.

Para dar una idea de su actividad, el cuadro 1 recoge la registrada durante el segundo semestre de 1.987 en los mercados que sustenta el STMD (2). De las 80.363 operaciones realizadas, 59.759, es decir el

74,4 %, se negociaron a través de MM. Por importes, pese a lo heterogéneo de las operaciones agregadas, de los 105.744,9 m.m. negociados, 59.997,5 m.m., es decir el 56,7 %, lo fueron con participación de los MM. Lógicamente, esta menor importancia porcentual se debe a que el importe medio de las operaciones mediadas fue sensiblemente inferior al de las negociadas directamente; pese a ello, dado el carácter mayorista de estos mercados, para las operaciones mediadas, resultan 1.004 millones de pesetas como importe medio. Todas estas cifras ponen de manifiesto la importancia que, para el adecuado cumplimiento de las funciones que tiene encomendadas el Banco de España, tiene la actuación de los MM.

Dado que, como se ha dicho, los MM no actúan en estos mercados tomando posiciones por cuenta propia, sino que se limitan a poner en contacto a oferentes y demandantes, el importe medio de las operaciones en las que participan no es representativo del riesgo medio que asumen. Estos riesgos, y la consiguiente posibilidad de generación de pérdidas, derivan básicamente de errores materiales que lleven a que una operación, que se consideraba cerrada por el MM y una de las partes, no lo esté, por algún tipo de desacuerdo de la otra parte. Si, de acuerdo con las reglas arbitrales del mercado, el MM es considerado culpable del error, debe cubrir las pérdidas ocasionadas a la parte perjudicada. El importe de estas pérdidas dependerá lógicamente del importe de la operación, de su plazo, y de la evolución del mercado (variación de precios) desde que la operación se consideró cerrada hasta el momento de descubrir y resolver la incidencia. Dado lo inevitable

(1) *Brokers*, en la terminología anglosajona.

(2) Dada su escasa importancia y su carácter atípico, no se incluye el mercado de financiación mutua de inversiones obligatorias.

Mercados interbancarios

(2.º semestre 1987)

	Operaciones			Importes			Operaciones inter-mediadas importe medio millones
	Total	Intermediadas		Total	Intermediadas		
	n.º	n.º	%	m.m.	m.m.	%	
Dépósitos	46.920	35.893	76,5	85.145,6	45.145,4	53,0	1.257,7
Pagarés del Tesoro a vencimiento	1.820	600	33,0	382,7	199,0	52,0	331,7
Pagarés del Tesoro «repos»	20.180	15.528	76,9	10.908,6	9.027,8	82,8	581,4
Letras del Tesoro a vencimiento	1.230	832	67,6	423,6	330,5	78,0	397,2
Letras del Tesoro «repos»	9.441	6.670	70,6	7.810,2	5.102,2	65,3	764,9
Deuda pública a vencimiento	221	138	62,4	193,8	84,1	43,4	609,4
Deuda pública «repos»	551	98	17,8	880,4	108,5	12,3	1.107,1
TOTAL	80.363	59.759	74,4	105.744,9	59.997,5	56,7	1.004,0

de estas incidencias en unos mercados de negociación muy rápida y normalmente con sustento telefónico, para garantizar una resolución fluida de las mismas, que permita el funcionamiento de estos mercados, es imprescindible garantizar que todos los implicados actúan con niveles altos y comúnmente aceptados de solvencia y corrección profesional.

b) Mediadores entre negociantes de deuda anotada (1)

En el mercado secundario de deuda del Estado representada mediante anotaciones en cuenta, la función específica de su núcleo mayorista, que se desarrolla entre los creadores de mercado, aconseja, y la experiencia de otros países confirma, que, en el mismo, la negociación se realice de forma ciega, es decir que, en las operaciones que se crucen, cada parte ignore la entidad gestora que le sirve de contrapartida (2). Esta peculiar forma de cotizar, negociar y cerrar operaciones exige, junto a una cuidadosa selección del colectivo de entidades gestoras que tengan acceso a la red de pantallas, la puesta en marcha, por un lado, de sistemas de cotización que garanticen la difusión permanentemente actualizada de los mejores precios de compra y venta para cada valor y emisión, ocultando la identidad de las entidades cotizantes, y, por otro, de procedimientos de case de operaciones, que, al tener que garantizar el anonimato de las partes, han de basarse obligatoriamente en mediadores que no actúen en nombre propio especialmente seleccionados: los mediadores entre negociantes de deuda anotada (MD).

La operatoria de los MD consiste, en primer lugar, en ofrecer al mercado un procedimiento de cotización por pantalla que, de forma automática, recoja los mejores precios y los importes ofrecidos o demandados a los mismos. Si una entidad gestora con acceso a este mercado está dispuesta a operar a ese precio, tecleando directamente o poniéndose en contacto con el MD, cierra la operación por un importe determinado sin conocer a la otra parte. La comunicación de la operación al STMD es triple; dos comunicaciones de los creadores de mercado, que contienen el número identificativo de la operación –asignado por el MD– y sus datos, y una comunicación del MD, con los datos de la operación y la identificación de las dos partes. Por tanto, a diferencia de

(1) *Interdealers brokers*, en la terminología anglosajona.

(2) También tendrán acceso a este núcleo mayorista las entidades gestoras que manifiesten su intención de cotizar continuamente precios de compra y venta de una amplia gama de valores y cuyos saldos de deuda anotada en cuentas de terceros superen el 1% del total.

los MM, los MD no pueden desarrollar su actividad sin tener acceso al STMD. A este rasgo específico, se añaden la necesidad de contar con medios técnicos informáticos y humanos muy superiores a los de los MM, y, por tanto, de soportar gastos fijos mucho más altos; la necesidad de garantizar el carácter anónimo de todo el proceso de negociación; y la necesidad de contar con suficientes recursos propios, adecuadamente líquidos, para hacer frente tanto a las previsibles pérdidas del período inicial, hasta la consolidación del mercado, como a unos riesgos que cualitativamente no difieren de los soportados por los MM, pero que cuantitativamente son muy superiores por la naturaleza especialmente mayoritaria del mercado y por el carácter ciego de la negociación.

RELACIONES CON EL BANCO DE ESPAÑA: ANTECEDENTES

a) Mediadores en los mercados monetarios

Respondiendo a la necesidad de ir conociendo su actuación, y a las demandas en el mismo sentido de las entidades participantes en los mercados monetarios, el Banco de España, a través de la Oficina de Operaciones, inició, a finales de 1.977, una serie de contactos informales con los MM conocidos, de los que surgió, a principios de 1.983, la configuración definitiva de la Asociación de Mediadores del Mercado Interbancario, luego Monetario, (AMMI). Según sus estatutos, la AMMI tiene por objeto (art. 5) representar a sus asociados, individual y colectivamente, en la defensa de sus intereses profesionales y comerciales, tanto ante los poderes e instituciones de carácter público, como ante personas e instituciones de carácter privado". En relación al Banco de España, dichos estatutos exigen, entre los requisitos para ser admitido como socio (art. 8), "documento que acredite la posesión por la entidad solicitante de clave identificativa otorgada por el Banco de España en relación con las operaciones de intermediación a realizar en el Servicio Telefónico del Mercado de Dinero", y, entre las obligaciones de sus asociados (art. 9), "facilitar al Banco de España la información que éste en cada momento solicite, así como cumplir estrictamente las disposiciones que estén establecidas o puedan ser establecidas en el futuro por dicho Banco de España". Hasta ahora, lo solicitado por el Banco de España, era lo siguiente: a) enviar información sobre la operativa mensual, antes del día 20 del mes siguiente; b) enviar, antes de finales del mes siguiente a cada semestre natural, el correspondiente balance y cuenta de resultados; y c) enviar, antes del 30 de septiembre, la auditoría del ejercicio del año anterior.

El Banco de España ha venido recibiendo la información solicitada desde 1.984. Comprende las auditorías correspondientes a los ejercicios 1.983 a 1.986, los balances y cuentas de resultados semestrales desde 1.984, e información mensual sobre la operativa desde igual fecha. En general, este flujo de información ha funcionado satisfactoriamente, si bien las incidencias registradas con algunos MM aislados han llevado incluso a la retirada de claves identificativas. Sin embargo, es interesante recoger aquí algunas consideraciones de tipo formal que, derivadas de la información recibida, justifican las reformas comentadas más adelante. Entre ellas, destacan: a) ausencia de aplicación de un plan contable homogéneo; b) existencia, en los balances, de cuentas de activo y de pasivo con saldos relativamente importantes, cuya significación y contenido precisos se desconoce; c) excesiva agregación y generalidad en algunas cuentas de resultados; d) inexistencia, en general, de estados contables consolidados; y e) excesivo laconismo en los informes realizados por los auditores.

La aparición, a comienzos de 1.984, de las "claves identificativas otorgadas por el Banco de España", mencionadas en los párrafos anteriores, responde a la inquietud del Banco de España, compartida por las entidades participantes en los mercados, por clarificar determinadas prácticas comerciales, promover una mayor transparencia del mercado y velar por la solidez financiera de los MM. Su actual regulación, contenida en la norma octava de la CBE 16/1986, dice: "Las entidades que actúen como intermediarias en las operaciones realizadas a través del Servicio (STMD) podrán ser identificadas con una clave específica que a tal efecto concederá discrecionalmente el Banco de España. Esta clave será comunicada por el Banco a todas las entidades adheridas al Servicio, con objeto de que sea incorporada a los datos identificativos de cada operación efectuada, como parte integrante de la misma. El Banco de España podrá suprimir discrecionalmente la mencionada clave cuando la entidad intermediaria, por datos deducidos de la auditoría externa o por los que puedan obrar a disposición de aquél, presente dificultades patrimoniales o suponga un riesgo para sus clientes o terceros, así como en el caso de que, a juicio del Banco, su actuación pueda inducir a error o crear inseguridad en el funcionamiento del mercado".

b) Mediadores entre negociantes de deuda anotada

Las especiales características que deben reunir los MD llevaron durante la segunda parte de 1987 a la Oficina de Operaciones, en el proceso de puesta en funcionamiento de los mercados relacionados con el

SACDE, a promover una serie de reuniones con los MM que aspiraban a actuar también como MD. Estas reuniones destinadas a dar a conocer y debatir las exigencias para actuar como mediadores en el núcleo mayorista del mercado, exigencias de las que se desprenderían los requisitos concretos que el Banco de España plantearía para dar acceso al STMD. Aunque el tema se retoma más adelante, estas exigencias básicas eran: conducta profesional correcta; capital líquido no inferior a 300 millones; medios personales, técnicos e informáticos adecuados; funcionamiento independiente; aceptar voluntariamente la supervisión del Banco de España; adoptar unos principios de conducta que garanticen la ejecución de las operaciones al mejor precio y el anonimato de las partes; y demostrar que sus servicios eran requeridos por el mercado. Este último, en el marco de un cumplimiento satisfactorio de los demás requisitos, ha sido determinante para reducir inicialmente a cinco el colectivo de MM que aspiraba a convertirse en MD. Con ellos, y con las entidades gestoras que aspiran a actuar como creadoras de mercado, han continuado los contactos tendentes a perfilar el código operativo y a solucionar los problemas técnicos pendientes para que el comienzo efectivo del nuevo mercado se produzca en febrero de 1.988. En paralelo, está en formación una asociación profesional de MD.

FUTURO DE LAS RELACIONES CON EL BANCO DE ESPAÑA

El largo proceso descrito ha permitido recientemente, por un lado, reformular de forma explícita, y de acuerdo con la experiencia adquirida, los requisitos del Banco de España para la concesión y mantenimiento de claves identificativas a los MM, y, por otro, concretar las exigencias que deben reunir los MD para tener acceso al STMD, en el inmediato comienzo de su específica actividad mediadora. Procurar, en lo que a mediadores afecta, el ordenado desarrollo de los correspondientes mercados ha sido el principio rector básico seguido por el Banco de España para formular, en cumplimiento de las funciones que tiene encomendadas, los criterios que se recogen a continuación.

1. CLAVES IDENTIFICATIVAS

A) Concesión

La concesión de claves identificativas a los mediadores es facultad del Banco de España, que podrá concederlas de dos tipos diferentes: para actuar como MM, de acuerdo con lo establecido en la

norma octava de la CBE 16/1986; y para actuar como MD, lo que dará acceso al STMD para comunicar el contenido de las operaciones mediadas en el mercado secundario de deuda del Estado anotada.

La concesión de clave identificativa deberá solicitarse al Banco de España, que comprobará el cumplimiento de los siguientes *requisitos*:

I. *Naturaleza jurídica*

Sociedades anónimas domiciliadas en España e inscritas en el Registro Mercantil. Sus acciones habrán de ser nominativas y los titulares de las mismas, personas físicas o jurídicas sin limitación alguna, deberán ser comunicados al Banco de España al realizar la solicitud y, cuando se produzcan cambios en el accionariado, en el plazo máximo de quince días.

II. *Recursos propios*

MM.—El capital mínimo será de 25 millones de pesetas, totalmente suscrito, y desembolsado, al menos, en su 50 % en el momento de solicitar la clave identificativa, debiendo desembolsar el resto antes de dos años.

MD.—El capital mínimo efectivamente desembolsado deberá ser suficiente para financiar, además de su inmovilizado, una cartera de materialización del capital líquido con las siguientes características:

a) *Importe.*

El valor de la cartera en la que se materialice el capital líquido tendrá un importe mínimo de 300 millones de pesetas. Además, el Banco de España se plantea el seguimiento de la relación capital líquido/operaciones intermediadas diariamente.

b) *Materialización.*

Deudas del Estado y del Tesoro admitidas en el SACDE.

Otros activos monetarios, con mercados secundarios organizados o con garantías suficientes de liquidez inmediata.

Depósitos en el sistema bancario, con plazo no superior a 90 días.

c) *Valoración.*

Activos negociables.— última cotización.

Resto.—valor de rescate.

d) *Periodicidad del cálculo.*

Diaria.

e) *Reposición.*

A efectos, únicamente, de determinar la fecha de reposición del capital líquido, ante eventuales pérdidas del mismo, se considerará como valor medio de éste, para cada día, la media móvil de los valores calculados para cada uno de los 30 días naturales anteriores. Según el porcentaje que, sobre el capital mínimo exigido en cada momento, represente el posible déficit de capital líquido medio, así calculado, los plazos máximos de reposición, a partir del día en que dicho déficit se manifieste, serán los siguientes:

Déficit superior al 50 %.— reposición inmediata

Déficit entre el 25 % y el 50 %.— 30 días naturales

Déficit inferior al 25 %.— 90 días naturales

Los MD deberán tener en cuenta, a estos efectos, los plazos mínimos establecidos por la Ley de Sociedades Anónimas, estatutos u otras disposiciones, de forma que el capital autorizado por la Junta General sea suficiente para la reposición, que en ningún caso podrá ser parcial, del capital líquido.

f) *Control.*

Con independencia de los estados contables que se soliciten por otras causas, los mediadores deberán remitir mensualmente al Banco de España, Oficina de Instituciones Financieras, el detalle de la composición y valoración de la cartera en que se haya materializado su capital líquido los días 10, 20 y último de cada mes (Estado M1). Esta información deberá estar en poder del Banco de España no más tarde del vigésimo día hábil del mes siguiente al que correspondan los datos.

Además, deberán comunicar al Banco de España, Oficina de Instituciones Financieras, en el plazo máximo de 24 horas, cualquier circunstancia que haya originado un déficit en el capital líquido del mediador, superior al 10 % del capital líquido mínimo exigido en cada momento.

III. *Objeto social*

El objeto social exclusivo será la mediación en los mercados correspondientes, según se trate de un MM o un MD, sin asumir otros riesgos que los derivados de errores en las formas de operar autorizadas por el Banco de España y respetando los códigos

operativos acordados, en su caso, por su asociación profesional. Esta mediación es compatible con ofrecer servicios de cotización y asesoría, si bien estos últimos no podrán prestarse durante la negociación, en el caso de los MD.

IV. Medios organizativos

Como consecuencia de lo específico de su objeto social, la separación patrimonial, de órganos de gerencia, de medios personales y técnicos y de ubicación de ambos tipos de mediadores deberá ser total respecto a otras entidades financieras que negocien activos de su propia cartera, asumiendo los riesgos correspondientes. Además, deberá haber separación patrimonial, física y de medios personales y técnicos entre MM y MD.

V. Medios personales

En la solicitud de clave identificativa deberán figurar los datos completos del personal directivo de la entidad y de sus operadores autorizados, con un historial demostrativo de su grado de competencia y corrección profesionales. Cualquier cambio que se produzca en estos medios personales deberá ser notificado al Banco de España en el plazo de quince días.

VI. Medios técnicos

La solicitud de clave identificativa irá acompañada de una memoria explicativa de los medios técnicos (informáticos, telecomunicación, grabación, etc.) de que dispone el mediador, y justificativa de su capacidad para desempeñar eficazmente la función mediadora que pretenda realizar.

VII. Operaciones prohibidas

Además de las específicamente recogidas en otros puntos, los mediadores deberán comprometerse a no realizar prácticas que, sin poder calificarse estrictamente de actividad por cuenta propia, pueden introducir confusión entre los operadores acerca del carácter de la actuación del mediador o de su responsabilidad respecto al buen fin de la operación mediada, así como procedimientos de corrección de errores que pudieran derivar en prácticas indeseables. En especial, los titulares de clave identificativa del Banco de España, deberán abstenerse de:

a) Actuar como liquidadores de las operaciones en

que intervengan, gestionando los cobros/pagos entre los operadores de las mismas.

- b) Actuar como compensadores de los activos objeto de la mediación, interviniendo en la recepción/entrega de los títulos o documentos justificativos de la operación.
- c) Actuar como depositarios de los títulos o valores objeto de la operación, custodiando los mismos, aunque sea temporalmente.
- d) Justificar las operaciones mediadas mediante documentos que excedan la mera confirmación a los clientes y especialmente mediante expedición de resguardos propios sobre títulos o valores custodiados en sus cajas.
- e) Efectuar pagos a operadores como compensación de errores en la operativa mediante talones o cheques al portador, o efectivo. Tales compensaciones, en su caso, deberán realizarse sobre la factura correspondiente al período (rappel o descuento) o mediante talón o cheque nominativo debidamente documentado.

VIII. Necesidad del servicio

El solicitante deberá demostrar que los mercados en los que vaya a actuar necesitan los servicios ofrecidos por él y comprometerse a desarrollar en los mismos una actividad significativa. Deberá apoyar esta demostración mediante cartas de adhesión de entidades autorizadas a operar en los mercados correspondientes que representen, como mínimo, los porcentajes de negociación y/o saldos que se establezcan.

IX. Informe

La solicitud deberá ser informada por la asociación profesional de mediadores en el mercado en el que se pretenda actuar. Este informe no será vinculante para el Banco de España.

X. Código de operativa

La solicitud incluirá el compromiso de la entidad de ajustar su operativa a los códigos o normas de conducta que, con conocimiento del Banco de España, haya aprobado la asociación profesional de mediadores en el mercado en el que pretenda actuar.

XI. Control y supervisión

La solicitud incluirá el compromiso expreso de sometimiento a las reglas de control y supervisión que, en cada momento, establezca el Banco de España. Las vigentes en la actualidad están recogidas en el apartado 2 (Control y supervisión).

B) Retirada

El Banco de España podrá suprimir cualquiera de los dos tipos de clave identificativa: cuando el mediador titular de la misma incumpla alguno de los compromisos que adquirió al solicitar su concesión; cuando por los datos deducidos de la auditoria externa o de cualquier otra información fidedigna que obre en poder del Banco de España presente dificultades patrimoniales o suponga un riesgo para sus clientes o terceros; y cuando su actuación pueda inducir a error o crear inseguridad en el funcionamiento del mercado correspondiente.

2. CONTROL Y SUPERVISION

A) Estados contables

I. Normas generales

Los mediadores en los mercados monetarios (MM) y en el mercado entre negociantes de deuda anotada (MD), para obtener y mantener su clave identificativa en el Servicio Telefónico del Mercado de Dinero, se comprometen a remitir al Banco de España, Oficina de Instituciones Financieras, la información que a continuación se detalla, de acuerdo con los modelos establecidos y en los plazos y con los criterios que seguidamente se indican:

Los estados se presentarán fechados, sellados y firmados por el director general o por quien ejerza sus funciones. En todos ellos, las cantidades figurarán en millones de pesetas con dos decimales.

La documentación citada, y cualquier consulta en relación con la misma, deberá dirigirse a la Oficina de Instituciones Financieras del Banco de España, Madrid.

