

BANCO
DE
ESPAÑA

boletín económico

octubre 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.
- Ø Referido a datos anuales (1970 Ø) 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_t).
- T₁₂¹ Tasa interanual de variación de una serie de datos mensuales $\left[\frac{\text{Ene}_t}{\text{Ene}_{t-1}} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (enero_t).
- T₃³ Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales $\left[\left(\frac{\text{Feb} + \text{Mar} + \text{Abr}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (abril).
- T₃³ Tasa intertrimestral de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales $\left[\left(\frac{\text{Abr} + \text{May} + \text{Jun}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar}} \right)^4 - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (junio).
- T₁⁶ 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).
- T₁¹² Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles anuales $\left[\left(\frac{\text{Ene}_t + \text{Dic}_{t-1}}{\text{Dic}_{t-1} + \text{Ene}_t + \text{Nov}_t} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. 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 $\left[\frac{\text{Ene}_t + \text{Dic}_{t-1}}{\text{Ene}_{t-1} + \text{Dic}_{t-1}} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (diciembre_t).

ADVERTENCIAS

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

Indice

	<u>Página</u>
Evolución monetaria	5
Evolución económica internacional	11
La financiación de la economía	29
Activos y pasivos exteriores de España	39
Regulación financiera: tercer trimestre de 1988	55
Información del Banco de España	65
Tipos de interés activos libres declarados por bancos, cajas de ahorro y bancos oficiales. Situación a 30 de septiembre de 1988	66
Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España	71
Indicadores económicos	73
Artículos y publicaciones del Banco de España	119

Evolución monetaria

Los activos líquidos en manos del público crecieron, durante el mes de septiembre, un 10,3 %, en tasa intermensual elevada a anual, lo que supuso una cierta aceleración con respecto a los meses precedentes. La tasa acumulada sobre diciembre anterior se situó en el 10,2 %, similar a las registradas en julio y agosto.

En la evolución de los distintos componentes de ALP, durante el mes de septiembre, hay que resaltar la recuperación del saldo de los títulos del Estado en 82 m.m., como resultado de un aumento de 64 m.m. en las letras del Tesoro y 49 m.m. en las cesiones de deuda, frente a una caída en el saldo de pagarés del Tesoro de 30 m.m. Respecto a las letras del Tesoro, el público mantuvo un nivel de demanda aceptable después de la elevación de su rentabilidad a finales de agosto y primeros de septiembre y sobre todo en los últimos días de éste, tras el alza adicional de un punto en los tipos marginales de las cesiones a tres meses del Banco de España y de las emisiones a un año del Tesoro. En contraposición con esta evolución del mercado de letras, las cesiones de deuda a medio y largo plazo moderaron notablemente su ritmo de expansión, poniendo en evidencia el alto grado de sustituibilidad entre estos dos activos financieros en las carteras del público. Así, en agosto, la caída del saldo de letras en poder del público por 44 m.m. fue acompañada de un incremento de 122 m.m. en las cesiones de deuda, mientras que, en septiembre, al tiempo que se registró la recuperación señalada del saldo de letras por 64 m.m., las cesiones de deuda experimentaron un avance mucho más moderado -49 m.m.-. Los pagarés del Tesoro en manos del público, dentro de la continuidad de su

1. Agregados monetarios (Ø) (*)

	Saldos m.m.	Variación intermensual (T ₁) %			Variación acumulada desde DIC de 1987 %		
		SEP (p)	JUL	AGO (p)	SEP (p)	JUL	AGO (p)	SEP (p)
Activos líquidos en manos del público (ALP)	34.740	6,1	7,9	10,3	10,5	10,2	10,2
Disponibilidades líquidas (M ₃)	25.891	12,2	7,5	6,3	13,9	13,1	12,3
<i>Efectivo</i>	2.961	18,7	17,7	22,5	17,8	17,8	18,3
<i>Depósitos de la banca</i>	11.435	11,0	-0,5	-1,1	14,3	12,3	10,0
<i>Depósitos de las cajas</i>	10.159	17,6	14,5	10,4	14,0	14,1	13,7
<i>Otros depósitos (a)</i>	1.336	-22,6	5,7	9,2	2,5	2,9	3,6
Otros activos líquidos	8.849	-10,2	9,4	29,9	1,3	2,3	4,4
<i>Títulos públicos (b)</i>	5.902	-16,9	4,4	18,2	6,8	6,5	7,7
<i>Otros activos (c)</i>	2.947	5,5	20,1	32,8	-8,5	-5,4	-1,7