II. Balance y cuenta de resultados

Las entidades mediadoras confeccionarán ambos estados a partir de los saldos que presente su contabilidad interna, debiendo ésta ajustarse a los criterios de valoración, cuadro de cuentas, definiciones y relaciones contables establecidos en el Plan General de Contabilidad.

El contenido preciso de los epígrafes, rúbricas y conceptos de tales estados coincidirá con los saldos de las cuentas y conceptos que se identifican en los correspondientes modelos, en relación biunívoca con el "cuadro de cuentas" del mencionado Plan. Como excepción, no se establece relación alguna en "Otras cuentas diversas" del activo y pasivo del balance, concepto en el que, en su caso, se reflejarán los saldos transitorios por operaciones no contempladas expresamente en las restantes rúbricas.

La correlación entre los saldos de la base contable interior y los contenidos en el balance y cuenta de resultados será completa y, ambos, reflejarán con exactitud la verdadera situación económica de la entidad y el curso de su operativa. De conformidad con el principio de devengo, los ajustes por periodificación se efectuarán, al menos, trimestralmente.

III. Otras informaciones

Los estados M1 (Operaciones de mediación no comunicadas al Servicio Telefónico del Mercado de Di-

Estado o informe		Contenido	Periodicidad	Plazo máximo de presentación
MD	MM			
T1	S1	Balance	MD (trimestral) MM (semestral)	Día 20 del mes siguiente
T2	S2	Cuentas de resultados	MD (trimestral) MM (semestral)	Día 20 del mes siguiente
-	M1	Operaciones de mediación no comunicadas al STMD	Mensual	Día 20 del mes siguiente
M2	-	Detalle de la cartera de materialización del capital líquido	Mensual	Día 20 del mes siguiente
A1	A2	Informe de auditoria externa	Anual	Fin de septiembre del año siguiente

nero) y M2 (Detalle de la cartera de materialización del capital líquido) se cumplimentarán siguiendo las normas generales recogidas en el punto 1 y las notas del modelo correspondiente.

B) Informes de auditoría externa

Los mediadores titulares de clave identificativa en el STMD del Banco de España se someterán anualmente a auditorías externas efectuadas por firmas de reconocido prestigio.

Cuando el mediador titular de clave estuviese vinculado a otras firmas cuyo objeto o actividad principal fuese, asimismo, la mediación en los mercados financieros (especializados, de divisas, etc.), aquél vendrá obligado a presentar, además de su propio informe, las auditorías de las restantes sociedades de mediación vinculadas. Se entenderá que existe vinculación cuando exista unidad de dirección, haya coincidencia en la titularidad de, al menos, un 20 % del capital social, desarrollen su actividad en el mismo domicilio o compartan personal o instalaciones.

Los informes de auditoría comprenderán, al menos, el exámen anual del balance, de la cuenta de resultados y de la aplicación del beneficio neto. Además, a partir del cierre del ejercicio 1988, el consolidado de las sociedades que componen el grupo, en su caso.

Para el mejor cumplimiento del objetivo perseguido con estos informes, se solicita que, en informe especial o notas complementarias a los mismos, se realicen por la firma auditora pronunciamientos expresos sobre los siguientes extremos:

- Adecuación de las prácticas empresariales, contables y fiscales a las normas legales y a las exigencias que, para su reconocimiento y desarrollo de la actividad, hayan sido establecidas por el Banco de España.
- Comentario sucinto sobre los estados financieros examinados en el que se refleje con claridad la situación patrimonial y financiera de la empresa o grupo, su desarrollo durante el ejercicio y la adecuación de los productos y cargos que conforman su cuenta de resultados.
- Ambito de consolidación, en su caso, con expresión de los criterios que han servido de base para incluir las distintas sociedades.

26-I-1988.

La financiación del Tesoro por el Banco de España: la experiencia histórica y modificaciones recientes

Esta nota, preparada por Rafael Alvarez Blanco, pretende describir la aplicación, en diciembre de 1987, de las previsiones contenidas en el Presupuesto de 1987 respecto a la cancelación de préstamos del Banco de España al Tesoro y hacer una síntesis de las modificaciones, introducidas en la Ley de Presupuestos de 1988, al límite de apelación o recurso del Tesoro al Banco de España. Ambos temas se relacionan con la legislación previa y con la experiencia deducida de su aplicación. En la nota se incluye un esquema de síntesis y amplia información estadística.

1. ANTECEDENTES

Desde 1962, fecha de promulgación del decreto-ley de Nacionalización del Banco de España (DL 18/1962), este texto legal, la Ley General Presupuestaria (LGP, L 11/1977) y varias leyes de presupuestos se han ocupado de fijar los límites a la apelación del Tesoro al Banco emisor. La última de estas leyes es la relativa a los presupuestos para 1988, en la que se modifican artículos de la LGP relativos a este tema. En síntesis, la evolución histórica de esta normativa y las consecuencias de su aplicación son:

1.1. Período 1962-1978. Déficit del Estado reducido o inexistente y reducida apelación al Banco

Los principios entonces vigentes (DL 18/62, DL 35/77, L 11/77) se pueden resumir en:

- a) Las necesidades del Tesoro Público derivadas de las diferencias de vencimientos de sus pagos e ingresos podrán atenderse:
 - a.1) Con *anticipos* del Banco de España, sin devengo de intereses y siempre que su suma no sea superior al doce por ciento de los créditos para gastos que autoricen los Presupuestos Generales del Estado del propio ejercicio. Es decir, el *saldo vivo* deudor del Tesoro en el Banco no podía exceder del tope fijado.
 - a.2) Con el producto de la emisión de Deuda del Tesoro.
- b) Al margen de lo anterior, es decir, sin sujeción a límite alguno, el Estado podrá recibir *préstamos* del Banco de España para atender a las necesidades públicas cuando se autoricen por medio de una Ley.

c) Además, el gobierno puede autorizar préstamos del Banco de España a organismos autónomos y empresas nacionales por operaciones a un plazo no superior a dieciocho meses. El Tesoro se subrogará en los pendientes de reembolso, transcurrido ese plazo, pasando estos préstamos a considerarse como del tipo de los descritos en b), es decir, no computables a efectos del límite del doce por ciento.

La aplicación de tales principios en este período, caracterizado por la existencia de un déficit del Estado muy reducido, e incluso de superávit en los primeros años, no planteó problema alguno, ya que, en la práctica, los límites o topes fijados eran inoperantes, al no existir gastos que financiar.

1.2. Período 1979-1980. Paso del equilibrio al déficit. Problemas respecto a la superación del límite legal fijado a la apelación

El marco legal es, obviamente, el mismo, pero en esta etapa el déficit del Estado empieza a alcanzar cierta importancia, lo que, unido a que no estaban desarrolladas otras vías de financiación, motivó que la apelación superara los límites establecidos. Como consecuencia de esta situación, el art. 23.5 de la Ley

de Presupuestos para 1980 (ley 42/79) recordaba que la "apelación del Estado al Banco de España no puede ser superior a la establecida en la LGP", claro aviso ante el hecho que se estaba produciendo.

1.3. Período 1981-1987. Déficit en cuantía importante. Nueva definición del límite de la apelación del Tesoro al Banco

Las tensiones surgidas en el período anterior obligaron a adaptar el marco legal a la nueva situación en la que había que financiar un déficit creciente. La solución adoptada fue trasvasar, con fecha 1 de enero de cada año, el saldo vivo del anticipo al final del año anterior a las cuentas de préstamos (las no computables a efectos del límite), y, como éstas deben ser creadas por ley, en cada una de las Leyes Presupuestarias, a partir de la de 1981 (ley 74/80), y en la ley 5/83, se introdujo una disposición al respecto.

En los cuadros 1.1, 1.2 y 2. puede comprobarse cómo ha funcionado este proceso de trasvases o movimientos internos, que las leyes denominan "consolidaciones de créditos". Se llama la atención, por su relación con las medidas adoptadas en la Ley de Presupuesto para 1988 a las que más adelante se hace referencia, sobre la cuantía y clases de los préstamos

1.1. Movimientos de las cuentas de préstamos y su incidencia en la c/c del Tesoro. (a)

m.m.

	1981			1982			1983			
	Situación inicial	Consolidación o traspaso de c/c del Tesoro a ctas. de préstamos	Concesión cancelación préstamos	Situación final	Consolidación o traspaso de c/c del Tesoro a ctas. de préstamos	Concesión cancelación préstamos	Situación final	Consolidación o traspaso de c/c del Tesoro a ctas. de préstamos	Concesión cancelación préstamos	Situación final
Cuenta de préstamos	-	-652,9	-9,0	-709,2	-471,0	-5,8	-1.186,0	-824,0	-119,4	-2.129,4
RDL 35/77	-47,3	-	-	-47,3	-	-	-47,3	-	-	-47,3
74/80 (Presp. 1981)	-	-652,9	-	-652,9	-	-	-652,9	-	-	-652,9
RD 11/81	-	-	-9,0	-9,0	-	-5,8	-14,8	-	-	-14,8
Ley 44/81 (Presp. 1982)	-	-	-	-	-471,0	-	-471,0	-	-	-471,0
Ley 5/83 (b)	-	-	-	-	-	-	-	-824,0	-	-824,0
Ley 3/83	-	-	-	-	-	-	-	-	-119,4	-119,4
<i>Concesión</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-604,9	-604,9
<i>Cancelación</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	485,5	485,5
Movimiento de la c/c del Tesoro (DGT cuenta ordinaria), que son contrapartida de los habidos en las ctas. de préstamos		652,9	-		471,0	-		824,0	-485,5	

- (a) Las dos cuentas que aquí aparecen son cuentas deudoras para el Tesoro; por lo tanto, una anotación positiva quiere decir cancelación de un préstamo, y una negativa, concesión de un préstamo. Obviamente, un saldo negativo en situación inicial o final es un saldo deudor del Tesoro frente al Banco.
- (b) Ley de medidas urgentes en materia presupuestaria, financiera y tributaria.

1.2. Movimientos en las cuentas de préstamo y su incidencia en la cuenta corriente del Tesoro. (a)

m.m.

	1984			1985			1986		
	Situación inicial	Concesión cancelación de préstamos	Situación final	Consolidación o traspaso de c/c del Tesoro a ctas. de préstamos	Concesión cancelación de préstamos	Situación final	Consolidación o traspaso de c/c del Tesoro a ctas. de préstamos	Concesión cancelación de préstamos	Situación final
Cuentas de préstamos	-2.129,4	-319,7	-2.448,8	-463,9	-0,1	-2.912,8	-663,8	26,9	-3.549,7
RDL 35/77	-47,3	47,3	-	-	-	-	-	-	-
Ley 74/80 (Presup. 1981)	-652,9	81,9	-571,0	-	16,8	-554,2	-	-	-554,2
RD 11/81	-14,8	14,8	-	-	-	-	-	-	-
Ley 44/81 (Presup. 1982)	-471,0	37,4	-433,6	-	-	-433,6	-	-	-433,6
Ley 5/83 (Presup. 1983)	-824,0	39,3	-784,7	-	-	-784,7	-	-	-784,7
Ley 3/83	-119,4	-487,1	-606,5	-	-27,0	-633,5	-	16,2	-617,3
<i>Concesión</i>	604,9	-487,1	-1.082,0	-	-43,2	-1.135,2	-	-	-1.135,2
<i>Cancelación</i>	485,5	-	485,5	-	16,2	501,7	-	16,2	517,9
RDL 1/84	-	-36,3	-36,3	-	6,8	-29,5	-	7,4	-22,1
<i>Concesión</i>	-	-36,3	-36,3	-	-0,6	-36,9	-	-	-36,9
<i>Cancelación</i>	-	-	-	-	7,4	7,4	-	7,4	14,8
RDL 3/84	-	-16,7	-16,7	-	3,3	-13,4	-	3,3	-10,1
Ley 50/84 (Presup. 1985)	-	-	-	-463,9	-	-463,9	-	-	-463,9
Ley 46/85 (Presup. 1986)	-	-	-	-	-	-	-663,8	-	-663,8
Movimiento de la cuenta corriente del Tesoro (cuenta ordinaria), que son contrapartida de los habidos en la cuenta de préstamos	-	-220,7	-	463,9	-43,7	-	663,8	-26,9	-

(a) Véanse notas al cuadro 1.1.

vivos a final de 1986 (3.549,7 m.m., de ellos 2.900,2 m.m. producto de consolidaciones (1)).

Para valorar el papel corrector de estas consolidaciones, basta tener en cuenta que, en términos generales se puede decir que la financiación del Banco al Estado no ha sobrepasado el límite legal fijado en las distintas leyes de presupuesto, a pesar de que ha habido períodos (años 1981 y 1982, y meses de enero a mayo de 1987) en los que la financiación alternativa vía títulos era reducida.

Por último, en el esquema 1 puede encontrarse una descripción pormenorizada de los elementos que intervienen en la determinación del límite en este período. Por su parte, el cuadro 2, que recoge la evolución de las cuentas del Tesoro clasificadas en cuentas deudoras y acreedoras, por un lado, y en cuentas de anticipos y de préstamos, por otro, permite situar en su exacto contexto las cuentas de préstamos de los cuadros 1.1 y 1.2, y complementar

(1) En realidad, son producto de consolidaciones 3.517,5 si se considera la L 3/83 (ley de Regularización de anticipos de fondos e insuficiencias presupuestarias anteriores a 1983) como un presupuesto bis, que, de hecho, no hizo necesaria consolidación alguna en 1984.

el esquema 1. Dichos cuadro y esquema son también necesarios para valorar las modificaciones que se exponen a continuación.

2. OPERACIONES REALIZADAS AL CIERRE DE 1987 Y FIJACION DE UN NUEVO LIMITE EN EL PRESUPUESTO DE 1988: LA CUENTA PAGARES DEL TESORO POLITICA MONETARIA

En el período aquí descrito, se han producido dos cambios:

- a) Se han cancelado los préstamos que el Tesoro tenía con el Banco de España como consecuencia de las operaciones de consolidación recogidas, fundamentalmente, en las distintas leyes de presupuestos.
- b) Se ha definido de forma distinta el límite de la apelación del Tesoro al Banco.

Antes de hacer referencia a la cancelación, es necesario un inciso sobre el origen y funcionamiento de la subcuenta de la c/c de la Dirección General del Tesoro "Pagares del Tesoro Política Monetaria"

2. Saldo al 31 de diciembre de las Cuentas del Tesoro en el Banco de España. (a)

m.m.

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
1. TESORO PUBLICO: CUENTAS ACREEDORAS (1.1+1.2)	1.157,2	592,6	1.317,0	4.227,8	3.802,1	4.785,0	4.266,8
1.1. Estado	1.043,8	2.142,0	1.110,0	3.913,6	3.613,7	4.591,7	4.029,9
1.11. C/c del Tesoro	962,8	373,7	996,2	3.807,1	3.524,2	4.345,9	3.901,1
1.111.1.2. DGT.º: cuenta Pagarés del Tesoro Política Monetaria (a)	176,0	—	—	1.590,0	1.686,0	2.945,1	—
1.11.3. Delegaciones de Hacienda	786,8	345,7	945,7	2.151,4	1.826,1	1.387,3	3.884,4
1.11.4. Caja General de Depósitos y otras	28,8	28,0	50,5	65,7	12,1	13,5	16,7
1.12. Cuenta especial del Crédito Oficial	9,8	13,5	22,5	21,2	19,7	134,1	37,6
1.13. a 1.15. Cuentas de fondos en firme y a justificar, transitorias y especiales	17,6	54,8	91,3	85,3	69,8	111,7	91,2
1.21. Organismos autónomos: c/corrientes	113,4	150,5	207,9	314,2	188,4	193,3	236,9
1. TESORO PUBLICO: CUENTAS DEUDORAS (1.1+1.2)	-2.344,8	-2.787,3	-3.622,1	-5.750,4	-5.917,5	-6.291,6	-5.497,6
1.1. Estado: cuentas deudoras (Activos del Banco)	-2.161,5	-2.602,6	-3.405,6	-5.550,6	-5.692,9	-6.064,1	-5.228,3
1.11.1.1. c/c del Tesoro: DGT.º cta. ordinaria	-1.318,5	-1.213,3	-1.160,2	-2.966,8	-2.517,3	-2.234,1	-4.349,6
1.16. Cuentas de anticipos	-126,2	-190,4	-104,1	-116,2	-252,8	-271,0	-186,5
1.17. Cuenta de préstamos	-709,2	-1.186,0	-2.129,4	-2.448,9	-2.912,9	-3.549,7	-683,4
1.18. Otras cuentas	-7,6	-12,9	-11,9	-18,7	-9,9	-9,3	-8,8
1.22. Organismos autónomos: ctas. de créditos	-183,3	-184,7	-216,5	-199,8	-224,6	-227,5	-269,3
TOTAL SALDO CUENTAS DEL TESORO EN EL BANCO DE ESPAÑA	-1.187,6	-2.194,8	-2.304,2	-1.522,6	-2.115,4	-1.506,6	-1.230,8
- Saldo cuentas computables para el límite (b)	471,0	-824,1	41,7	-463,9	-663,9	-674,5	-278,1
- Saldo cuentas no computables (c)	-716,6	-1.370,7	-2.345,9	-1.058,7	-1.451,5	-832,1	-952,7

(a) En 1981 se incluye también aquí el saldo de la cuenta de Bonos del Tesoro, cancelada en 1982.

(b) También se puede designar a este grupo como *Cuentas de anticipos* (al margen de que exista una cuenta, la 1.16, que a efectos administrativos internos se conoza también por este nombre). Las cuentas aquí incluidas son todas excepto 1.11.1.2, 1.17 y 1.22.

(c) «*Cuentas de préstamos*» (con la excepción de la cuenta Pagarés del Tesoro Política Monetaria). Comprende: 1.11.1.2, 1.17 y 1.22.

(PPM) (1). La Ley de Presupuestos para 1984 (L 44/83) en su artículo 24.7 y la orden comunicada de la Dirección General del Tesoro de 30 de enero de 1984, establecieron que se abonara en esta cuenta específica, no computable a efectos del anticipo, el producto de la deuda del Tesoro, cuya emisión, por un montante igual al de los CRM's en circulación a 31 de diciembre de 1983, se autorizaba en el citado artículo. La cuenta se adeudaba por el montante de la amortización, calculada al valor desembolsado en el momento de la emisión, y los intereses de la deuda (nominal menos valor desembolsado) se contabilizaban en la cuenta ordinaria de la Dirección General del Tesoro. Este esquema estuvo funcionando hasta 1986 (véase el cuadro 2), pero en el art. 38, números 2 y 3 de la Ley de Presupuestos para 1987 (L 21/86), se autorizó a la DGT a: 1) amortizar los citados "Pagarés del Tesoro Política Monetaria" con cargo al presupuesto corriente (es decir, con cargo a la c/c ordinaria de la DGT), lo que supuso dejar bloqueado el saldo de la cuenta PPM en su montante al 31/12/86, y

2) disponer del saldo citado para cancelar los préstamos del Banco al Tesoro originados en las operaciones de consolidación descritas más arriba, incluida la consolidación prevista en la propia ley de presupuestos de 1987.

2.1. Cancelación de las operaciones originadas en las consolidaciones presupuestarias

Al cierre del presupuesto de 1987, la Dirección General del Tesoro hizo uso de la autorización citada al final del párrafo anterior, llevando a cabo la operación que, con todo detalle, aparece en la tercera columna del cuadro 3. Como los fondos disponibles en la cuenta PPM eran insuficientes para llevar a cabo la cancelación, se ha completado el resto con un adeudo en la cuenta ordinaria de la DGT, según autorizaba la disposición citada. Obsérvese que esta cancelación, inversa al total de las operaciones de consolidación, no ha supuesto ninguna devolución neta de fondos por el Tesoro al Banco, de la misma forma que las consolidaciones no supusieron salidas. Una y otras operaciones son movimientos internos, que, en el caso de la cancelación citada, cabe valorar muy positivamente, en tanto que explicitan la voluntad

(1) Como es sabido, la c/c de la Dirección General del Tesoro es, a su vez, la subcuenta más importante de la c/c del Tesoro, que es la cuenta en la que tienen reflejo toda las operaciones del presupuesto (véase en cuadro 2, el epígrafe 1.11 en saldos acreedores y deudores).

3. Movimientos de las cuentas de préstamos y su incidencia en la c/c del Tesoro. Año 1987 (a)

m.m.

	Situación inicial	Consolidación o traspaso de c/c del Tesoro a ctas. de préstamos	Cancelación especial préstamos leyes de presupuesto con cargo a c/c del Tesoro	Concesión cancelación de préstamos	Situación final
Cuenta de préstamos	-3.549,7	-674,5	3.574,7	-33,9	-683,4
Leyes de presupuestos	-2.900,2	-674,5	3.574,7	-	-
74/80 (1981)	-554,2	-	554,2	-	-
44/81 (1982)	-433,6	-	433,6	-	-
5/83 (1983)	-784,7	-	-784,7	-	-
50/84 (1985)	-463,9	-	463,9	-	-
46/85 (1986)	-663,8	-	663,8	-	-
21/86 (1987)	-	-674,5	674,5	-	-
Otros préstamos	-649,5	-	-	-33,9	-683,4
Ley 3/83	-617,3	-	-	16,2	-601,1
RDL 1/84	-22,1	-	-	7,4	-14,7
RDL 3/84	-10,1	-	-	3,4	-6,7
Cta. BEI-IDA	-	-	-	-39,5	-39,5
Subrog. ctos. Tab L 38/85	-	-	-	-21,4	-21,4
Movimientos de la c/c del Tesoro, que son contrapartida de los habidos en las ctas. de préstamos:					
Cta. ordinaria		674,5	-3.574,7	-27,0	
Cta. pagos Política Monetaria	-2.945,0		-629,7	-27,0	
			-2.945,0	-	

(a) Véase nota al cuadro 1.1.

del legislador de volver al espíritu de los textos iniciales (Ley de Nacionalización del Banco de España y Ley General Presupuestaria). Efectivamente, en estos textos no se concebían las cuentas de préstamos como un medio para obviar el establecimiento de un límite a la apelación del Tesoro al Banco, sino como una vía, quizá excepcional, para atender las necesidades públicas, que, por una u otra razón, no habían sido recogidas en el presupuesto.

2.2. Nueva definición del límite

Las dos últimas columnas, referidas a 1988, del ya citado esquema 1, y las notas a las que desde ellas se remite, explican con cierto detalle las características del límite ahora vigente. En síntesis, las disposiciones de la L 33/87 de presupuestos para 1988 establecen que:

1) Se modifica la LGP de forma que el límite a la apelación del Estado y de los organismos autónomos al Banco de España sólo estará vigente el día del cierre del ejercicio, es decir, el 31 de diciembre.

2) Al cierre del ejercicio, existe un límite a la apelación, que, en el caso de 1988, asciende, en prin-

cipio, a 2.006,6 m.m. (1). Como el saldo, al cierre de 1987, era 1.230,7 m.m., queda un margen de apelación neta, en esa fecha, de 775,9 m.m.

3) De la experiencia histórica recogida en el cuadro, se deduce que ha sido 1987 el año en que el límite ha estado definido de forma más precisa y restrictiva, a pesar de lo cual no se ha superado, ni siquiera en la primera parte de dicho año cuando hubo apelaciones del Tesoro al Banco muy importantes.

En suma, el tope legal de apelación al Tesoro no parece estar concebido como un instrumento que limite excesivamente las distintas opciones de financiación del déficit ante las que se encuentran los responsables de la política fiscal. En cualquier caso, la ausencia de limitaciones por esta vía es un argumento que refuerza la necesidad de la coordinación de las políticas monetaria y fiscal (2).

(1) Cifra que habrá que revisar al alza, en la medida en que se produzcan incorporaciones al presupuesto.

(2) Existen, y están claramente definidas, limitaciones indirectas al endeudamiento del Estado. Como se cita en la nota 7 al esquema 1, el art. 72.1 de la Ley de Presupuestos de 1988 fija en 1.395 m.m. el tope máximo de incremento, al 31/XII/1988, respecto al 31/XII/1987 de toda la deuda del Estado (apelación, títulos, deuda exterior). Por esta vía indirecta, se puede reducir la apelación al Banco respecto del tope legal, pero, de nuevo, sólo el día de cierre del ejercicio.

2.3. Otras modificaciones en las cuentas del Tesoro en el Banco

Por otra parte, el presupuesto de 1988 (arts. 101.3 y 118) clasifica las cuentas del Tesoro en el Banco en:

1) "Cuenta corriente a la vista del Tesoro", que centralizará todos los ingresos y pagos del Estado, que podrá tener saldo deudor o acreedor y no devengará interés. Se establece que esta cuenta será única, sin perjuicio de que, por conveniencias administrativas, se divida en subcuentas. Es este un cambio formal que modifica poco la situación actual en la que en la c/c del Tesoro sólo se anotaban las operaciones del presupuesto. En la práctica, equivale a agregar en una sola todas las denominadas al final del cuadro 2 "cuentas de anticipos".

2) Cuentas de "créditos singulares" del Banco al Estado, que pueden devengar intereses, lo que constituye una novedad respecto a la situación precedente. Estas cuentas son equivalentes a las previas de préstamos, pero sin considerar consolidaciones y con la importante novedad de que, al igual que la descrita en el párrafo anterior, son computables para el anticipo.

3) "Cuentas corrientes de Organismos Autónomos de la Administración del Estado", que, como hasta ahora, engloban las de todos ellos. En esta cuenta se seguirán centralizando todos los ingresos y pagos de estos organismos.

4) Cuentas de "créditos singulares" del Banco a los Organismos Autónomos, de las mismas características descritas en el párrafo 2 para el caso del Estado.

4. OTRA FINANCIACION DEL BANCO DE ESPAÑA AL TESORO

Aunque esta nota sólo pretende describir las modificaciones recientes, tiene algún interés completar la referencia a la financiación del Banco al Tesoro, que, como es sabido, incluye, además de la apelación o recurso del Tesoro al Banco:

1) La contrapartida de títulos de organismos internacionales (BID, IDA, BIRD...), que son propiedad del Estado y cuya adquisición ha sido financiada por el Banco, sin que tal financiación haya sido recogida en las cuentas de anticipos ni en las de préstamos (cuadro 2) (1). El importe en m.m. de este concepto

(1) Por vez primera, en 1987, parte de esta deuda se ha contabilizado en cuentas de préstamos: concretamente la adquisición de acciones del BEI y el IDA (véase cuadro 3), y que, en consecuencia, no se incluyen en este epígrafe.

en valorado según el desembolso realizado es, en m.m.:

4. Deuda del Estado con el Banco por suscripción de títulos de organismos internacionales

	m.m.
1981	12,8
1982	15,9
1983	20,4
1984	23,4
1985	26,4
1986	55,5
1987	42,7

2) El cuadro 5 recoge la financiación vía títulos, importante a lo largo del período recogido en el cuadro, y sensiblemente más reducida a finales de 1987 (440,4 m.m.) que a finales de 1986 (805,8 m.m.).

5. Financiación del Banco de España al Tesoro: cartera de valores (a)

saldos a fin de año, m.m.

	Cartera de					Total
	Pagarés del Tesoro	Letras del Tesoro	Otra deuda pública del Estado	Cédulas para inversiones	Deuda de OAAA	
1981	0,3	-	4,8	79,1	65,1	149,3
1982	4,6	-	17,2	99,4	51,2	172,4
1983	611,9	-	42,6	156,5	49,2	860,2
1984	6,0	-	40,9	170,9	44,6	262,4
1985	273,6	-	37,3	179,4	35,7	526,0
1986	376,0	-	256,1	142,4	31,3	805,8
1987 (p)	-	162,2	158,5	92,7	27,0	440,4

(a) Los Pagarés del Tesoro, y Letras del Tesoro y la deuda pública están ajustados de las operaciones temporales, es decir, el importe que aquí figura es la cartera en firme, menos las cesiones temporales netas, valoradas por el efectivo.

6. Total financiación del Banco de España al Tesoro

saldos a fin de año, m.m.

	Apelación o recurso (saldo vivo)	Acciones organismos internacionales	Cartera de valores	Total
1981	1.187,6	12,8	149,3	1.349,7
1982	2.194,8	15,9	172,4	2.383,1
1983	2.304,2	20,4	860,2	3.184,8
1984	1.522,6	23,4	262,4	1.808,4
1985	2.115,4	26,3	526,0	2.667,7
1986	1.506,6	55,5	805,8	2.367,9
1987	1.230,8	42,6	440,4	1.713,8

Fuente: Cuadros 2, 4 y 5.

En síntesis, la consideración conjunta de toda la financiación del Banco al Tesoro recopilada en el cuadro 6 muestra una caída desde 1983, interrumpida a finales de 1985, y especialmente importante en 1987. Debe, sin embargo, tenerse en cuenta que esta aproximación al endeudamiento del Tesoro con el Banco, necesaria para enmarcar las medidas comentadas, hace referencia a saldos a final de año, lo que explica que sea compatible la reducción del saldo a finales de 1987 con un endeudamiento importante durante algunos meses de dicho año.

25-I-1988.

**Límite de la apelación del Tesoro al Banco de España: la experiencia reciente en comparación con la Ley de Presupuestos para 1988
(Ley 33/87, de 23 de diciembre, BOE 24/12)**

Conceptos	1981	1982 a 1986	1987	1988		
1. Límite de la apelación						
Norma legal	«12 % de los gastos autorizados en la presente Ley de Presupuestos» (Ley 74/80, art. 24.5) (1)	«12 % de los gastos autorizados en la presente Ley de Presupuestos» (2)	«12 % de los gastos aprobados en la presente Ley para los capítulos 1 a 8, ambos incluidos, del Presupuesto del Estado para 1987» (Ley 21/86, art. 38.7 b).	<i>Durante todo el ejercicio, excepto el día de cierre</i> NO HAY LIMITE (art. 84.1 modificando el 101 y siguientes de la LGP).	<i>Cierre del ejercicio (día 31/12/88)</i> 12 % de los créditos totales para gastos de los Presupuestos Generales del Estado (3) (art. 84.1, modificando el 101 y siguientes de la LGP).	
Aplicación práctica	12 % de los presupuestos iniciales del Estado, más incorporaciones en el año, más 12 % de los Presupuestos de los organismos autónomos administrativos.	La misma que en 1981.	12 % de los capítulos 1 a 8 del Presupuesto del Estado, más incorporaciones en el año.	NO HAY LIMITE	12 % de los capítulos 1 a 9 de los presupuestos del Estado, OOAAAA, OOAACC, II, y FF de la S. Social, y total de presupuestos de gastos o dotaciones de: CSN, PN, IECE, RTVE, TVE, RNE y RCE, más incorporaciones en el año, y, puesto que no se precisa nada al respecto, cabe pensar que se trata de gastos sin consolidar (5).	
Cuantía efectiva (m.m. y porcentaje PIB) (4).		1983 = 683,0 (3,1) 1984 = 815,5 (3,2) 1985 = 911,9 (3,3) 1986 = 1.025,6 (3,2)	1987 = 955,9 (2,9)	NO HAY LIMITE	2.006,6 (5,3) (6)	
2. Cálculo del anticipo neto a comparar con el límite						
2.1. Cuentas a considerar o computables	a) <i>Cuentas del Estado</i> : todas, excepto 1) las cuentas de Préstamos, y 2) la subcuenta de la c/c. del Tesoro «Pagarés del Tesoro Política Monetaria» (existe desde 2/84). b) <i>Cuentas de organismos autónomos</i> : todas, excepto las cuentas de préstamos, es decir, como sólo existen dos grupos de cuentas, se consideraba sólo la c/c. de organismos autónomos, que, obviamente, tiene saldo acreedor para los organismos.			a) Cuentas del Estado: todas. b) Cuentas de organismos autónomos: todas.		
2.2. Medición	Saldo de las cuentas computables, que, en este período, son todas las del Estado y de los organismos autónomos, excepto las cuentas de préstamos.			Saldo de todas las cuentas del Estado y de los organismos autónomos. <i>Saldo el 31-12-87:</i> 1.230,7 <i>Margen de apelación neta el 31-12-88:</i> 2.006,6 - 1.230,7 = 775,9 (7)		
3. Regularización						
	El anticipo neto al final de cada año (calculado según se explica en 2.2) se abonaba el 1 de enero del año siguiente a la c/c. del Tesoro y se adeudaba a una subcuenta de préstamos (las cuentas de consolidación), que, como queda reseñado, no era computable para el anticipo.			No está prevista regularización alguna, ni de la lógica del sistema se deduce que éstas tengan sentido.		

NOTAS AL ESQUEMA

- (1) Los gastos autorizados en esta Ley de Presupuestos se referían a los del Estado, de los organismos autónomos administrativos y de los organismos autónomos comerciales, industriales y análogos.
- (2) Estas leyes de presupuestos se refieren, como en 1981, a los gastos del Estado y a *todos* los organismos autónomos, es decir, también a los comerciales, industriales y financieros, y, además, a los de las siguientes unidades institucionales: Seguridad Social, RTVE, TVE, RNE, RCE y Consejo de Seguridad Nuclear.
- (3) El ámbito de estos presupuestos es el recogido en la nota 2, más el Consejo de Administración del Patrimonio Nacional y el Instituto de Comercio Exterior. También se incluyen en los presupuestos generales estimaciones de gastos de las sociedades mercantiles que reciben subvenciones y de las entidades de derecho público, pero no es del caso incluir estas estimaciones a los efectos aquí considerados.
- (4) Dada la existencia de incorporaciones al presupuesto inicial, el tope vigente varía cada mes. La cantidad que aquí figura es la media anual de los topes mensuales, excepto en el caso del año 1988, para el que este *ratio* se ha calculado a partir del presupuesto inicial, dado que todavía no ha habido incorporaciones. En cualquier caso, el efecto de estas es siempre muy reducido: inferior a un 2 % del presupuesto inicial.
- (5) Determinación de los créditos totales para gastos de los Presupuestos Generales del Estado para 1988 y a que se refiere el art. 84.1 de la Ley de Presupuestos para 1988, que modifica el 101 y siguientes de la Ley General Presupuestaria.

	m.m.	
	<i>Sin consolidar</i>	<i>Consolidados</i>
Total presupuesto de gastos (capítulos 1 a 9) (*)		
Estado	8.939,3	7.131,6
OOAAAA	1.431,8	1.431,6
OOAACC II y FF	1.223,0	1.214,7
Seguridad Social	4.958,8	4.852,1
Subtotal 1	16.552,9	14.630,0
Capítulos de gastos o dotación para gastos de		
Consejo de Seguridad Nuclear (CSN)	5,1	5,1
Consejo de Administración del Patrimonio Nacional (PN)	6,0	6,0
Instituto Español de Comercio Exterior (IECE)	16,7	16,7
RTVE	45,3	45,3
TVE, SA	75,3	75,3
RNE, SA	12,8	12,8
RCE, SA	7,6	7,6
Subtotal 2	168,8	168,8
TOTAL (1+2)	16.721,7	14.798,8

(*) En el capítulo 9 no se incluye la amortización de letras y pagarés del Tesoro, que figura, restando, entre los ingresos de ese capítulo.

(6) 12% de la base (límite de la apelación, el 31-XII-1988): $16.721,7 \times 12\% = 2.006,6$ (hipótesis máxima) ó $14.798,8 \times 12\% = 1.775,9$ (hipótesis mínima).

(7) El art. 72.1 establece que 1.395 m.m. es el tope máximo de incremento, al 31-XII-1988, de toda la «deuda del Estado» respecto al 31-XII-1987. Esta limitación sólo será efectiva en la medida en que no se cumplan las amplias previsiones de revisión del tope citado, que recoge el apartado siguiente de ese mismo artículo.

Tarifa de comisiones de las entidades gestoras por operaciones de deuda pública en anotaciones en cuenta

El real decreto 505/1987, de 3 de abril, por el que se dispone la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado, prevé en su art. 9.º la aplicación de tarifas por parte de las entidades gestoras a sus clientes. El detalle completo de dichas tarifas figura, como señala la norma sexta de la circular del Banco de España 20/1987, de 9 de junio, en un apartado específico de los folletos generales sobre comisiones que las entidades han de tener a disposición de la clientela. Esta nota comenta brevemente el cuadro adjunto, en el que se presenta, de forma resumida y esquemática, la estructura y el nivel de las tarifas máximas aplicables por las entidades gestoras a sus clientes (1).

En los mencionados folletos figuran los niveles máximos de las comisiones aplicables, lo que no significa que necesariamente se apliquen todas las tarifas o que se apliquen por el importe que allí se recoge. De hecho, algunas entidades han indicado al Banco de España que es rara la ocasión en que se aplican plenamente las tarifas. Otras, cuando se trata de operaciones con títulos propios, no las aplican, obteniendo su remuneración a través de las diferencias en el precio cobrado al cliente. En consecuencia, la mera suma de las comisiones que figuran en los folletos y en el cuadro-resumen adjunto, referentes a una misma operación, puede dar una idea equivocada del coste del servicio realmente pagado por el cliente. No obstante, en el anexo III se ofrece una estimación del coste para una «tarifa típica», si se considera la aplicación de los niveles máximos de las tarifas.

El modelo según el cual se especifican las comisiones máximas aplicables a los clientes no es el mismo para todas las entidades; existe una notoria variedad en la forma de presentar las tarifas que se aplican y los conceptos sobre los que giran. Se ha optado, en consecuencia, por elaborar un cuadro-resumen que recoja las tarifas aplicables, no según las declaraciones efectuadas por cada entidad, sino según un modelo-tipo que permita una presentación de máxima homogeneidad. Una posible estructuración de las operaciones básicas con deuda anotada se recoge en el anexo I; este esquema, reducido en alguno de sus pormenores, es el que se ha aplicado en el cuadro adjunto. Como resulta fácil de comprender, la variedad de las posibles operaciones presenta una riqueza muy superior a la que se desprende de un cuadro necesariamente esquemático. El mismo anexo I recoge, en su segunda parte, algunas otras operaciones que figuran en varios folletos de tarifas y que no han podido recogerse en el cuadro.

(1) El cuadro recoge las tarifas comunicadas al Banco de España hasta el 15 de enero de 1988.

Para adaptar las comisiones remitidas por las entidades al modelo que figura en el cuadro, se ha adoptado como principio general el criterio siguiente: cuando el concepto que aparece en el folleto remitido por una entidad es más amplio que uno de los que figuran en el cuadro, se ha incluido esa comisión en cada concepto susceptible de inclusión en aquél (por ejemplo, es normal que en los folletos figure una comisión aplicable por «altas», sin más especificaciones; se interpreta en el cuadro que esa comisión es aplicable a las altas por suscripción, por compra o por cualquier otro concepto).

En el cuadro se ha diferenciado expresamente cuándo las entidades incluyen en sus folletos dos tipos de tarifas distintas, según se trate de operaciones con letras del Tesoro o de otra deuda pública formalizada en anotaciones en cuenta. En esta situación se encuentran actualmente doce entidades. No se han recogido, sin embargo, por problemas de espacio, otras diferencias que se establecen en algunos casos, tales como la aplicación de tarifas diferentes a residentes y no residentes (en el cuadro figuran las que se aplican a residentes), o en función de que las operaciones se hagan dando las órdenes respectivas de suscripción, compra o venta a la propia gestora, o se haga sin su intervención.

Además de los casos mencionados, existen otros aspectos de índole general que merecen señalarse:

1. Tal como figura en la nota general del cuadro, en algunos momentos aparece un cero, y en otros, una raya. El cero indica que la entidad señala *expresamente* que este tipo de operación está exento del cobro de comisión. La raya significa que el concepto no figura expresamente recogido en el folleto. En este segundo caso, al igual que en el primero, la entidad no puede cobrar comisión, pero la distinción es importante, en cuanto que en el primer caso no ha lugar a interpretación dudosa, mientras que en el segundo pueden presentarse discusiones sobre si la tarifa de otro concepto es o no aplicable a éste. El primer caso refleja, además, un diseño de las tarifas más claro para los clientes y una mejor presentación.
2. Un modelo-tipo comúnmente utilizado se basa en el siguiente esquema:
 1. Altas en el sistema
 2. Bajas en el sistema
 - 2.1. Por amortización
 - 2.2. Por otros conceptos

Este esquema se presenta en veinticinco entidades. Las entidades consultadas al respecto

confirman que el punto «1. Altas en el sistema» se refiere a cualquier tipo de alta para los registros de la propia gestora (por ejemplo, una compra en mercado secundario o el traslado de la anotación de otra gestora a ella misma), y así se ha reflejado en el cuadro, aunque, en su interpretación literal, el término «alta en el sistema» parece referirse más bien a la entrada del título en el sistema de anotaciones en cuenta, no en los registros de una determinada gestora. La relación de entidades que realizan aquella interpretación figura en el anexo II.