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

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

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

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

2. Financiación a empresas y familias (a)

	Saldos en m.m.			Tasas de crecimiento %			Variación acumulada desde DIC de 1987 (%)		
	JUL (p)	AGO (p)	SEP (p)	JUL (p)	AGO (p)	SEP (p)	JUL (p)	AGO (p)	SEP (p)
	T_1								
Serie desestacionalizada									
Financiación total	27.623	27.698	28.165	26,5	3,3	21,9	15,6	14,0	14,8
	T_{12}								
Series originales									
Financiación total	27.905	27.562	27.996	16,2	15,4	15,3			
Crédito	25.752	25.407	25.834	16,4	15,4	15,2			
<i>Banca</i>	15.479	15.120	15.370	15,9	14,7	14,5			
<i>Cajas</i>	6.972	6.986	7.134	23,4	23,0	15,5			
<i>Resto</i>	3.302	3.300	3.329	6,0	5,0	4,0			
Valores y mercados monetarios	2.153	2.156	2.163	13,6	15,0	15,9			

(a) Se ha modificado este cuadro, adaptándolo a la nueva presentación de las estadísticas sobre crédito interno. Al abandonarse la desestacionalización de los diversos componentes, sustituyéndola por una desestacionalización conjunta, sólo es posible presentar tasas intra- anuales de la serie de financiación total. Todas las series están ajustadas. Para más información sobre los ajustes de estas series ver nota al indicador económico anexo núm. 13.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 13 y 14.

Boletín Estadístico, cuadros II-12 a II-15, III-12 a III-14, IV-7, VI-8 y IX-3.

tendencia a la baja, moderaron su ritmo de decrecimiento, al haberse producido en las últimas emisiones un volumen de suscripción ligeramente superior a los saldos que vencían.

Los tramos más líquidos de ALP, especialmente los depósitos a la vista, desaceleraron sensiblemente sus ritmos de crecimiento. Con ello, los agregados M_1 , M_2 y M_3 registraron tasas de expansión anualizadas del 11,4 %, 10,4 % y 6,3 % respectivamente. Estos ritmos de avance tan moderados no se producían desde el pasado año y su explicación habría que buscarla en dos motivos distintos. Por un lado, puede haberse debido a un cierto debilitamiento de los procesos inducidos por la completa liberalización de los tipos de interés de los depósitos en 1987. Por otro, es probable que la elevación de los tipos de interés de los títulos públicos haya desplazado fondos a este mercado desde el de depósitos a la vista. La caída en los ritmos de avance de los depósitos fue mucho más acusada en la banca privada, con una tasa de variación negativa (-1,1 %) que en las cajas de ahorro, cuyo ritmo de expansión se redujo hasta el 10,4 %, frente al 14,5 % del mes anterior. Del resto de ALP debe reseñarse la continuidad del fuerte crecimiento de los pasivos por operaciones de seguro -50 m.m.- y de las participaciones de activos -20 m.m.-.

La información fragmentaria disponible sobre el crédito interno en septiembre permite avanzar que el

correspondiente a las administraciones públicas evolucionó a un ritmo mucho más vivo que en los meses anteriores del año transcurridos. No obstante, la tasa acumulada sobre diciembre último situaba su expansión en la línea de lo previsto para este período al principio del año. El crédito interno al sector privado ha crecido en septiembre a una tasa anualizada del 21,9 %, lo que habría situado la tasa del crecimiento acumulado del año en torno al 14,8 %. Esta tasa, aunque refleja la permanencia de una importante pulsación de la demanda de financiación del sector privado, debe interpretarse también, en parte, como resultado de una mayor apelación a los mercados interiores, consecuencia de la práctica paralización del crédito directo tomado en el exterior, en un período en el que las condiciones relativas de coste y disponibilidad de recursos favorecieron la toma de fondos en el mercado nacional, y en el que han empezado a manifestarse los efectos de la restricción administrativa que el Banco de España estableció para la captación de fondos de préstamo en el exterior a plazo inferior a tres años.