3. La mayoría de las entidades recoge un apartado titulado «Gestión de cobro de intereses». Sobre este punto, hay dos observaciones que realizar. En primer lugar, que, dado que un elevado número de entidades no distingue entre letras del Tesoro y otra deuda pública en anotaciones, cabe la duda sobre si se van a aplicar comisiones con independencia de que el activo se adquiera a descuento o se trate de deuda con pago periódico de intereses. En el caso de las letras del Tesoro, la aplicación de una comisión sobre el pago de unos intereses que formalmente no existen puede venir justificada por la costumbre, bastante generalizada, de realizar las cesiones por el nominal y la recompra por un valor equivalente al nominal más los intereses, en cuyo caso las letras, siendo a descuento para la entidad, no lo son, de hecho, para el cliente. En esta situación se encuentran veintisiete entidades; su relación se recoge en el anexo II.

Otro aspecto diferente relacionado con la gestión de cobro de intereses es que, en la mayoría de los casos, se da como única información que el porcentaje gira sobre el valor efectivo, sin precisar si se trata del efectivo del título o del efectivo del interés. Informaciones posteriores aclaran que se trata de un porcentaje aplicable sobre el valor efectivo de los activos.

4. En bastantes folletos (veintiséis entidades, anexo II) existe una nota al pie, que indica textualmente lo siguiente: «En las operaciones en que se actúe como comisionista, se repercutirán al comitente las comisiones y gastos que la entidad cedente aplique». Ello podría suponer el cobro duplicado de comisiones por lo que para el cliente no es sino un único servicio. Posiblemente, la novedad de esta operativa hace que no se hayan establecido reglas de reparto de comisiones similares a las que existen, por ejemplo, en el servicio de cobranza de efectos.

1. Entidades gestoras: sistema de anotaciones en cuenta
Tarifas comunicadas, de acuerdo con el artículo 6.3 de la OM de 19.5.87

Vigentes a 31 de enero de 1988

(Tanto por mil y pesetas)

ENTIDADES	Mercado secundario														Administra- ción de registros	Gestión de cobro de interés	
	Mercado primario				Altas				Bajas								
	Suscripción		Amortización		Compras		Otros		Ventas		Otros						
	% ₀₀ (1)	Mínimo	% ₀₀ (2)	Mínimo	% ₀₀ (1)	Mínimo	% ₀₀ (1)	Mínimo	% ₀₀ (1)	Mínimo	% ₀₀ (1)	Mínimo	% ₀₀ (1)(3)	Mínimo			
Bancos privados																	
Banca Catalana		3,5	350	3	150	3,5	350	3,5	350	3,5	350	3,5	350	2,5	100	2	15
Banca March	DE	3,5	350	3 (1)	350	3,5	350	—	—	—	—	3,5	—	2,5	200	2,5(8)	—
	LT	3,5	5.000	3 (1)	5.000	3,5	5.000	—	—	—	—	3,5	—	2,5	200	—	—
B. Alicante		3,5	350	3	150	3,5	350	3,5	350	3,5	350	3,5	350	2,5	100	2	15
B. Atlántico		3 (2)	500	2,5(1)	250	3 (2)	500	3 (2)	500	3	500	3	500	2	250	0	0
B. Bilbao		3,5	500	3	300	3,5	500	3,5	500	3,5	500	3,5	500	2,5	100	2	15
B. Central		3,5	350	3	150	3,5	350	3,5	350	3,5	350	3,5	350	2,5	100	2	15
B. C. Transatlántico		2,5(2)	200	1	150	5	—	0	0	5	—	0	0	2 (2)	100	—	—
B. Exterior de España		3,5	350	3	150	3,5	350	3,5	350	3,5	350	3,5	350	2,5	100	2	15
B. Español de Cto.	DE	3,5	350	3	150	3,5	350	3,5	350	3,5	350	3,5	350	2,5	100	2	15
	LT	3,5	—	3 (1)	—	3,5	—	3,5	—	3,5	—	3,5	—	2,5	—	—	—
B. Europa		3,5	350	3	150	3,5	500	3,5	500	3,5	500	3,5	500	2,5	100	2	15
B. Financ. Indus.		3,5	5.000	3	150	3,5	5.000	3,5	5.000	3,5	350	3,5	350	2,5	100	2	15
B. Guipuzcoano		3,5	—	2,5	—	3,5	—	3,5	—	3,5	—	3,5	—	2,5	—	2,5	—
B. Herrero	DE	3,5	350	3 (1)	300	3,5	350	3,5	350	3	300	3,5	350	2,5	200	2	20
	LT	3	15.000	3 (1)	15.000	3	15.000	3	15.000	3	15.000	3	15.000	2	15.000	—	—
B. Hispano Americano		3,5	350	3	150	3,5	350	3,5	350	3,5	350	3,5	350	2,5	100	2	15
B. Hispano Ind.		3,5	350	3	150	3,5	350	3,5	350	3,5	350	3,5	350	2,5	100	2	15
B. Ind. de Bilbao		3,5	500	3	300	3,5	500	3,5	500	3,5	500	3,5	500	2,5	100	2	15
B. Ind. de Guipúzcoa		2	250	3 (1)	250	—	—	—	—	—	—	—	—	2,5	100	2	100
B. Interc. Español		3,5	10.000	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	2,5	1.000	—	—
B. Madrid	DE	3,5	350	3	150	3,5	350	3,5	350	3,5	350	3,5	350	2,5	100	2	15
	LT	3,5	—	3 (1)	—	3,5	—	3,5	—	3,5	—	3,5	—	2,5	—	—	—
B. Pastor		3,5	350	3(1)	350	3,5	350	3,5	350	3,5	350	3,5	350	5 (4)	400(4)	2	—
B. P. y M. Empresa		—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	2,5(4)	250	—	—
B. Popular Español		3,5	350	3 (1)	150	3,5	350	3,5	350	3,5	350	3,5	350	2,5	100	2	15
B. Popular Indust.		3,5	350	3 (1)	150	3,5	350	3,5	350	3,5	350	3,5	350	2,5	100	2	15
B. de Progreso	DE	3,5	350	3,5(1)	350	3,5	350	—	—	—	—	3,5	—	2,5	200	2,5(8)	—
	LT	3,5	5.000	3,5(1)	5.000	3,5	5.000	—	—	—	—	3,5	—	2,5	200	—	—
B. Sabadell		3,5	—	3,5(1)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	2,5(4)	—	—	—
B. Santander		3,5	350	3	150	3,5	350	3,5	350	3,5	350	3,5	350	2,5	100	2	15
B. Santand. Negoc.		3,5	350	3	150	3,5	350	3,5	350	3,5	350	3,5	350	2,5	100	2	15
B. Urquijo Unión		3,5	350	3	150	3,5	350	3,5	350	3,5	350	3,5	350	2,5	100	2	15
B. Valencia		3,5	350	3	150	3,5	350	3,5	350	3,5	350	3,5	350	2,5	100	2	15
B. Vizcaya		3,5	350	3	150	3,5	350	3,5	350	3,5	350	3,5	350	2,5	100	2	15
B. Zaragozano	DE	3,5	500	3	500	3,5	500	3,5	500	3,5	500	3,5	500	2,5	100	2	15
	LT	3,5	7.500	3	500	3,5	7.500	3,5	7.500	3,5	500	3,5	500	2,5	100	2	15
Bank of America	DE	1	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
	LT	1	—	—	—	—	—	—	—	—	—	1	—	—	—	—	—
Barclays Bank		3,5	—	3	—	—	—	—	—	—	—	—	—	2 (7)	—	1	—
B.N.P. España	DE	1,5	—	—	—	—	—	—	—	—	—	1,5	—	—	—	1,5(8)	—
	LT	1,5	—	—	—	—	—	—	—	—	—	1,5	—	—	—	—	—
Credit Lyonnais	DE	3	1.000	—	—	—	—	5 (17)	1.000	—	—	5 (17)	1.000	3 (2)	1.000	—	—
	LT	8	1.000	—	—	—	—	5	1.000	—	—	5	1.000	—	—	—	—
Citibank España		15	500	5(1)	—	15	500	15	500	5	500	5	500	5 (11)	250	2	15(6)
Comerzbank		5	1.000	5 (1)	1.000	5	1.000	5	1.000	5	1.000	5	1.000	2	1.000	—	250(10)
Chase Manhattan		2,5	2.500	2,5(1)	2.500	2,5(9)	—	2,5	2.500	2,5(9)	2.500	2,5	2.500	0	0	0	0

1. Entidades gestoras: sistema de anotaciones en cuenta
Tarifas comunicadas, de acuerdo con el artículo 6.3 de la OM de 19.5.87
(Continuación)

Vigentes a 31 de enero de 1988

(Tanto por mil y pesetas)

ENTIDADES	Mercado secundario																			
	Mercado primario				Altas								Bajas				Administra- ción de registros		Gestión de cobro de interés	
	Suscripción		Amortización		Compras		Otros		Ventas		Otros									
	% ₀₀ (1)	Mínimo	% ₀₀ (2)	Mínimo	% ₀₀ (1)	Mínimo	% ₀₀ (1)	Mínimo	% ₀₀ (1)	Mínimo	% ₀₀ (1)	Mínimo	% ₀₀ (1)(3)	Mínimo	% ₀₀ (2)	Mínimo				
Chemical Bank	3,5	1.000	3	1.000	3,5	1.000	3,5	1.000	3,5	1.000	3,5	1.000	2,5	500	2	50				
Dresdner Bank	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0				
First Chicago	3,5	—	3,5(1)	—	3,5	—	3,5	—	3,5	—	3,5	—	2,5	—	0	0				
First I. California	1,25	—	0	0	0,5(2)	—	0,5(2)	—	0,5(2)	—	0,5(2)	—	1 (4)	—	—	—				
Lloyds Bank	2,5	—	0	0	—	—	—	—	—	—	—	—	0	0	0	0				
Manufactures Hannover	1,87	9.375	—	—	1,87(9)	9.375	1,5(16)	500	1,87(9)	9.375	1,25(16)	6.250	2,5	1.500	—	—				
Midland Bank	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0				
Morgan Guaranty	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	2,5(13)	3.000	—	—				
Natwest March	DE	3,5	350	3 (1)	350	3,5(9)	350	—	—	—	—	3,5	—	2,5	200	2,5(8)				
	LT	3,5	5.000	3 (1)	5.000	3,5(9)	5.000	—	—	—	—	3,5	—	2,5	200	—				
Société Générale		9	2.000	0	0	9	2.000	9	2.000	0	0	0	0	0	0	0				
Cajas de ahorro																				
Caixa Pensiones		3,5	350	3,5(1)	350	—	—	—	—	5	—	—	—	2,5	100	—				
C. Barcelona		3,5	—	3,5(1)	—	3,5(9)	—	—	—	3,5(9)	—	—	—	2,5(9)	100	2(9)				
C.A. Cataluña (9)		3,5	350	3,5(1)	350	3,5	350	3,5	350	3,5	350	3,5	350	2,5	100	0				
C.A. Galicia		3,5	350	3	150	3,5	350	3,5	350	3,5	350	3,5	350	2,5	100	2				
C.A. Navarra		3,5	350	3	150	3,5	350	3,5	350	3,5	350	3,5	350	2,5	100	2				
C.A. Valencia		3,5(12)	350	3	350	3,5(2)	350	—	—	3,5(2)	350	—	—	2,5	350	2				
C.A.M. San Sebastián		3,5	350	3	150	3,5	350	3,5	350	3,5	350	3,5	350	2,5	100	2				
C.A.M.P. Madrid		2,5(12)	350	2	150	—	—	1	400	—	—	1a3(14)	400a1.000	1,5	100	2 (8)				
CAZAR		3,5(2)	250	3	150	3,5(2)	350	—	—	3,5(2)	350	3,5	250	2,5	100	—				
C.E.C.A.		3,5	350	3	150	3,5	350	3,5	350	3,5	350	3,5	350	2,5	100	2				
Caja Postal		3,5	350	3	200	3,5	350	3,5	350	3,5	350	3,5	350	2,5	100	2				
S.M.M.D.																				
Credimesa	DE	1,5	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—				
	LT	1,5	—	—	—	—	—	1,5	—	—	—	—	—	—	—	1,5(8)				
Descontiber	DE	1,5	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—				
	LT	1,5	—	—	—	—	—	1,5	—	—	—	—	—	—	—	—				
Interactivos	DE	1,5	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—				
	LT	1,5	—	—	—	—	—	1,5	—	—	—	—	—	—	—	—				
S.I.A.F.	DE	1,5	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—				
	LT	1,5	—	—	—	—	—	1,5	—	—	—	—	—	—	—	—				
SAMEDI		12,5	—	2,5	—	12,5	—	2,5	—	2,5	—	2,5	—	2	—	100(5)				
Otras entidades																				
B. Crédito Agrícola		2,5	—	2,5	—	2,5	—	2,5	—	2,5	—	—	—	—	—	—				

NOTA GENERAL: El cuadro presenta un resumen del capítulo específico dedicado a las anotaciones en cuenta dentro de las tarifas generales de cada entidad. Sólo muestra los conceptos típicos más importantes. Algunas entidades incluyen otros, no recogidos aquí, o prescinden de algunos de los conceptos de este resumen. El cuadro asigna un cero a los conceptos que figuran expresamente exentos de comisiones, o con comisión cero: se asigna una raya a los conceptos no previstos en el folleto. Para cada concepto se señala, además de la tarifa en tanto por mil, el mínimo en pesetas aplicable por operación.

NOTAS: (1) Sobre valor nominal. (2) Sobre valor efectivo. (3) Semestral. (4) Anual. (5) Fijo. (6) Por título. (7) Trimestral. (8) Sobre nominal del cupón. (9) Aplicable sólo a operaciones en que la contrapartida no es ejercida por la propia entidad. (10) Máximo. (11) Sólo para los adquiridos por mediación de la entidad. (12) Se aplica tanto a la suscripción directa en la entidad como a la suscripción en Banco de España cuando la entidad sea denominada gestora. (13) Sobre el nominal más alto durante el semestre. (14) Por transformación en títulos valores 3⁰⁰/₀₀ y un mínimo de 1.000 ptas. Por traspaso a otra gestora 1⁰⁰/₀₀ y mínimo de 400 ptas. (15) En el caso de cesiones temporales, se aplica una tarifa única del 1,25⁰⁰/₀₀ y un mínimo de 3.000 ptas. (16) En el caso de traslado a otra gestora y en el de alta por canje o transformación de títulos físicos se aplica una tarifa única de 5.000 y 6.250 ptas., respectivamente. (17) Para las altas y bajas por traspaso de o a otra gestora o al/del sistema bursátil la comisión es del 3⁰⁰/₀₀. LT: Letras del Tesoro. DE: Deuda del Estado.

Entidades pendientes de presentar tarifa:

Bank of Tokyo. Bruxelles Lambert. C. Ah. Provincial Guipúzcoa. C. Ah. Alicante y Murcia. Sindicato de Banqueros de Barcelona.

ANEXO I

1. ESQUEMA DE LAS PRINCIPALES OPERACIONES CON DEUDA ANOTADA

MERCADO PRIMARIO

1. Suscripción a la emisión.
 - 1.1. A través de la entidad gestora.
 - 1.2. Directamente, designando entidad gestora.
2. Amortización.

MERCADO SECUNDARIO

1. ALTAS

- 1.1. Por compras o recompras.
 - A la entidad gestora.
 - A terceros.
 - Comisionista (la entidad gestora).
 - No comisionista.
- 1.2. Otros (traslado de registros de una gestora a otras; transformación de títulos valores o del sistema bursátil, etc.).

2. BAJAS

- 2.1. Por ventas o reventas.
 - A la entidad gestora.
 - A terceros.
 - Comisionista (la entidad gestora).
 - No comisionista.
- 2.2. Otros (traslado de registros; transformación a títulos valores o al sistema bursátil, etc.).

ADMINISTRACION DE REGISTROS

GESTION COBRO DE INTERESES

2. OTRAS OPERACIONES

- Cambio de titular.
- Emisión de duplicado del resguardo.
- Constitución y/o cancelación de garantías.
- Canje o conversión de títulos.
- Reinversión.
- Inmovilización en la Central.

ANEXO II

ENTIDADES	Interpretan altas en el sistema como todo tipo de altas	Prevén la aplicación de intereses sobre efectivo del título	Prevén repercusión de comisiones cuando actúen como comisionistas
Banco de Santander	X	X	X
Banco Popular	X	X	X
Banco Hispano Americano	X	X	X
Banco Hispano Industrial	X	X	X
Banco Exterior	X	X	X
Banco Español de Crédito	X		X
Banco Central	X	X	X
Banco de Bilbao	X	X	X
Banco Industrial de Bilbao	X	X	X
Banco de Vizcaya	X	X	X
Banca Catalana	X	X	X
Banco de Financiación Industrial	X	X	X
Banco de Madrid	X		X
Banco Zaragozano	X	X	X
Banco Popular Industrial	X	X	X
Banco Santander Negocios	X	X	X
Citibank España	X	X	X
Banco Urquijo Unión	X	X	X
Banco de Valencia	X	X	X
CECA	X	X	X
Caja Postal	X	X	X
Caja Ahorros de Galicia	X	X	X
Caja Ahorros Municipal de San Sebastián	X	X	X
Banco de Alicante	X	X	X
Chemical Bank		X	
Banco Industrial de Guipúzcoa		X	
Caja Ahorros de Cataluña			X
Banco Guipuzcoano		X	
Banco Herrero		X	
Caja Ahorros de Navarra	X	X	X

5. El apartado «Administración de registros» recoge un concepto no aplicable específicamente a ninguna operación, sino al mero hecho de ser propietario de deuda pública formalizada en anotaciones en cuenta. El criterio mayoritariamente aplicado consiste en fijar una comisión del 2,5 por mil sobre el valor nominal de los activos por semestre o fracción. Esta tarifa tiene pleno sentido en los casos en que las entidades indican que no cobran comisiones por las restantes operaciones con deuda anotada, o la re-

muneración la obtienen vía diferenciales de tipos de interés y estipulan esta comisión genérica por la titularidad de los registros y el trabajo administrativo que ello implique para la gestora, pero resulta de más difícil justificación en los restantes casos en que cada una de las operaciones posibles tiene ya fijada su propia comisión. No obstante, el presente sistema de libertad de comisiones no permite formular objeciones a esta inclusión.

ANEXO III

EJERCICIO SOBRE EL COSTE DE LAS COMISIONES EN LAS OPERACIONES CON DEUDA ANOTADA

CASO 1

Adquisición de una letra del Tesoro hasta vencimiento (1 año) a un tipo del 13 %.

Comisión por alta: $3,5 \text{‰}$ sobre el nominal.

Administración: $2,5 \text{‰}$ sobre el nominal, aplicable dos veces.

Amortización: 3‰ sobre el efectivo, que coincide con el nominal.

Tipo de suscripción de la letra: 13 %.

Tipo de rentabilidad para el suscriptor considerado el coste de las comisiones: 11,65 %.

CASO 2

Compra con compromiso de reventa de una letra del Tesoro, por un período de tres meses, a un tipo del 13 %.

Comisión por alta: $3,5 \text{‰}$ sobre el nominal.

Administración: $2,5 \text{‰}$ sobre el nominal, una vez.

Comisión por baja: 3‰ sobre el nominal.

Tipo de rentabilidad en la compra de la letra: 13 %.

Tipo de rentabilidad para el inversor, incluido el coste por comisiones: 9,18 %.

NOTA: En ningún caso se considera el IVA que gira sobre las comisiones.

19-I-1988.



Regulación financiera: cuarto trimestre de 1987

El último trimestre del año 1987 no ha aportado grandes novedades a la regulación del sistema financiero español. Exceptuando las medidas tomadas en orden al fortalecimiento de las entidades de depósito, las novedades o afectan a aspectos marginales del sistema financiero, o se limitan a refundir disposiciones ya vigentes, o —por último— establecen medidas coyunturales por necesidades de la política monetaria.

Sin duda las medidas más significativas son las que, dirigidas a las entidades de depósito, establecen mecanismos que permiten reforzar la solvencia de las mismas. En este contexto, el Banco de España ha endurecido las normas sobre cobertura de clientes dudosos y morosos, estableciendo adicionalmente la obligatoriedad de dotar una provisión sobre el riesgo no clasificado como dudoso o moroso; ha procedido a elevar hasta un 35 % la provisión genérica que las entidades de depósito deben constituir para la cobertura del riesgo en países en dificultades transitorias, dudosos y muy dudosos, en consonancia con la situación y las perspectivas de los principales países deudores; y ha aumentado considerablemente los coeficientes de recursos propios, tanto los específicos por grupos de activos de riesgo como el genérico, a la par que ha reclasificado algunos conceptos. Por otra parte, el Ministerio de Economía y Hacienda ha introducido un nuevo límite a la asunción por una entidad de depósito de riesgos sobre una única persona, entidad o grupo consolidado, cifrándolo en el 40 % de los recursos propios de la propia entidad de depósito.

También ha sido objeto de alteraciones la regulación del coeficiente de caja. Para las entidades delegadas han dejado de ser computables los incrementos experimentados por los saldos de los recursos denominados en moneda extranjera, incluidos en el coeficiente en el mes de abril pasado, mientras que el nivel del coeficiente ha sido reducido en un punto para todas las entidades sujetas al mismo.

La ley de presupuestos del Estado para 1988 contiene varias disposiciones que afectan al sistema financiero. El incremento del saldo vivo de la deuda del Estado se fija en 1.395 miles de millones de pesetas y el interés legal del dinero se fija en el 9 %. Se modifica el régimen jurídico del crédito oficial, al someterse el Instituto de Crédito Oficial al ordenamiento jurídico privado, con un tratamiento similar al resto de las entidades de crédito. Por otra parte, se instaura un nuevo sistema para el ingreso en el Tesoro Público de los beneficios del Banco de España y se introducen modificaciones en la ley general presupuestaria referentes a la regulación de la deuda pú-

blica, a la actividad financiera del Tesoro y a la definición de las sociedades estatales. También se modifica la normativa que afecta a las sociedades y fondos de capital-riesgo en materia de creación e inversiones de las mismas y se suprimen algunas de las ventajas fiscales que tenían determinadas entidades de depósito para la captación de recursos a través de operaciones de seguro. Por último, las disposiciones fiscales de la ley de presupuestos eliminan la deducción en la cuota del 10 % de las cantidades invertidas en la adquisición de valores de renta variable y elevan el tipo de retención de los activos financieros con retención en el origen al 55 %.

La dispersión de la normativa del Banco de España referente al control de cambios ha aconsejado la refundición y actualización de la misma, aprovechándose la ocasión para introducir novedades de signo liberalizador como la supresión de restricciones para la compra de divisas por residentes en el mercado a plazo o el no sometimiento al tipo de cambio oficial de las operaciones de contado a dos días de importe igual o superior a veinte millones de pesetas. Además el Banco de España ha dictado las normas operativas aplicables a las operaciones de compra de billetes extranjeros y cheques de viajeros.

El resto de las novedades tienen una menor importancia. Se ha regulado el sistema nacional de compensación electrónica basado en redes informáticas y con un ámbito geográfico que abarca todo el Estado. Por otra parte se ha producido una importante modificación en el diseño de las medidas de financiación de actuaciones en materia de vivienda, al dejar de estar sujetas a planes plurianuales y establecerse un marco legal estable para las mismas. En el terreno fiscal, el nuevo impuesto sobre sucesiones y donaciones suprime las ventajas de que gozaban los bonos de caja y los contratos de seguro sobre la vida. Por último, se comentan dos medidas de menor relevancia: la primera emisión de obligaciones de la Comunidad Europea en España y la suscripción por nuestro país de un nuevo paquete de acciones de la Corporación Financiera Internacional.

ENTIDADES DE DEPOSITO: PROVISIONES PARA INSOLVENCIAS Y RIESGO-PAIS

Con el objetivo último de reforzar la solvencia de las entidades de crédito, el Banco de España ha modificado las normas sobre cobertura de clientes dudosos y morosos contenidas en su circular número 22/1987, de 29 de junio (1), sobre balance, cuenta de

(1) Véase: "Regulación financiera: tercer trimestre de 1987", en Boletín Económico del Banco de España, octubre de 1987, páginas 54 y 55.

resultados y estados complementarios de las entidades de depósito.

Para los activos dudosos, las provisiones a dotar habrán de basarse en una estimación prudente de la cuantía no recuperable y deberán alcanzar, al menos, el 25 % de la deuda correspondiente a titulares cuyo patrimonio presente saldo negativo, arrojen pérdidas continuadas, se encuentren en suspensión de pagos o incurran en retrasos generalizados en los mismos, y de la deuda cuyos saldos estén incursos en procedimiento de reclamación judicial. Cuando la cuantía no recuperable se estime inferior al 25 % de la deuda y en los casos de saldos dudosos por defectos de documentación, la provisión deberá alcanzar –al menos– el 10 % del monto total de la correspondiente deuda. Desaparece la referencia a los plazos que figuraba anteriormente.

En cuanto a los activos morosos, se instaura un tratamiento diferenciado de los otros morosos para los créditos y préstamos hipotecarios, excepto hipotecas sobre activos de explotación.

Los fondos de insolvencia asignados a los riesgos de firma pasan a tener un tratamiento similar a los activos dudosos, dejando de ser obligatorio que la provisión alcance el total del riesgo.

Por otra parte, desaparece la obligación de que los fondos de insolvencia alcancen como mínimo el 1,5 % del total de riesgo dinerario y de firma, que determinaba la dotación adicional de provisiones en los supuestos en que los fondos aplicados en función de los riesgos individualizados no alcanzaran dicho porcentaje. Se establece una provisión del 1 % del total de riesgo dinerario y de firma en renta fija no cubierto por estar clasificado como dudoso o moroso, independientemente de la realizada en base a los anteriores criterios.

En línea con la pauta que viene marcando la evolución de los mercados internacionales y las actuaciones de otros países, se han aumentado las exigencias referentes a fondos para la cobertura del riesgo-país. Si bien los coeficientes específicos por grupos de países permanecen inalterados, el coeficiente genérico ha sido elevado, de modo que los fondos de provisión constituidos para la cobertura del riesgo-país no pueden ser inferiores al 35 % del riesgo total en países en dificultades transitorias, dudosos y muy dudosos. De los riesgos imputables a un país se excluyen, entre otros, los créditos comerciales formalizados en carta de crédito o crédito documentario con vencimiento no superior a un año, mientras que en la regulación anterior la exclusión afectaba a los de vencimiento no superior a tres meses.

Otras modificaciones introducidas en la circular, hacen referencia a la consideración contable de algunos activos dudosos y morosos, a su encuadramiento en las diferentes rúbricas del balance y a su desglose y detalle. Así, por ejemplo, ahora deben incluirse entre los activos dudosos los créditos superiores a cuatro millones de pesetas que no se encuentren adecuadamente documentados; los valores de renta fija vencidos y no cobrados se consideran morosos a los 90 días del vencimiento, y no a los 6 meses como anteriormente; deben clasificarse como dudosos todos los riesgos de un cliente cuando una cuarta parte de los mismos sean morosos; y las provisiones para insolvencias que cubren los activos aplicados a la adquisición de otros activos –valores o inmuebles– han de mantenerse hasta la realización de los activos adquiridos.

Finalmente, se han introducido en la CBE 22/1987 algunas normas relativas a las operaciones de arrendamiento financiero de las entidades de depósito. Así, se dispone que deberán incluirse en las informaciones complementarias del balance datos sobre las cuotas pendientes de pago por operaciones de este tipo relativas a bienes para uso de la propia entidad, desglosándose la parte que corresponde exclusivamente a la amortización del bien de la que corresponde al costo de la financiación. Por otra parte, en los supuestos de venta de un activo que posteriormente continúe usándose en régimen de arrendamiento financiero, si el producto de la venta es superior al valor contable del activo el beneficio se llevará a resultados periodificando su cuantía en proporción a las cuotas de amortización y al valor residual del bien. Por el contrario, si dicho producto es inferior, la pérdida se contabilizará en la misma fecha de la operación.

La fecha de entrada en vigor para las anteriores disposiciones ha sido el pasado 1 de enero. No obstante, la diferencia entre las provisiones constituidas con arreglo a la nueva normativa y las constituidas con arreglo a la anterior podrá dotarse por terceras partes, de modo que un tercio esté ya dotado a 31 de diciembre de 1987 y el resto se dote en los dos ejercicios siguientes.

ENTIDADES DE DEPOSITO: RECURSOS PROPIOS

La normativa referente a los recursos propios de las entidades de depósito y a su volumen mínimo fue sustancialmente modificada por la ley 13/1985, de 25 de mayo (1), desarrollada por el RD 1370/1985,

(1) Véase: "Regulación financiera: segundo trimestre de 1985", en Boletín Económico del Banco de España, julio-agosto de 1985, páginas 51 y 52.

de 1 de agosto, y por la CBE 28/1985, de 29 de octubre (1).

Con el objetivo último de adaptar las exigencias de solvencia de las entidades de crédito radicadas en España al aumento de la competencia bancaria y a la futura libertad de establecimiento y prestación de servicios bancarios en la Europa comunitaria, el Banco de España, haciendo uso de las atribuciones que le confieren las disposiciones citadas, ha modificado los coeficientes de recursos propios y ha reclasificado algunos conceptos mediante la CBE 25/1987, de 20 de octubre.

La reclasificación afecta a dos tipos de activos de riesgo, llevando aparejado en ambos casos un considerable aumento del coeficiente exigido. Por una parte, la financiación concedida a sociedades a las que la entidad de depósito, o cualquier otra de su mismo grupo consolidado, tenga tomados activos en régimen de arrendamiento financiero y hasta el valor de las cuotas de amortización pendientes de pago, deja de asimilarse a los créditos sin garantías especiales –epígrafe d)– y pasa a ser tratada como activos reales, participaciones bancarias y aportaciones a cooperativas de crédito –epígrafe f)–. Por otro lado, las financiaciones subordinadas y créditos participativos a cargo de otras entidades de depósito dejan de integrarse con las acciones y participaciones en sociedades que no sean entidades de depósito –epígrafe e)–, pasando a asimilarse a los activos reales, participaciones bancarias y aportaciones a cooperativas de crédito –epígrafe f)–.

Los coeficientes contenidos en el número 1 del artículo 2.º del RD 1370/1985, han sido notablemente elevados, excepto el correspondiente a los activos incluidos en el epígrafe a) –efectivo en pesetas, saldos sobre el Banco de España, activos sobre el sector público y el crédito oficial, activos con garantía pública y créditos con garantía dineraria– que continúa siendo del 0,25 %. Los activos del epígrafe b) –activos sobre entidades de crédito no instrumentados en acciones o participaciones, activos sobre el sector público de países de la OCDE denominados en monedas admitidas a cotización en España, activos sobre organismos financieros internacionales, activos asegurados por CESCE y créditos documentarios– ven a aumentar su coeficiente del 1 al 1,25 %. El coeficiente de los activos incluidos en el epígrafe c) –activos con garantía hipotecaria, pignoraticia o mobiliaria, créditos avalados por entidades de depósito y sociedades de garantía recíproca, activos sobre

(1) Véase: "Regulación financiera: tercer trimestre de 1985", en Boletín Económico del Banco de España, octubre de 1985, páginas 52 y 53.

empresas de participación pública mayoritaria, avales para concurrencias en subastas y avales por obligaciones ante organismos públicos—, pasa del 3 al 3,75 %. En el epígrafe d) —resto del crédito, resto de avales y riesgo de firma, resto de títulos de renta fija, operaciones en camino y otras inversiones de riesgo—, el coeficiente sube al 7,5 % desde el 6 % anterior. El mayor aumento del coeficiente tiene lugar en el epígrafe e), que solo incluye acciones y participaciones no bancarias al salir de este grupo las financiaciones subordinadas y créditos participativos, ya que se dobla, pasando del 8 al 16 %. Finalmente, en el epígrafe f) —activo real, acciones y participaciones bancarias, aportaciones a cooperativas de crédito, crédito a sociedades de arrendamiento financiero y financiaciones subordinadas y créditos participativos— el coeficiente pasa del 25 al 35 %. Nótese que el crédito a sociedades de arrendamiento financiero ha pasado de estar sujeto a un coeficiente del 6 % a estarlo a uno del 35 %, si bien la elevación sufrida por el epígrafe d) habría dejado el mismo en el 7,5 %. Algo similar ocurre con las financiaciones subordinadas y créditos participativos, que pasan del 8 al 35 %, aunque de no haber sido reclasificados les correspondería el 16 %.

Además de los coeficientes específicos por grupos de activos de riesgo, también ha resultado elevado el coeficiente genérico referido en el artículo 3º del RD 1370/1985, de modo que los recursos propios de las entidades de depósito, o en su caso de los grupos consolidados de las mismas, no pueden ser inferiores al 5 % —antes, el 4 %— del conjunto de sus inversiones netas de provisiones y amortizaciones, independientemente de la existencia de los coeficientes específicos por grupos de activos de riesgo más arriba indicados.

La CBE 25/1987 ha comenzado a ser de aplicación en el cálculo de las necesidades de recursos propios del 31 de diciembre de 1987. Se continúa con el vigente régimen transitorio para desfases que pudieran existir hasta finales de 1988.

ENTIDADES DE DEPÓSITO: CONCENTRACIONES DE RIESGO

Independientemente de la ya comentada elevación de los coeficientes de recursos propios de las entidades de depósito, materializada por la CBE 25/1987, de 20 de octubre, el RD 1549/1987, de 18 de diciembre, ha procedido a elevar las exigencias en cuanto a la concentración de riesgos en el balance de

dichas entidades y que anteriormente estaban contenidas en el RD 1370/1985, de 1 de agosto (1).

Debido a la introducción de una nueva base de cálculo para los recargos por concentración y por grupo, las exigencias resultan globalmente elevadas por la introducción de un límite genérico a la asunción de riesgos. Así, el conjunto de los riesgos de los grupos consolidados de entidades de depósito, o de estas individualmente si no forman parte de un grupo consolidable, con una persona, entidad o grupo económico —excepto riesgos con el Estado, sus organismos autónomos y empresas públicas y riesgos garantizados por el Estado o sus organismos autónomos— no podrá exceder del 40 % de los recursos propios, facultándose al Banco de España para reducir dicho porcentaje. En el supuesto de que se produzca un exceso sobre este límite sobrevenido a consecuencia de una reducción de los recursos propios de la entidad de depósito, ésta deberá ajustarse al mismo en el plazo de un año.

En cuanto al recargo por concentración, los coeficientes a aplicar a los riesgos sobre una persona, entidad o grupo económico se multiplicarán por dos si el conjunto de esos activos excede del 15 % de los recursos propios del grupo consolidado de entidades de depósito o de la entidad de depósito no perteneciente a un grupo consolidable, y por tres cuando exceda del 30 %. A estos efectos, siguen sin considerarse los saldos de tesorería de plazo inferior a tres meses ni los valores computados como inversiones obligatorias. También quedan fuera los riesgos con el Estado, sus organismos autónomos y empresas públicas y los riesgos garantizados por el Estado o sus organismos autónomos. El recargo no debe ser aplicado por las sucursales de bancos extranjeros ni por las filiales de los mismos creadas al amparo del RD 1388/1978, de 23 de junio.

Por último, los coeficientes a aplicar a los riesgos sobre entidades con las que exista unidad de decisión pero no consolidables —en virtud de su objeto social— y sobre entidades que pertenezcan a un mismo sector de la actividad económica, se multiplicarán por dos en cualquier caso, por tres si exceden del 15 % de los recursos propios y por cinco si exceden del 30 %.

Por su parte, el Banco de España ha recogido las disposiciones del real decreto en la CBE 29/1987, de 21 de diciembre, por la que modifica la CBE 28/1985, de 29 de octubre, estableciendo las normas a que

(1) Véase: "Regulación Financiera: tercer trimestre de 1985", en Boletín Económico del Banco de España, octubre de 1985, páginas 52 y 53.

deben atenerse las entidades de depósito y las obligaciones formales en cuanto a las exigencias respecto a la concentración de riesgos.

Las disposiciones comentadas entraron en vigor el 31 de diciembre pasado.

COEFICIENTE DE CAJA: PASIVOS COMPUTABLES DE LAS ENTIDADES DELEGADAS

Los problemas de control del agregado monetario, experimentados en la primera parte de 1987, determinaron la toma de medidas tendentes a frenar la aportación de liquidez por el sector exterior. Entre ellas, algunas afectaron al coeficiente de caja de los intermediarios financieros. Así, en el mes de marzo, se incluyeron entre los pasivos computables los incrementos que, a partir de entonces, experimentaron los recursos en pesetas convertibles (1). Posteriormente, en el mes de abril, tales recursos dejaron de ser computables por sus incrementos pasando a serlo por sus saldos, y se incluyeron los incrementos que, a partir de ese momento, experimentaran los recursos en moneda extranjera (2).

En las últimas semanas se han reducido considerablemente las entradas de capital a corto plazo, gracias a la reducción de los tipos de interés reales a corto, a la disminución de las expectativas de apreciación de la peseta y a la caída de las bolsas de valores. Ante esta situación, una O.M. de 12 de noviembre de 1987 y un OCBE de 17 de noviembre de 1987, han excluido los incrementos de los saldos de los recursos denominados en moneda extranjera de la computabilidad en el coeficiente de caja. Tras esta medida, de los recursos mencionados en este epígrafe sólo mantienen la computabilidad en el coeficiente de caja los saldos pasivos en pesetas convertibles.

COEFICIENTE DE CAJA: REDUCCION DEL NIVEL

El favorable comportamiento de los sectores exterior y público como factores autónomos de generación de liquidez durante las últimas semanas, y la evolución de los préstamos de regulación monetaria, aconsejaron al Banco de España proceder a inyectar liquidez en el sistema a través de la reducción transi-

(1) Véase: "Regulación financiera: primer trimestre de 1987", en Boletín Económico del Banco de España, abril de 1987, páginas 45 y 46.

(2) Véase: "Regulación financiera: segundo trimestre de 1987", en Boletín Económico del Banco de España, julio-agosto de 1987, página 53.

toria del nivel del coeficiente de caja que deben mantener la banca privada, las cajas de ahorros y el Banco Exterior de España. De esta manera, dicho nivel —fijado anteriormente en el 19,5%— quedó establecido en el 18,5%, aunque únicamente para la tercera decena de diciembre de 1987 y las dos primeras de 1988.

El Consejo Ejecutivo del Banco de España, en su reunión del 8 de enero de 1988, ha decidido consolidar esta reducción del coeficiente, dándola por definitiva, y extendiéndola además a todos los intermediarios financieros sujetos al mismo, por medio de la CBE 2/1988, de 13 de enero. El nuevo nivel de coeficiente será de aplicación a partir de la tercera decena de enero para bancos, cajas de ahorro, sociedades mediadoras del mercado de dinero y juntas sindicales de las bolsas de comercio, y a partir del 15 de febrero para cooperativas de crédito, sociedades de crédito hipotecario y entidades de financiación.

PRESUPUESTOS DEL ESTADO PARA 1988

La Ley 33/1987, de 23 diciembre de 1987, ha aprobado los presupuestos generales del Estado para el ejercicio económico de 1988. Como ya viene siendo tradicional, incorpora disposiciones sobre múltiples aspectos de la actividad económica y financiera.

Se autoriza un incremento del saldo vivo de la deuda del Estado de 1.395 miles de millones de pesetas, límite que resulta efectivo a 31 de diciembre de 1988, pudiendo ser superado durante el año. Por otra parte, se abre la posibilidad de emitir deuda del Estado en el mes de enero de un año con sujeción a las normas reguladoras de las emisiones del año precedente, hasta el 15 por ciento del límite establecido para este último año, pero computando tales emisiones dentro del límite fijado para el año en curso por la correspondiente ley de presupuestos. En cuanto a la deuda asumida del Instituto Nacional de Industria, su cuantía asciende a 100.000 millones de pesetas que se convierten en aportación del Estado para incrementar el fondo patrimonial del citado organismo.

El interés legal del dinero para 1988 se establece en el 9 por ciento —9,5 por ciento en 1987— y el interés de demora, referido por el artículo 58 de la ley general tributaria, en el 11,50 por ciento —12 por ciento en 1987—.

La Ley 33/1987 introduce notables modificaciones y novedades en cuanto al régimen jurídico del crédito oficial, exigidas por la integración española en la Comunidad Europea y la modernización del sistema

financiero. El Instituto de Crédito Oficial (ICO) se convierte en una sociedad estatal con personalidad jurídica y sujeta al ordenamiento jurídico privado. Adquiere la consideración de entidad de crédito conforme a lo establecido en el RDL 1298/1986, de 28 de junio, por el que se adaptan las normas legales de los establecimientos de crédito al ordenamiento de la Comunidad Europea (1), recibiendo del Patrimonio del Estado la titularidad de las acciones de las cuatro entidades oficiales de crédito, las cuales no podrá enajenar sin que una ley expresamente le autorice. No obstante, el Estado sigue garantizando frente a terceros las deudas del ICO existentes hasta 31-12-87 en las mismas condiciones que anteriormente. Con fecha 1-1-88, el ICO ha asumido las obligaciones del Estado en cuanto emisor de las cédulas para inversiones; la contrapartida de esta operación consiste en la cancelación de un importe equivalente de dotaciones del Estado al ICO. En la ley de presupuestos de cada año se determinará el importe del endeudamiento total del ICO y la parte del mismo a cubrir por el Estado. La ley también da las pautas a seguir en la distribución del beneficio de las entidades oficiales de crédito y del excedente del ICO y crea el Consejo General de este organismo para dirigir su actividad.