En la evolución de los mercados monetarios y cambiarios, a lo largo del mes de septiembre, pueden distinguirse dos períodos claramente diferenciados: el que comprende las dos primeras decenas y el correspondiente al último tercio del mes. En los mercados monetarios, el primero de estos períodos se caracterizó por una cierta tónica de exceso de liquidez que se manifestó en una suave tendencia

al descenso de los tipos de interés a corto plazo. Sin embargo, los tipos a plazo superior al mes mostraron un perfil ascendente. Este panorama reflejaba, probablemente, que el mercado consideraba insuficiente la elevación de los tipos de la cesión de letras del Banco de España y de la emisión de títulos del Tesoro llevada a cabo en la tercera decena de agosto. Por ello, las emisiones de letras del Tesoro realizadas en las dos primeras decenas de septiembre apenas cubrieron los vencimientos que se produjeron. En la tercera decena del mes la situación cambió rápidamente tras la decisión del Banco de España de elevar en un punto tanto el tipo marginal de la subasta de préstamos como el correspondiente a las cesiones temporales de letras a tres meses. Una elevación de cuantía similar fue decidida por el Tesoro para la emisión de letras a un año realizada el último día del mes y para los bonos a tres años en los primeros días del mes de octubre. Estas medidas tuvieron un amplio eco en los mercados. Así, el Banco de España pudo drenar un volumen de 230 m.m. mediante cesión de letras en la tercera decena, y la emisión de letras del Tesoro a un año realizada en el mismo período fue de 198 m.m. efectivos frente

a un volumen de vencimientos de 49 m.m. Los tipos de interés negociados en los mercados monetarios reflejaron de inmediato estas medidas. La curva de rendimientos por plazos experimentó un traslado hacia arriba y un aumento de su pendiente positiva, tanto en el mercado de depósitos como en el de dobles con letras.

En los mercados cambiarios puede asimismo distinguirse una evolución muy distinta en los dos períodos considerados. Durante las dos primeras decenas la peseta registró importantes presiones devaluatorias frente al marco, mientras que en la tercera su cotización se recuperó notablemente. La debilidad mostrada por la peseta en la primera parte del mes estuvo asociada, en gran medida, a las tensiones que se produjeron en el seno del SME y que se manifestaron en una acusada pérdida de valor nominal del franco francés y de la lira italiana como consecuencia de la fortaleza que, paralelamente, exhibió el marco frente al dólar. Este episodio coincidió con un estrechamiento del diferencial de los tipos de interés interiores respecto a la mayoría de tipos exteriores. El deseo de las autoridades españolas de mantener la

3. Tipos de interés (Z)

%

	Plazo d=día m=mes a=año	1987 DIC	Medias mensuales 1988			Medias decenales SEP 1988		
			JUL	AGO	SEP	1 dec.	2 dec.	3 dec.
BANCO DE ESPAÑA:								
Préstamos de regulación monetaria	1 d.	13,9	10,5	10,5	10,5	10,4	10,4	11,4
Intervención con deuda	3 m.	13,1	10,3	10,3	10,8	10,5	10,5	11,5
TESORO:								
Subasta de pagarés	18 m.	7,3	5,5	5,5	5,5	5,5	—	5,5
Subasta de letras	12 m.	12,4	10,0	10,1	11,0	—	10,5	11,5
INTERBANCARIO:								
Depósitos	1 d.	14,0	10,5	10,4	10,6	10,3	10,3	11,2
	3 m.	13,6	10,8	10,7	11,2	10,7	10,8	12,1
	6 m.	13,4	10,8	10,9	11,4	10,9	11,1	12,2
Dobles con letras del Tesoro	3 m.	12,8	10,2	10,2	10,8	10,3	10,5	11,6
	6 m.	12,1	10,1	—	11,3	10,3	—	12,3
Dobles con pagarés del Tesoro	3 m.	7,2	4,4	—	4,4	—	3,9	5,0
	6 m.	7,2	5,0	4,8	4,9	4,8	5,0	—
Letras del Tesoro al vencimiento	12 m.	12,3	10,1	9,9	10,5	10,4	10,5	11,5
BANCARIOS:								
Depósitos de la banca	1-2 a.	9,7	9,0	8,9	9,0	...	...	...
Depósitos de las cajas	1-2 a.	9,3	9,1	9,1	9,1	...	...	...
Crédito de la banca residente								
<i>A interés fijo</i>	1-3 a.	16,1	14,6	14,6	14,5	...	...	...
<i>Preferencial</i>	3 m.	17,2	14,7	12,7	12,8	...	...	...
Cto. de la b. extranjera a int. vble.		15,1	11,7	11,4	11,8	...	...	...
Crédito de las cajas a interés fijo	1-3 a.	15,7	14,5	14,2	14,3	...	...	...
RENTABILIDADES BURSATILES:								
Deuda pública	2 a. o más	13,4	11,1	11,1	11,4	11,2	11,3	11,4
Obligaciones eléctricas	3 a. o más	16,9	14,2	14,1	13,9	...	...	...