También se ve modificado el régimen jurídico de la Fábrica Nacional de Moneda y Timbre, que deja de ser organismo autónomo para convertirse en una entidad de derecho público con personalidad jurídica y sujeta al ordenamiento jurídico privado en su actividad.

La Ley 33/1987 establece un nuevo sistema para el ingreso en el Tesoro de los beneficios del Banco de España imputables al mismo. En su virtud, el primer día hábil de noviembre de cada año el Banco de España deberá ingresar en el Tesoro el 70 por ciento de los beneficios obtenidos hasta el treinta de septiembre de ese mismo año. Posteriormente, el primer día hábil de febrero del año siguiente, deberá ingresar el 90 por ciento de los beneficios obtenidos en todo el ejercicio anterior.

Se ha aprovechado la norma que nos ocupa para sustituir algunos artículos de la ley 11/1977, de 4 de enero, ley general presupuestaria, introduciendo modificaciones en la regulación de la deuda pública, en la actividad financiera del Tesoro y en la definición de las sociedades estatales.

(1) Véase: "Regulación financiera: segundo trimestre de 1986", en Boletín Económico del Banco de España de julio-agosto de 1986, páginas 45 y 46.

En lo concerniente a la deuda pública, se distingue nitidamente entre deuda del Estado y deuda de sus organismos autónomos, desapareciendo la denominación de deuda del Tesoro salvo para emisiones concretas de deuda del Estado. Se establece que la deuda pública frente al Banco de España puede adoptar la forma de créditos singulares al Estado y a sus organismos autónomos, con o sin interés, cuyo reembolso anticipado puede disponer el prestatario en cualquier momento. Estos créditos singulares y el saldo de la cuenta corriente del Tesoro en el Banco de España, determinan el endeudamiento del Estado. El saldo vivo de la deuda pública frente al Banco de España, anteriormente definida, con deducción del saldo a favor del Estado que, en su caso, presente la cuenta corriente del Tesoro y de los depósitos de los organismos autónomos en el Banco de España, no podrá exceder del 12 % del crédito total para gastos consignado en los presupuestos generales del Estado. Tal límite del 12 % debe cumplirse al cierre del ejercicio, pudiendo ser rebasado durante el mismo. En la regulación anterior, los anticipos sin intereses del Banco de España no podían superar el 12 % citado.

La cuantía máxima autorizada para las emisiones de deuda pública en un ejercicio económico se entiende como importe de emisiones netas de amortizaciones. En cuanto al destino del producto de la deuda pública, se señalan expresamente la cobertura de gastos presupuestarios, el cumplimiento de las necesidades de la política monetaria y la constitución de posiciones de tesorería en el Banco de España para atender las necesidades normales de caja, desapareciendo la financiación del crédito oficial en línea con la reforma del mismo más atrás comentada. Por otra parte, se incorporan definitivamente a la ley general presupuestaria disposiciones sobre deuda pública ya establecidas con carácter anual en anteriores leyes de presupuestos, tales como competencias del gobierno y el ministro de Economía y Hacienda, instrumentación de la deuda en anotaciones en cuenta, no intervención de fedatario público en determinados supuestos, etc.

Por lo que respecta a las relaciones financieras entre el Tesoro Público y el Banco de España, se incluyen en el articulado de la ley general presupuestaria algunas normas establecidas por disposiciones posteriores a su redacción inicial. Se señala la obligación para el Estado de mantener una cuenta corriente única, a la vista y sin intereses en el Banco de España y se mantiene la obligación para este último de realizar gratuitamente el servicio financiero de la deuda del Estado. Por su parte, los organismos autónomos del Estado podrán mantener cuentas corrientes en el Banco de España, el cual agrupará en

una única rúbrica de su balance todas las cuentas de dichos organismos. Se dispone de la centralización de los ingresos y pagos del Estado y de sus organismos autónomos en el Banco de España, aunque se faculta al Tesoro para realizar estas operaciones a través de otras instituciones, para lo cual la administración del Estado y sus organismos autónomos podrán abrir cuentas en entidades de crédito distintas del Banco de España, previa autorización individualizada del Ministerio de Economía y Hacienda.

El tercer y último punto de reforma de la ley general presupuestaria se refiere a la definición de sociedades estatales, ya que se incluyen entre estas las sociedades estatales de derecho público sin personalidad jurídica propia.

Otro de los campos en los que ha incidido la ley 33/1987, es la regulación de las sociedades y fondos de capital-riesgo, contenida inicialmente en el RDL 1/1986, de 18 de marzo (1). Ahora, resulta más sencillo crear este tipo de entidades, ya que —al establecerse que la participación máxima directa o indirecta de un único socio o partícipe no puede ser mayoritaria— se requiere un número de tres socios o partícipes para ello, frente a los cinco requeridos por la regulación anterior.

Por otro lado, se establece que el 50 % del activo de estas entidades debe materializarse en acciones o participaciones de sociedades que no coticen en el primer mercado de las bolsas oficiales de comercio —antes este porcentaje era del 75 %—, de manera que la participación máxima en cada una de éstas no supere el 45 % de su capital social desembolsado. El resto de inversiones hasta completar un 75 % del activo, debe destinarse a financiar las sociedades participadas sin rebasar el 45 % de la financiación ajena de cada una de ellas.

La disposición adicional undécima de la ley 33/1987 viene a suprimir algunas de las ventajas fiscales que tenían determinadas entidades de depósito en la captación de recursos a través de operaciones de seguro, quedando derogada la disposición adicional segunda de la ley 13/1985 (2), aunque los contratos de seguros suscritos con arreglo a tal disposición hasta el 31 de diciembre de 1987 continuarán en vigor. Con la nueva normativa las entidades de depó-

sito en cuyos estatutos se hubiera autorizado, con anterioridad a la ley 13/1985, la posibilidad de efectuar operaciones de seguro privado y las entidades de depósito autorizadas para ello expresamente por el Ministerio de Economía y Hacienda, con anterioridad a la propia ley de presupuestos para 1988, pueden seguir efectuándolas, sin ampliar su actividad a nuevas modalidades, aunque las indemnizaciones producto de estos contratos tendrán, en el impuesto sobre la renta de las personas físicas, la consideración que corresponda a su verdadera naturaleza jurídica o económica. Se reitera la no sujeción de estas operaciones a coeficientes y la obligación de separar contable y patrimonialmente las operaciones de seguro del resto. Además, las entidades de depósito que capten recursos a través de estas operaciones no podrán ser cesionarias en todo o en parte de cartera de seguros.

Para terminar con el comentario en torno a la ley de presupuestos para 1988, conviene hacer un somero comentario de las disposiciones que inciden en el tratamiento fiscal de las operaciones financieras y que se refieren principalmente al impuesto sobre la renta de las personas físicas. La tarifa de este impuesto resulta modificada ligeramente para el ejercicio de 1987 (declaración a presentar en 1988), al deflactarse los tipos un 5 % aproximadamente, y notablemente para el ejercicio de 1988 (declaración a presentar en 1989), ya que se corrige totalmente la tarifa simplificándola, deflactando los tipos alrededor de un 3 % y reduciendo el tipo marginal máximo del 66 % al 56 %. En cuanto a las deducciones en la cuota del impuesto, la correspondiente a la adquisición o rehabilitación de la vivienda habitual se unifica en el 15 % —antes era del 15 % o del 17 % según se tratara de vivienda de nueva construcción o no— y se fija en el 10 % la deducción por adquisición o rehabilitación de vivienda no habitual de nueva construcción —en el ejercicio de 1987 gozaba de la misma deducción que la vivienda habitual— mientras que la adquisición de vivienda no habitual que no sea de nueva construcción carece de deducción. Por otra parte, desaparece la deducción en la cuota del 10 % de las cantidades invertidas en la adquisición de valores de renta variable, permaneciendo las deducciones correspondientes al 10 % de los dividendos percibidos de sociedades que tributen efectivamente en el impuesto de sociedades y al 10 % de las primas satisfechas por seguros de vida de duración superior a 10 años. Las aportaciones a fondos de pensiones pasan a disfrutar de un 15 % de deducción en la cuota, sin que para la aplicación de la misma sea exigible el requisito de que el patrimonio del sujeto pasivo sea al final del ejercicio superior al patrimonio a su inicio en —al menos— la cuantía que constituye la base de

(1) Véase: "Regulación Financiera: primer trimestre de 1986", en Boletín Económico del Banco de España, abril de 1986, páginas 31 y 32.

(2) Véase: "Regulación financiera: segundo trimestre de 1985", en Boletín Económico del Banco de España, julio-agosto de 1985, página 53.

la deducción. El tipo de retención en origen sobre los rendimientos de determinados activos financieros obtenidos al descuento, regulados por la ley 14/1985 sobre régimen fiscal de determinados activos financieros (1), se eleva desde el 45 al 55 por ciento. Finalmente, en cuanto a las plusvalías de capital se contempla una amnistía fiscal, al establecerse que los bienes adquiridos con anterioridad al 1 de enero de 1979 se tomarán por su valor a 31 de diciembre de 1978, siempre que este último valor sea superior al de adquisición, cerrándose así la posibilidad de declarar minusvalías por este concepto.

CONTROL DE CAMBIOS: OPERACIONES DE COMPRA DE BILLETES EXTRANJEROS Y CHEQUES DE VIAJERO

La potestad de conceder autorización a las personas físicas o jurídicas para realizar operaciones de cambio de divisas y billetes extranjeros, fue atribuida al Banco de España por el RD 2402/1980, de 10 de octubre (2). En virtud de esta atribución, dicha entidad ha dispuesto las normas que han de regir la autorización para dedicarse a la actividad de compra de billetes extranjeros y de cheques de viajero denominados en divisas contra entrega de pesetas, mediante la CBE 26/1987, de 20 de octubre. Al tiempo, se ha aprovechado esta disposición para establecer las normas operativas de las citadas operaciones.

Las personas físicas o jurídicas que a 2 de enero de 1988 no tuvieran autorización para realizar operaciones de compra de billetes extranjeros y cheques de viajero denominados en divisas contra entrega de pesetas, pueden obtenerla solicitándola al Banco de España, adjuntando documentación acreditativa de su personalidad y relación de locales donde tales operaciones se van a efectuar. El Banco de España comunicará en el plazo de un mes la inscripción en el Registro de Cambistas en moneda extranjera del solicitante o —en su caso— la denegación motivada de la misma.

Los tipos de cambio aplicables en estas operaciones son libres, pero deberán estar públicamente expuestos en lugar perfectamente visible en el interior del local donde se realicen los cambios. Los billetes extranjeros y cheques de viaje comprados deberán ser vendidos a una entidad delegada en el

plazo de quince días desde la compra. Finalmente, a los titulares de autorización para esta clase de operaciones se les impone la obligación de llevar un libro-registro en el que consten las compras realizadas y las ventas efectuadas a las entidades delegadas por cada clase de moneda.

Las disposiciones comentadas, han entrado en vigor el pasado 2 de enero.

ENTIDADES DELEGADAS: CONTROL DE CAMBIOS

La regulación de las operaciones con billetes extranjeros, del envío y recepción a/del exterior de billetes, moneda metálica y efectos, y de los mercados de divisas, se encontraba dispersa en diferentes circulares del Banco de España. Haciendo uso de sus facultades, dicha entidad ha refundido en un único texto la regulación referente a todas aquellas materias, mediante la CBE 27/1987, de 20 de octubre.

Básicamente la nueva circular realiza una operación de incorporación de textos, aunque se aprovecha la misma para introducir algunas novedades que profundizan en la liberalización de la regulación de las operaciones exteriores.

Con relación a las operaciones con billetes extranjeros —reguladas anteriormente por la CBE 8/1985, de 6 de marzo (1)— la única novedad radica en que se autoriza la venta de billetes extranjeros a no residentes contra entrega de billetes españoles, aunque si la cuantía es superior a 100.000 pesetas es necesario justificar documentalmente la tenencia de billetes españoles mediante el correspondiente boletín de cambio o declaración aduanera.

Por otra parte, la CBE 30/1985, de 26 de noviembre (2), que regulaba el envío y recepción de billetes españoles a/de corresponsales bancarios extranjeros, también ha sido sustituida por la CBE 27/1987. La única novedad estriba en la autorización que se confiere a las entidades delegadas para remesar al exterior billetes y moneda metálica extranjera y efectos —cheques, letras de cambio, etc.— denominados en divisas, con destino a un corresponsal bancario y para su reembolso en alguna de las divisas convertibles admitidas a cotización en el mercado español. No obstante, se excluyen de esta autorización los efectos a cargo de residentes, una vez aceptados por el deudor, y los efectos remesados para su aceptación por deudores no residentes.

(1) Véase "Regulación financiera: segundo trimestre de 1985", en Boletín Económico del Banco de España, julio-agosto de 1985, páginas 55, 56 y 57.

(2) Véase: "Regulación bancaria: cuarto trimestre de 1980", en Boletín Económico del Banco de España, enero de 1981, páginas 42 y 43.

(1) Véase "Regulación financiera: primer trimestre de 1985", en Boletín Económico del Banco de España, abril de 1985, página 43.

(2) Véase "Regulación financiera: cuarto trimestre de 1985", en Boletín Económico del Banco de España, enero de 1986, página 44.

En el mercado de divisas de contado, anteriormente sujeto a la CBE 9/1986, de 28 de abril (1), se permite la libre fijación de tipos de cambio entre las partes en las operaciones con valor dos días hábiles de mercado y de cuantía igual o superior a 20 millones de pesetas. De este modo, las únicas operaciones que quedan sujetas a los cambios oficiales son los de valor dos días hábiles de mercado y cuantía inferior a 20 millones de pesetas.

Finalmente, en el mercado de divisas a plazo las novedades son mayores ya que la regulación que anteriormente establecía la CBE 18/1985, de 5 de junio (2), era más intervencionista que en los casos anteriores. Ahora, las ventas de divisas contra pesetas realizadas por las entidades delegadas a residentes con contrapartida en pesetas ordinarias, pueden estar fundamentadas en cualquier concepto de balanza de pagos, como ya anteriormente lo estaban las compras, y no solo en importaciones definitivas de mercancías, transacciones invisibles corrientes y pagos por amortización e intereses de determinados préstamos tomados en divisas, como contemplaba la regulación anterior. Por otra parte, se posibilita la celebración de contratos a plazo superior a doce meses y se elimina el requisito burocrático de la presentación de documentación previa. Por último, se permite la libre modificación de la fecha del contrato sin solicitar autorización al Banco de España, pudiéndose liquidar el contrato a plazo si se altera la fecha prevista del cobro o pago exterior.

Las disposiciones de la CBE 27/1987 entraron en vigor el pasado 2 de enero.

SISTEMA NACIONAL DE COMPENSACION ELECTRONICA

El sistema vigente de compensación de medios de pago entre entidades de depósito data del año 1949 y se articuló en torno a las cámaras de compensación. El desarrollo de las comunicaciones informáticas, la evolución de los medios de pago y la propia dinámica del tráfico mercantil, vienen exigiendo sistemas de compensación más fluidos y rápidos. Recogiendo esta necesidad, el RD 1369/1987, de 18 de septiembre, ha creado el Sistema Nacional de Compensación Electrónica.

(1) Véase "Regulación financiera: segundo trimestre de 1986", en Boletín Económico del Banco de España, julio-agosto de 1986, páginas 43 y 44.

(2) Véase "Regulación financiera: segundo trimestre de 1985", en Boletín Económico del Banco de España, julio-agosto de 1985, páginas 54 y 55.

A través de dicho sistema, se realizará la compensación de documentos, medios de pago y transmisiones de fondos apoyados en soporte electrónico o informático y que sean presentados en el mismo por las entidades miembros. El proceso de liquidación de saldos se hará a través de las cuentas corrientes que estas entidades deberán tener abiertas en el Banco de España. Este procedimiento de compensación y liquidación hace innecesaria la existencia de un espacio físico determinado, permitiendo que el ámbito geográfico del sistema se extienda a todo el Estado.

La administración y gestión del sistema se asigna al Banco de España, así como con el establecimiento de las normas necesarias para su funcionamiento. Se crea una comisión de asesoramiento al Banco de España, presidida por un representante de éste e integrada por cuatro representantes del Consejo Superior Bancario, uno del Instituto de Crédito Oficial, dos de la Confederación Española de Cajas de Ahorro, uno de la Caja Postal de Ahorros y uno de las cooperativas de crédito, siempre que el volumen de documentos, medios de pago y transmisiones de fondos presentados al sistema por estas últimas entidades supere el 2 por ciento del total. Podrán ser miembros del sistema los bancos, cajas de ahorro, cooperativas de crédito, Caja Postal de Ahorros, entidades oficiales de crédito y Banco de España, y atenderán los gastos del sistema proporcionalmente al uso que hagan del mismo.

El Sistema Nacional de Compensación Electrónica tendrá la consideración de Cámara de Compensación, considerándose presentado un documento, medio de pago o transmisión de fondos cuando la entidad tenedora u ordenante del mismo curse comunicación por vía electrónica a la entidad librada, domiciliataria o destinataria. Corresponde al sistema efectuar la declaración sustitutiva del protesto de letras de cambio y cheques a que se refieren los artículos 51 y 146 c) de la Ley 19/1985, de 16 de julio, cambiaría y del cheque.

A la entrada en vigor del real decreto, las cámaras de compensación seguirán desarrollando sus funciones pero limitándose a los documentos, medios de pago y transmisiones de fondos que no dispongan de soporte electrónico. Finalmente, se faculta al Ministro de Economía y Hacienda para determinar la fecha en que haya de comenzar a operar el nuevo sistema y para disponer el necesario desarrollo reglamentario del real decreto.

VIVIENDAS DE PROTECCION OFICIAL: MEDIDAS DE FINANCIACION

En los últimos años las medidas financieras de

apoyo a la construcción, rehabilitación y adquisición de viviendas de protección oficial han carecido de un marco general de actuaciones, enmarcándose estas en los planes plurianuales de vivienda y siendo —por consiguiente— de vigencia temporal limitada. Las circunstancias actuales —especialmente la asunción por las comunidades autónomas de algunas competencias en materia de vivienda y la próxima finalización del Plan Cuatrienal 1984-1987— han determinado el establecimiento con carácter definitivo de una serie de medidas estatales de financiación a las actuaciones protegibles en materia de vivienda —articulables y compatibles con las que puedan establecer las comunidades autónomas— por el RD 1494/1987, de 4 de diciembre.

Se define un régimen general de protección oficial y un régimen especial reservado para las actuaciones llevadas a cabo por promotores públicos destinadas a beneficiarios con ingresos familiares ponderados —considerando la localización geográfica y la situación familiar— que no excedan de dos veces el salario mínimo interprofesional. Tendrán la consideración de promotores públicos los entes públicos territoriales —ayuntamientos, comunidades autónomas, etc.— y las personas jurídicas pertenecientes al sector público que promuevan actuaciones protegibles de las contempladas en el real decreto.

Las medidas de financiación pueden revestir la forma de préstamos cualificados, a tipos de interés más favorables que los del mercado fruto de convenios entre el MOPU y las entidades crediticias, beneficios fiscales concedidos por corporaciones locales, comunidades autónomas y áreas de régimen fiscal especial, y ayudas económicas directas, que pueden consistir en subvenciones a fondo perdido del Estado y de las comunidades autónomas o en subsidiación por el Estado de los intereses en los préstamos cualificados en los casos en que la subvención se haya concedido por la comunidad autónoma. Para acceder a las ayudas económicas directas, el beneficiario no podrá tener unos ingresos familiares ponderados superiores a 2,5 veces el salario mínimo interprofesional, si se trata del régimen general de protección oficial, o a 2 veces el mismo, si se trata del régimen especial, debiendo acreditar cada cinco años la persistencia de tal condición y obligándose a no realizar cesión intervivos de la vivienda hasta pasados cinco años desde la concesión de la ayuda.

Para las viviendas de nueva construcción acogidas al régimen general, los préstamos cualificados —que pueden ser obtenidos tanto por el promotor como por el adquirente— podrán alcanzar hasta el 75 % del valor de la vivienda según el módulo ponderado de protección oficial. El tipo de interés será fijado por el

Ministerio de Economía y Hacienda para los préstamos de las entidades de crédito privadas y por el Gobierno para los préstamos de las entidades oficiales de crédito. El plazo de amortización se fija en quince años, con tres de carencia en los préstamos al promotor. Las anualidades de los préstamos son crecientes en un 3 % anual y se requiere la constitución de garantía hipotecaria. Las subvenciones personales pueden alcanzar el 8 % del valor de venta, mientras que el tipo de interés subsidiado es el 7,5 % anual.

En las viviendas de nueva construcción acogidas al régimen especial, los préstamos cualificados al promotor público podrán llegar hasta el 70 % del valor de la vivienda según el módulo ponderado de protección oficial, mientras que el tipo de interés subsidiado se fija en el 6 % anual, si las viviendas se destinan a venta, o en el 4,5 % si se destinan a arrendamiento. Los préstamos al adquirente son similares a los del régimen general y el tipo de interés subsidiado para éstos es del 6 % anual. En cuanto a las subvenciones en este régimen, se fijan como máximo en el 9 % del precio de venta.

El real decreto también contiene un paquete de medidas financieras de apoyo a la rehabilitación de viviendas, tanto en el régimen general como en el especial, con una amplia casuística. Los préstamos cualificados pueden llegar a ser hasta del 60 % de valor de la vivienda rehabilitada, según el módulo ponderado de protección oficial vigente, en el régimen general y hasta del 70 % del mismo en el régimen especial. El plazo de amortización puede oscilar entre cinco y quince años, contemplándose en determinados casos un período de carencia de dos años. Las subvenciones en el régimen general quedan limitadas a los promotores y pueden alcanzar el 10 % del presupuesto de rehabilitación, mientras que en el régimen especial las subvenciones para adquirentes pueden alcanzar el 9 % y las dirigidas a promotores el 11 %. En cuanto a la subsidiación de intereses, los promotores públicos y adquirentes acogidos al régimen especial se asimilan al tratamiento establecido para las viviendas de nueva construcción en dicho régimen, mientras que los promotores usuarios de viviendas rehabilitadas y los promotores de viviendas rehabilitadas destinadas al arrendamiento quedan sujetos a las mismas condiciones que los adquirentes de viviendas nuevas en régimen general.

Por último, se establecen medidas de financiación de actuaciones protegibles en materia de suelo para viviendas de protección oficial en régimen especial. En este caso se posibilita el acceso a préstamos cualificados con subsidiación de intereses, no existiendo fórmulas de subvenciones directas.

IMPUESTO SOBRE SUCESIONES Y DONACIONES

El impuesto general sobre las sucesiones, regulado fragmentariamente en numerosas disposiciones, necesitaba ser modificado para su adaptación a la nueva estructura de la imposición directa derivada de la reforma fiscal. En este sentido, la ley 29/1987, de 28 de diciembre, del impuesto sobre sucesiones y donaciones, ha establecido un nuevo régimen para este impuesto contemplándolo como un tributo complementario del impuesto sobre la renta de las personas físicas.

Algunas de las novedades que establece la nueva regulación del impuesto inciden en aspectos relacionados con la regulación financiera. Así, ha desaparecido la exención a favor de las adquisiciones por herencia o legado de obligaciones y bonos de caja emitidos por bancos industriales o de negocios y que hubieren permanecido en el patrimonio del causante desde, al menos, dos años antes de producirse el hecho imponible. En el ámbito de los seguros de vida, también desaparecen la exención para las primeras 500.000 pesetas percibidas por el beneficiario cónyuge, ascendiente o descendiente del titular de la póliza y las diferentes reducciones para otros importes y grados de parentesco.

La tarifa del impuesto ha sido notablemente modificada, en aras de lograr una mayor progresividad. Se introduce el patrimonio preexistente del contribuyente —causahabiente en la sucesión, donatario en la donación o beneficiario en el seguro de vida— como un elemento determinante del tipo impositivo aplicable, junto a la base imponible y al grado de parentesco. Con la nueva estructura de la tarifa, los tipos marginales pueden llegar al 81,6 % si la base imponible excede de cien millones de pesetas, el patrimonio preexistente del contribuyente excede de quinientos millones y el grado de parentesco es de colateralidad de cuarto grado o más distante aún.

La Ley 29/1987 queda pendiente de un posterior desarrollo reglamentario.

EMISION DE OBLIGACIONES POR LA COMUNIDAD ECONOMICA EUROPEA

Una O.M. de 3 de febrero de 1987 reguló la emisión, negociación y cotización en España de valores denominados en pesetas emitidos por organismos internacionales de los que España sea miembro (1).

(1) Véase: "Regulación financiera: primer trimestre de 1987", en Boletín Económico del Banco de España, abril de 1987, páginas 52 y 53.

En virtud de esta disposición, una resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, de fecha 9 de octubre de 1987, ha autorizado una emisión de obligaciones por la Comunidad Económica Europea, cuyo interés radica en ser la primera de este tipo que se realiza en España.

La emisión, de un nominal de 10.000 millones de pesetas, está formado por obligaciones simples de 100.000 pesetas nominales cada una, al portador y amortizables todas ellas a la par al final del octavo año. El interés, pagadero anualmente, es del 12,375 por ciento bruto.

Es íntegramente aplicable a estas obligaciones lo dispuesto en la O.M. de 3 de febrero de 1987. Por tanto, es libre su cotización, negociación y circulación y tienen la consideración de efectos públicos, a efectos de su admisión a Bolsa, y de títulos de cotización calificada. Además, pueden ser incluidas en el sistema de liquidación y compensación de operaciones en Bolsa y depósito de valores mobiliarios establecido por el decreto 1128/1974, de 25 de abril. Finalmente, la adquisición de estas obligaciones por inversores españoles constituye inversión española en el exterior sujeta a lo establecido en el RD 2374/1986, de 7 de noviembre (1).

SUSCRIPCION POR ESPAÑA DE ACCIONES DE LA CORPORACION FINANCIERA INTERNACIONAL

España se incorporó por decreto-ley 2/1960, de 10 de marzo, a la Corporación Financiera Internacional, organismo vinculado al Banco Mundial dedicado a financiar proyectos privados de inversión en los países en desarrollo. En junio de 1984, el directorio ejecutivo de esta institución acordó duplicar el capital autorizado de la Corporación, alcanzando de este modo 1.300 millones de dólares USA, divididos en acciones de 1.000 dólares de nominal.

Para mantener inalterada la participación española en el capital de la Corporación, la ley 17/1987, de 7 de octubre, autoriza al Gobierno para suscribir 7.171 nuevas acciones de la citada ampliación, con lo que el número de acciones de la Corporación Financiera Internacional en poder de España ascenderá a 13.175. Se faculta al Banco de España para realizar el desembolso de los 7.171 millones de dólares USA, o su equivalente en otra u otras monedas libremente

(1) Véase: "Regulación financiera: cuarto trimestre de 1986", en Boletín Económico del Banco de España, enero de 1987, páginas 37 y 38.

convertibles, correspondientes a las acciones suscritas, en los plazos y condiciones fijados por la Corporación. Finalmente, también se asigna al Banco de España la función de depositario de los títulos.

21-I-1988.

Información del Banco de España

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

Vigentes al 31 de diciembre 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
SIETE GRANDES												
BILBAO	15,92	14,50	18,11	17,00	25,44	24,00	26,25	24,00	16,99	16,00	15,03	14,25
CENTRAL	15,92	14,50	18,11	17,00	25,44	24,00	26,25	24,00	17,55	16,50	17,55	16,50
ESPAÑOL DE CREDITO	15,62	14,25	17,83	16,75	25,06	23,00	25,06	23,00	17,83	16,75	16,42	15,50
HISPANO AMERICANO	16,22	14,75	18,11	17,00	24,12	22,00	23,88	22,00	18,11	17,00	16,70	15,75
POPULAR ESPAÑOL	15,32	14,00	16,99	16,00	26,00	24,50	26,84	24,50	16,42	15,50	16,99	16,00
SANTANDER	16,82	15,25	18,68	17,50	29,86	27,00	(7,71)	(7,50)	17,55	16,50	16,99	16,00
VIZCAYA	17,13	15,50	18,68	17,50	28,65	26,00	28,65	26,00	18,68	17,50	15,86	15,00
<i>Media simple</i>	16,14	14,68	18,07	16,96	26,37	24,36	26,16	23,92	17,59	16,54	16,51	15,57
COMERCIALES												
ABEL MATUTES TORRES	14,13	13,00	15,55	14,75	21,55	20,00	18,40	(2,50)	—	—	—	—
ALICANTE	16,21	14,75	18,68	17,50	27,44	25,00	27,44	25,00	18,11	17,00	18,68	17,50
ANDALUCIA	14,75	13,50	16,45	15,50	26,00	24,50	26,85	24,50	—	—	17,00	16,00
ASTURIAS	15,02	13,75	17,55	16,50	25,06	23,00	25,06	23,00	16,99	16,00	18,11	17,00
ATLANTICO	16,52	15,00	18,68	17,50	26,25	24,00	26,25	24,00	18,68	17,50	15,87	15,00
B.N.P. ESPAÑA	15,92	14,50	16,99	16,00	24,32	23,00	(3,03)	(3,00)	16,99	16,00	16,42	15,50
BARCELONA	17,13	15,50	18,68	17,50	32,30	29,00	32,30	29,00	18,68	17,50	15,86	15,00
BARCLAYS S.A.E.	15,62	14,25	16,71	15,75	25,06	23,00	25,06	23,00	16,71	15,75	16,42	15,50
CANTABRICO	16,21	14,75	18,68	17,50	27,44	25,00	27,44	25,00	18,11	17,00	18,68	17,50
CASTILLA	15,32	14,00	16,99	16,00	26,00	24,50	26,84	24,50	16,42	15,50	16,99	16,00
CATALANA	17,13	15,50	18,68	17,50	32,30	29,00	32,30	29,00	18,68	17,50	15,86	15,00
CITIBANK ESPAÑA	15,61	14,25	18,11	17,00	25,06	23,00	(4,06)	(4,00)	19,25	18,00	16,70	15,75
COMERCIAL ESPAÑOL	16,82	15,25	18,68	17,50	29,86	27,00	(6,66)	(6,50)	17,55	16,50	16,99	16,00
COMERCIAL TRANSATLANTICO ..	15,31	14,00	16,42	15,50	27,44	25,00	27,44	25,00	15,30	14,50	16,42	15,50
COMERCIO	15,92	14,50	16,99	16,00	25,44	24,00	26,25	24,00	15,87	15,00	17,55	16,50
CREDIT & COMMERCE	15,92	14,50	17,55	16,50	25,00	—	25,00	—	18,39	17,25	—	—
CREDITO BALEAR	15,90	14,50	17,00	16,00	26,00	24,50	26,85	24,50	—	—	17,50	16,50
CREDITO CANARIO	16,52	15,00	16,99	16,00	28,65	26,00	28,65	26,00	17,55	16,50	15,86	15,00
CREDITO COMERCIAL	17,13	15,50	18,68	17,50	32,30	29,00	32,30	29,00	18,68	17,50	14,81	14,00
CREDITO Y AHORRO	16,52	15,00	18,11	17,00	28,65	26,00	28,65	26,00	18,11	17,00	15,86	15,00
CREDITO E INVERSIONES	15,92	14,50	17,55	16,50	25,44	24,00	26,25	24,00	16,99	16,00	17,55	16,50
DEPOSITOS	12,96	12,00	9,31	9,00	24,32	23,00	25,00	23,00	—	—	12,55	12,00
ETCHEVERRIA	11,60	—	13,05	—	23,88	—	23,88	—	—	—	—	—
EUROPA	15,92	14,50	17,55	16,50	25,06	23,00	25,06	23,00	16,99	16,00	16,99	16,00
EXPORTACION	16,52	15,00	18,68	17,50	26,25	24,00	26,25	24,00	18,68	17,50	15,87	15,00
EXTERIOR DE ESPAÑA	16,21	14,75	18,68	17,50	27,44	25,00	27,44	25,00	18,11	17,00	18,68	17,50
EXTREMADURA	15,92	14,50	18,11	17,00	25,44	24,00	25,44	24,00	16,99	16,00	—	—
GALICIA	15,32	14,00	16,99	16,00	26,00	24,50	26,84	24,50	16,42	15,50	16,99	16,00
GENERAL	16,22	14,75	18,68	17,50	25,06	23,00	25,06	23,00	19,25	18,00	17,83	16,75
GUIPUZCOANO	15,92	14,50	17,55	16,50	27,41	25,75	—	(6,00)	16,99	16,00	16,99	16,00
HERRERO	15,92	14,50	16,70	15,75	24,32	23,00	—	(5,00)	17,55	16,50	16,42	15,50
HUESCA	15,92	14,50	18,11	17,00	25,44	24,00	25,44	24,00	—	—	—	—
INTERNAC. DE COMERCIO	16,52	15,00	18,11	17,00	26,84	24,50	26,84	24,50	17,55	16,50	18,11	17,00
INVERSIONES HERRERO	14,13	13,00	16,99	16,00	24,32	23,00	—	(5,00)	18,11	17,00	18,40	17,25
ISLAS CANARIAS	15,30	14,00	16,40	15,50	26,20	24,00	26,20	24,00	15,30	14,50	17,50	16,50
JEREZ	16,22	14,75	18,11	17,00	26,56	25,00	(4,06)	(4,00)	18,11	17,00	16,70	15,75
JOVER	16,82	15,25	18,68	17,50	29,86	27,00	(6,66)	(6,50)	17,55	16,50	16,99	16,00

(Continuación) 2

Vigentes al 31 de diciembre 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
MADRID	16,22	14,75	18,68	17,50	25,06	23,00	25,06	23,00	19,25	18,00	17,83	16,75
MARCH	16,51	15,00	18,11	17,00	27,44	25,00	27,44	25,00	16,99	16,00	18,68	17,50
MAS SARDA	15,92	14,50	18,11	17,00	25,44	24,00	25,44	24,00	16,99	16,00	-	-
MERCANTIL DE TARRAGONA	16,52	15,00	18,11	17,00	24,12	22,00	23,88	22,00	17,55	16,50	18,68	17,50
MERIDIONAL	17,13	15,50	18,68	17,50	28,65	26,00	28,65	26,00	18,68	17,50	15,86	15,00
MURCIA	16,82	15,25	18,68	17,50	29,86	27,00	(6,66)	(6,50)	17,55	16,50	16,99	16,00
NATWEST MARCH	15,92	14,50	17,55	16,50	27,44	25,00	27,44	25,00	18,11	17,00	17,00	16,00
NORTE	16,22	14,75	18,11	17,00	26,56	25,00	(4,06)	(4,00)	18,11	17,00	16,70	15,75
OESTE	15,92	14,50	18,11	17,00	25,44	24,00	25,44	24,00	16,99	16,00	-	-
PASTOR	15,92	14,50	17,55	16,50	27,44	25,00	27,44	25,00	16,42	15,50	16,42	15,50
PENINSULAR	16,22	14,75	18,68	17,50	22,71	21,00	22,71	21,00	-	-	17,83	16,75
PERFECTO CASTRO	14,50	13,50	15,87	15,00	24,32	23,00	24,32	23,00	15,59	14,75	19,25	18,00
PUEYO	9,30	9,00	11,46	11,00	19,25	-	-	18,00	10,92	10,50	12,00	11,50
SABADELL	15,92	14,50	16,99	16,00	24,47	22,50	24,47	22,50	16,99	16,00	16,99	16,00
SANTANDER DE NEGOCIOS	-	-	16,14	15,25	17,72	17,00	18,11	17,00	15,31	14,50	15,87	15,00
SINDICATO DE BANQUEROS BARNA	15,92	14,50	16,99	16,00	29,86	27,00	29,86	27,00	16,42	15,50	18,68	17,50
SIMEON	16,21	14,75	18,68	17,50	27,44	25,00	27,44	25,00	18,11	17,00	18,68	17,50
TOLEDO	16,52	15,00	16,14	15,25	29,85	27,00	29,85	27,00	18,11	17,00	16,99	16,00
VALENCIA	15,32	14,00	16,99	16,00	24,32	23,00	25,06	23,00	16,42	15,50	16,99	16,00
VASCONIA	15,30	14,00	17,00	16,00	26,00	24,50	26,85	24,50	-	-	17,00	16,00
VITORIA	15,92	14,50	17,55	16,50	25,06	23,00	25,06	23,00	17,55	16,50	16,42	15,50
ZARAGOZANO	16,52	15,00	16,14	15,25	29,85	27,00	29,85	27,00	18,11	17,00	16,99	16,00
<i>Media simple</i>	15,75	14,43	17,32	16,35	26,28	24,42	26,40	24,27	17,35	16,32	16,94	15,96
INDUSTRIALES												
CATALA DE CREDIT	16,22	14,75	18,68	17,50	25,06	23,00	25,06	23,00	19,25	18,00	17,83	16,75
CHASE ESPAÑA	15,32	14,00	17,55	16,50	26,25	24,00	26,25	24,00	20,40	19,00	15,03	14,25
DESARROLLO ECON. ESPAÑOL	15,92	14,50	17,55	16,50	22,71	21,00	22,71	21,00	17,55	16,50	16,42	15,50
EXPANSION INDUSTRIAL	14,75	-	17,50	-	24,50	-	24,50	-	-	-	-	-
FINANCIACION INDUSTRIAL	16,52	15,00	16,99	16,00	28,65	26,00	28,65	26,00	17,55	16,50	16,99	16,00
FOMENTO	15,92	14,50	18,11	17,00	25,44	24,00	26,25	24,00	16,99	16,00	18,68	17,50
GRANADA	15,92	14,50	18,11	17,00	25,44	24,00	26,25	24,00	17,55	16,50	17,55	16,50
HISPANO INDUSTRIAL	15,62	14,25	18,68	17,50	26,25	24,00	(4,00)	-	19,82	18,50	15,03	14,25
INDUSTRIAL DE BILBAO	15,02	13,75	16,99	16,00	25,44	24,00	26,25	24,00	14,48	13,75	16,14	15,25
INDUSTRIAL DEL SUR	17,13	15,50	18,68	17,50	32,30	29,00	32,30	29,00	18,68	17,50	15,86	15,00
INDUSTRIAL DE CATALUÑA	17,13	15,50	18,68	17,50	32,30	29,00	32,30	29,00	18,68	17,50	15,86	15,00
INDUSTRIAL DEL TAJO	12,38	11,50	13,92	13,25	25,06	23,00	(4,06)	(4,00)	12,55	12,00	15,31	14,50
INDUSTRIAL DE GUIPUZCOA	10,09	9,50	15,62	14,25	23,88	22,00	23,88	22,00	15,62	14,25	15,62	14,25
INDUSTRIAL DEL MEDITERRANEO	17,13	15,50	18,68	17,50	32,30	29,00	32,30	29,00	18,68	17,50	15,86	15,00
INTERCONTINENTAL ESPAÑOL	14,13	13,00	16,86	15,00	28,65	26,00	-	(8,00)	14,70	14,50	17,27	16,25
OCCIDENTAL	17,13	15,50	18,68	17,50	28,65	26,00	28,65	26,00	18,68	17,50	14,75	14,00
PEQUEÑA Y M. EMPRESA	13,54	12,50	15,86	15,00	26,56	25,00	(2,00)	(2,00)	14,47	13,75	16,42	15,50
POPULAR INDUSTRIAL	17,75	16,00	17,55	16,50	24,30	23,00	24,30	23,00	17,55	16,50	14,75	14,00
PROGRESO	17,40	-	17,00	-	27,00	-	27,00	-	-	-	17,50	-
PROMOCION DE NEGOCIOS	15,92	14,50	18,11	17,00	25,44	24,00	25,44	24,00	-	-	-	-
URQUIJO UNION	16,22	14,75	17,83	16,75	25,06	23,00	25,06	23,00	17,83	16,75	17,83	16,75
<i>Media simple</i>	15,55	14,13	17,40	16,35	26,81	24,78	27,01	24,86	17,16	16,15	16,27	15,26

(Continuación) 3

Situación al día 31 de diciembre 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
EXTRANJEROS												
ALGEMENE BANK	19,50	—	17,50	—	28,07	—	27,44	—	—	—	—	—
AMERICA	16,82	15,25	18,11	17,00	26,25	24,00	(4,00)	—	16,99	16,00	15,00	15,00
ARABE ESPAÑOL	15,32	14,00	20,27	19,50	26,56	25,00	26,56	25,00	19,25	18,00	15,87	15,00
BANKERS TRUST	—	—	16,13	—	25,00	—	(4,00)	—	18,00	—	14,50	—
BARCLAYS BANK INTERNAT.	15,62	14,25	16,71	15,75	25,06	23,00	25,06	23,00	16,71	15,75	16,42	15,50
BRASIL	16,10	—	16,60	—	22,00	—	(3,00)	—	—	—	—	—
BRUXELLES LAMBERT	13,54	—	13,65	—	23,88	—	23,88	—	—	—	—	—
CHASE MANHATTAN	15,92	14,50	18,68	17,50	29,33	26,00	(3,04)	(3,00)	18,11	17,00	—	—
CHEMICAL BANK	—	—	19,50	—	25,00	—	—	—	—	—	—	—
CITIBANK	15,61	14,25	18,11	17,00	25,06	23,00	(4,06)	(4,00)	19,25	18,00	16,70	15,75
COMERCIAL ITALIANA	—	—	18,40	17,25	—	25,00	—	(2,00)	16,99	16,00	—	—
COMMERZBANK	13,55	12,50	15,86	15,00	25,06	23,00	25,06	23,00	—	—	—	—
CONTINENTAL ILLINOIS	11,50	—	13,00	—	18,00	—	18,00	—	13,75	—	—	—
CREDIT LYONNAIS	16,52	15,00	18,11	17,00	21,55	20,00	—	(1,00)	18,11	17,00	18,11	17,00
CREDIT COMMERCIAL DE FRANCE ..	14,13	13,00	18,11	17,00	27,44	25,00	—	(2,00)	16,99	16,00	—	—
DEUTSCHE BANK	14,13	13,00	16,99	16,00	26,82	24,00	26,82	24,00	16,00	16,00	20,81	16,50
DRESDNER BANK	14,75	14,00	14,75	14,75	—	23,00	—	23,00	15,30	14,50	14,50	14,50
ESTADO DE SAO PAULO	—	—	—	—	24,00	—	(6,00)	—	—	—	—	—
EXTERIOR DE LOS ANDES	19,50	17,00	18,66	17,00	23,21	22,00	(2,52)	(2,50)	20,10	18,00	18,36	17,00
FIRST INTERSTATE	—	—	15,50	—	24,36	—	24,48	—	16,65	—	—	—
FIRST N. BANK OF CHICAGO	14,48	13,75	13,25	13,25	19,72	18,00	(4,06)	(4,00)	14,48	13,75	14,00	14,00
GB BANCO BELGA	17,12	15,50	16,42	15,50	23,21	22,00	—	(3,00)	16,99	16,00	15,86	15,00
HONG-KONG	—	—	16,99	16,00	21,55	20,00	20,00	—	16,99	16,00	15,87	15,00
INDOSUEZ	—	—	—	—	26,56	—	—	—	—	—	—	—
LONDRES Y AMERICA DEL SUR	15,32	14,00	19,25	18,00	—	24,00	—	(4,00)	15,87	15,00	19,25	18,00
MANUF. HANNOVER TRUST	17,55	15,85	16,99	16,00	28,39	25,00	28,39	25,00	17,55	16,50	17,55	16,50
MIDLAND BANK	—	—	15,87	—	18,00	—	(3,00)	—	15,87	—	15,87	—
MITSUBISHI BANK	—	—	16,99	16,00	25,22	22,50	(2,02)	(2,00)	17,55	16,50	—	—
MITSUI BANK	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
MORGAN GUARANTY	15,50	15,50	16,50	15,50	20,00	—	20,00	—	15,00	15,00	15,00	14,75
NACION ARGENTINA	13,70	13,00	14,75	14,00	22,00	—	(4,00)	—	—	—	—	—
NAT. WESTMINSTER BANK	15,92	14,50	17,55	16,50	27,44	25,00	(4,58)	(4,50)	18,11	17,00	17,00	16,00
NATIONALE DE PARIS	15,92	14,50	16,99	16,00	24,32	23,00	(3,03)	(3,00)	16,99	16,00	16,42	15,50
NAZIONALE DEL LAVORO	14,48	13,75	16,70	15,75	23,88	22,00	20,97	19,50	—	—	—	—
PARIBAS	15,92	14,50	15,87	15,00	23,88	22,00	—	(2,00)	16,42	15,50	15,87	15,00
REAL	—	—	—	—	22,00	—	22,00	—	—	—	—	—
ROMA	13,19	12,60	14,75	14,00	26,56	25,00	(2,02)	(2,00)	—	—	—	—
ROYAL BANK OF CANADA	16,70	15,75	16,99	16,00	18,81	18,00	19,25	18,00	18,68	17,50	16,99	16,00
SAUDI ESPAÑOL	17,13	15,50	17,25	16,25	24,25	22,94	24,25	22,31	17,13	16,13	15,31	14,50
SOCIETE GENERALE	15,94	14,50	17,55	16,50	26,25	24,00	(3,42)	(3,00)	17,55	16,50	16,42	15,50
SUMITOMO BANK	—	—	18,00	16,90	20,00	—	(2,00)	—	18,00	16,90	—	—
TOKYO	—	—	17,83	16,75	24,32	23,00	(2,01)	(2,00)	17,55	16,50	—	—
<i>Media simple</i>	15,56	14,40	16,87	16,16	24,03	22,94	23,48	22,53	17,10	16,27	16,44	15,60
TOTAL												
<i>Media simple</i>	15,69	14,39	17,24	16,34	25,68	24,10	25,98	24,14	17,26	16,29	16,68	15,73

(Continuación) 4

Vigentes al 31 de diciembre de 1987

CAJAS DE AHORRO	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
ALAVA PROVINCIAL	10,09	9,50	14,19	13,50	19,90	19,00	20,22	19,00	-	-	-	-
ALBACETE	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 PROVINCIAL	12,37	-	14,00	-	17,00	-	(4,00)	-	-	-	-	-
ALICANTE Y MURCIA	13,54	12,50	16,08	15,00	21,55	20,00	21,55	20,00	14,93	14,00	15,50	14,50
ALMERIA	8,50	-	12,50	-	21,00	-	(4,00)	-	-	-	-	-
ANTEQUERA	11,80	11,00	11,30	11,00	23,21	22,00	23,21	22,00	-	-	13,65	13,00
ASTURIAS	14,42	-	13,75	-	21,00	-	(4,00)	-	-	-	13,75	-
AVILA MONTE	11,79	-	11,50	-	20,00	-	(5,00)	-	-	-	13,00	-
BADAJOS	10,25	-	13,00	-	21,00	-	(4,00)	-	-	-	-	-
BALEARES	9,00	-	11,50	-	22,00	-	(4,00)	-	-	-	-	-
BARCELONA MONTE	15,32	14,00	17,83	16,75	23,88	22,00	23,88	22,00	-	-	17,83	16,75
BARCELONA PENSIONES	11,22	10,50	13,92	13,25	19,25	18,00	(2,02)	(2,00)	12,28	11,75	15,31	14,50
BILBAO MUNICIPAL	11,79	11,00	14,75	14,00	23,88	22,00	(3,00)	-	-	-	-	-
BURGOS CCO	11,79	-	10,50	-	18,81	-	19,25	-	-	-	-	-
BURGOS MUNICIPAL	12,37	11,50	11,19	10,75	18,81	18,00	19,25	18,00	-	-	13,65	13,00
CACERES	9,52	-	12,00	-	20,00	-	(2,00)	-	-	-	-	-
CADIZ	10,65	-	12,55	-	23,00	-	(4,00)	-	-	-	-	-
CAJA POSTAL	-	-	14,93	-	21,00	-	(2,00)	-	-	-	15,50	-
CANARIAS GENERAL	14,42	13,25	14,75	14,00	16,91	-	(4,00)	-	-	-	-	-
CANARIAS INSULAR	14,00	-	14,00	-	23,21	-	23,88	-	-	-	-	-
CARLET	12,96	-	13,65	-	23,21	-	(6,00)	-	-	-	-	-
CASTELLON	12,00	-	13,00	-	18,00	-	(3,03)	-	-	-	-	-
CATALUÑA	13,00	-	15,50	-	21,00	-	21,00	-	-	-	15,50	-
CECA	13,50	-	15,50	-	19,00	-	(2,00)	-	-	-	-	-
CEUTA	11,79	-	15,00	-	19,00	-	(4,00)	-	-	-	-	-
CORDOBA MONTE	10,66	10,00	13,00	13,00	22,75	-	22,75	-	-	-	-	-
CORDOBA PROVINCIAL	8,14	-	14,75	-	23,21	-	23,88	-	-	-	-	-
CUENCA	10,00	-	13,00	-	22,10	21,00	22,71	21,00	-	-	-	-
GALICIA	14,42	13,25	13,65	13,00	21,00	20,00	(4,00)	-	-	-	14,20	13,50
GERONA	12,95	12,00	13,64	13,00	21,00	20,00	21,55	20,00	-	-	-	-
GRANADA MONTE	12,96	-	14,00	-	23,21	-	(3,03)	-	-	-	-	-
GRANADA PROVINCIAL	9,89	9,00	13,64	13,00	21,36	20,00	(3,03)	(3,00)	11,46	11,00	15,86	15,00
GUADALAJARA	13,54	-	13,50	-	21,00	-	(4,00)	-	-	-	-	-
GUIPUZCOA PROVINCIAL	13,54	12,50	14,20	13,50	18,81	18,00	(2,01)	(2,00)	-	-	-	-
HUELVA	9,53	-	16,99	-	23,88	-	(2,02)	-	-	-	-	-
INMACULADA ARAGON	11,79	-	14,42	-	20,99	-	(5,09)	-	-	-	-	-
JAEN	11,79	11,00	14,75	14,00	22,71	21,00	22,71	21,00	-	-	-	-
JEREZ	10,66	10,00	14,75	14,00	25,06	23,00	(2,02)	(2,00)	13,65	13,00	15,87	15,00
LAYETANA	12,96	12,00	15,86	15,00	23,88	22,00	23,88	22,00	-	-	-	-
LEON	11,79	-	13,00	-	20,00	-	(4,00)	-	-	-	-	-
MADRID	10,37	9,75	14,19	13,50	20,39	19,00	(5,09)	(5,00)	13,64	13,00	14,75	14,00
MALAGA	9,52	-	12,00	-	23,21	-	(4,00)	-	-	-	-	-
MANLLEU	15,92	14,50	16,08	15,00	26,84	24,50	26,84	24,50	-	-	14,93	14,00
MANRESA	9,50	-	13,50	-	22,00	-	(3,00)	-	-	-	-	-
MURCIA	13,54	-	14,50	-	22,71	-	(5,00)	-	-	-	-	-
NAVARRA	9,52	-	12,68	-	21,55	-	22,54	-	-	-	-	-
ONTENIENTE	14,72	13,50	15,03	14,25	21,00	20,00	(3,00)	-	-	-	-	-
ORENSE	9,52	9,00	13,37	12,75	22,10	21,00	(3,00)	-	-	-	14,75	14,00
PALENCIA	12,96	-	12,55	-	19,90	-	19,90	-	-	-	-	-
PAMPLONA MUNICIPAL	11,51	-	12,51	-	21,63	-	(2,08)	-	-	-	-	-

(Continuación) 5

Vigentes al 31 de diciembre de 1987

CAJAS DE AHORRO	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
PLASENCIA	11,79	—	12,00	—	22,00	—	22,00	—	—	—	—	—
POLLENSA	13,54	12,50	14,75	14,00	23,88	22,00	23,88	22,00	—	—	—	—
PONTEVEDRA	10,09	9,50	15,03	14,25	22,00	—	22,00	—	—	—	14,20	13,50
RIOJA	13,00	—	13,00	—	22,00	—	(4,00)	—	—	—	13,00	—
RONDA	12,96	12,00	11,50	11,50	15,56	15,00	19,25	18,00	—	—	—	—
SAN SEBASTIAN MUNICIPAL	12,95	—	13,50	—	18,81	—	(2,00)	—	—	—	—	—
SABADELL	14,72	13,50	14,75	14,00	23,88	22,00	(3,00)	—	—	—	15,59	14,75
SAGUNTO	11,22	—	14,19	—	21,00	—	(3,03)	—	—	—	—	—
SALAMANCA	9,52	—	11,00	—	19,90	—	(4,00)	—	—	—	—	—
SANTANDER	9,81	9,25	13,92	13,25	18,00	18,00	19,25	18,00	13,65	13,00	14,20	13,50
SEGORBE	12,95	12,00	14,49	14,00	21,00	20,00	21,55	20,00	—	—	—	—
SEGOVIA	14,13	13,00	14,20	13,50	20,40	19,00	20,40	19,00	—	—	14,75	14,00
SEVILLA MONTE	9,50	—	13,50	—	19,90	—	(4,06)	—	—	—	14,00	—
SEVILLA SAN FERNANDO	11,23	10,50	13,65	13,00	21,00	20,00	(5,09)	(5,00)	—	—	15,31	14,50
SORIA	10,09	—	13,50	—	18,00	—	(4,00)	—	—	—	—	—
TARRAGONA	12,50	—	12,00	—	22,00	—	(5,09)	—	—	—	—	—
TARRASA	14,72	—	14,37	—	22,10	—	(3,00)	—	—	—	—	—
TOLEDO	16,65	—	12,00	—	22,10	21,00	(3,00)	—	—	—	—	—
TORRENTE	9,53	—	12,55	—	20,45	—	(3,03)	—	—	—	—	—
VALENCIA	13,42	12,40	15,29	14,75	19,90	19,00	20,40	19,00	—	—	—	—
VALENCIA PROVINCIAL	12,00	—	13,00	—	19,50	—	(3,00)	—	—	—	—	—
VALLADOLID POPULAR	11,22	10,50	11,46	11,00	19,90	19,00	(4,06)	(4,00)	—	—	16,98	16,00
VALLADOLID PROVINCIAL	11,23	10,50	12,55	12,00	20,97	19,50	(4,06)	(4,00)	—	—	14,20	13,50
VIGO	11,23	10,50	14,48	13,75	23,21	22,00	23,88	22,00	11,50	11,50	14,75	14,00
VILLAFRANCA DEL PENEDES	12,50	—	12,50	—	22,71	—	(3,00)	—	—	—	—	—
VITORIA	13,24	—	13,65	—	21,00	—	(2,00)	—	—	—	14,75	—
VIZCAINA	11,79	—	13,65	—	18,81	—	(2,00)	—	12,55	—	14,93	—
ZAMORA	9,53	9,00	13,65	13,00	19,00	—	(5,00)	—	—	—	14,75	14,00
ZARAGOZA ARAGON Y RIOJA	13,50	—	15,00	—	21,00	—	(4,00)	—	—	—	15,75	—
TOTAL												
<i>Media simple</i>	11,90	11,31	13,67	13,46	21,14	20,25	22,01	20,47	13,03	12,53	14,87	14,24

(a) A raíz de la orden ministerial de 3 de marzo de 1987 sobre liberalización de tipos de interés, la circular 15/1987, de 7 de mayo, del Banco de España a las Entidades de depósito, modifica, en su anexo II, la información que las entidades venían remitiendo acerca de sus tipos preferenciales. Estas modificaciones, que entraron en vigor en junio de 1987 y se recogen en este cuadro por primera vez en esta ocasión, son básicamente dos: 1) los tipos que deben declararse se reducen a los de descuento comercial a 30 días, créditos y préstamos a un año, descubiertos en cuenta corriente y excedidos en cuenta de crédito, pudiendo las entidades declarar libremente otros tipos preferenciales; y 2) los tipos deben expresarse en tasas porcentuales anuales a término vencido equivalentes (tipos efectivos). Toda vez que las entidades han decidido, en general, declarar tanto los tipos efectivos como los nominales, en el cuadro se presentan ambos. Asimismo, se presentan los dos «otros tipos preferenciales» más comúnmente declarados por las entidades.

(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»
28/87, de 22 de diciembre	Bancos y cajas de ahorro. Coeficiente de caja.	23 diciembre 1987
29/87, de 22 de diciembre	Entidades de depósito. Concentraciones de riesgo.	26 diciembre 1987

COMUNICACIONES VARIAS DEL BANCO DE ESPAÑA

COMUNICACIONES VARIAS	CONTENIDO
Instrucción de 1 de diciembre de 1987 (Ref. Int. CV 18/87)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. 11.ª subasta de bonos del Estado.
Oficio circular de 17 de diciembre de 1987 (Ref. Int. CV 19/87)	Entidades delegadas. Modificación de la instrucción 15 y nuevo anexo 18 de la circular 4/1986, de 14 de febrero.

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.

PILAR L'HOTELLERIE y JOSE VIÑALS

**TENDENCIAS DEL COMERCIO EXTERIOR ESPAÑOL. APEN-
DICE ESTADÍSTICO.**—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 8706

En este documento se presentan los datos de comercio exterior y los diversos índices calculados a partir de ellos, que han servido de base estadística para las secciones 2, 3 y 4 del artículo sobre «Tendencias del comercio exterior español», aparecido en el *Boletín Económico* del Banco de España de octubre de 1987. Antes de presentar los cuadros con la información estadística mencionada, se comentan el tipo de datos utilizados, las fuentes de información de donde proceden y las clasificaciones empleadas, y se explican los índices empleados en el análisis. Se incluyen también las principales conclusiones obtenidas del trabajo publicado en el *Boletín Económico* y una bibliografía con las fuentes estadísticas.

ANINDYA BANERJEE y JUAN J. DOLADO

**TESTS OF THE LIFE CYCLE-PERMANENT INCOME HYPOTHE-
SIS IN THE PRESENCE OF RANDOM WALKS: ASYM-
PTOTIC THEORY AND SMALL-SAMPLE INTERPRETA-
TIONS.**—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 8707

La literatura reciente sobre cointegración y raíces unitarias ha centrado parte de su atención en las distribuciones seguidas por los estadísticos que frecuentemente se utilizan para contrastar eficiencia en modelos que actúan bajo la hipótesis de expectativas racionales. Este trabajo se centra en la hipótesis de la renta permanente para el consumo real. Se ilustran, a través del uso de la teoría asintótica apropiada y de aproximaciones para muestras finitas, los casos en que el contraste de dicha hipótesis está sesgado hacia el rechazo y aquellos otros en que los tamaños del contraste son los adecuados. Nuestros resultados sirven para interpretar la evidencia aparecida en numerosos estudios de Monte-Carlo sobre este tema. Se presta especial atención a la distinción entre contrastes de racionalidad «débil» y «semi-fuerte» de dicha hipótesis.

JUAN J. DOLADO y TIM JENKINSON

**COINTEGRATION: A SURVEY OF RECENT DEVELOP-
MENTS.**—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 8708

Este artículo presenta un panorama actualizado de una literatura creciente relativa al contraste, estimación y especificación de modelos en presencia de variables integradas. Las variables integradas constituyen una clase específica de variables no estacionarias que parecen caracterizar fielmente las propiedades de la mayoría de series temporales macroeconómicas. Sus propiedades estadísticas e implicaciones sobre la interpretación de modelos de regresión son cubiertas de forma unificada.

IGNACIO MAULEON

LA DEMANDA DE DINERO RECONSIDERADA.—DOCU-
MENTO DE TRABAJO N.º 8709

En la década de los 70 y principios de los 80, los altos niveles alcanzados por las tasas de inflación y los tipos de interés, junto a la variabilidad de dichas magnitudes y de los tipos de cambio, han desencadenado intensos procesos de innovación financiera. Dichos procesos han tenido, entre otras, tres consecuencias importantes: a) dificultad para definir el dinero por la aparición de nuevos instrumentos muy líquidos, b) disminución de la sensibilidad del dinero al tipo de interés, y c) transmisión más rápida de los efectos de la política monetaria al sector real. Como resultado de todo ello, la demanda de dinero ha perdido estabilidad progresivamente, a la vez que se ha producido un giro del modelo IS-LM en sentido contrario a las agujas del reloj. Ambos hechos implican la conveniencia de prestar una mayor atención en el corto plazo al tipo de interés como objetivo intermedio de la política monetaria.

En este estudio, tras una revisión de la demanda de dinero convencional de Goldfeld, se sostiene que, a pesar de las mencionadas inestabilidades, la demanda de ALP en España sigue siendo razonable-

mente estable. La revisión se centra primordialmente en la importancia de ciertas variables en la demanda de dinero, como son la riqueza y los salarios, además de la necesaria coherencia a la que es preciso llegar, con los resultados existentes sobre el análisis de los tipos de interés. El estudio presenta estimaciones que sustentan empíricamente las afirmaciones anteriores.

Finalmente, se presentan las simulaciones para el crecimiento de la demanda de ALP en el año 88, que coinciden con los objetivos anunciados por las autoridades económicas.