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

4. Tipos de interés extranjeros (Ø)

	1987 DIC	1988		
		JUL	AGO	SEP
EUROMERCADOS A 3 MESES:				
Dólar	7,9	8,1	8,5	8,3
Franco suizo	3,6	3,8	3,6	3,4
Marco	3,6	4,7	5,1	4,9
Yen	4,4	4,7	4,8	4,9
Franco francés	8,9	7,4	7,8	7,9
Libra esterlina	8,7	10,4	11,3	12,1
Media ponderada (a)	5,7	6,1	6,4	6,3
Diferencial medio (b)	8,1	4,7	4,4	4,9

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

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núm. 24.

cotización de la peseta frente al marco les llevó a realizar abultadas ventas de divisas en los mercados de cambios. Pese a ello la peseta registró una depreciación nominal frente al marco, entre la última semana de agosto y la segunda de septiembre, del 1,7 %. En la tercera decena de septiembre la situación cambió drásticamente, debido a dos razones distintas. Por un lado, en un contexto de menor fortaleza del marco frente al dólar, las decisiones adoptadas en la reunión del grupo de los siete, los días 24 y 25 de septiembre, contribuyeron a aliviar las presiones depreciatorias del franco francés y la lira, y, por otro, la elevación, antes comentada, de los tipos de interés en los mercados interiores facilitó notablemente la recuperación de la peseta al ampliarse el diferencial de tipos internos y externos desde un promedio de 4,6 puntos, alcanzando el cierre de agosto hasta una media de 5,5 puntos tras las elevaciones señaladas de los tipos españoles. En consecuencia, el tipo de cambio nominal de la peseta frente al marco se situó, al finalizar el mes de septiembre, en el mismo

5. Tipos de cambio (Ø)

	Situación en SEP 1988	Variaciones (%) (a)					
		Mensuales			Mensuales acumuladas desde DIC 1987		
		JUL	AGO	SEP	JUL	AGO	SEP
TIPOS DE CAMBIO NOMINALES:							
Del dólar frente a:							
Marco	1,87	5,1	2,4	-1,1	12,9	15,5	14,2
Yen	134,40	4,6	0,4	0,5	3,6	4,1	4,6
Países desarrollados (b)	99,45	3,6	1,3	-0,1	4,8	6,1	6,0
De la peseta frente a:							
Dólar	124,29	-5,0	-1,6	-0,1	-9,3	-10,8	-10,9
Franco suizo	78,82	-0,4	1,8	-0,6	4,4	6,2	5,6
Marco	66,57	-0,2	0,8	-1,2	2,3	3,1	1,8
Yen	92,48	-0,6	-1,1	0,4	-6,0	-7,1	-6,7
Libra esterlina	209,22	-0,8	-1,1	0,6	-2,7	-3,8	-3,2
Franco francés	19,57	-0,4	1,2	-0,8	1,7	2,9	2,2
CEE (b) (d)	76,18	-0,4	0,6	-0,7	1,4	2,1	1,4
Países desarrollados (b) (d)	70,58	-1,4	0,2	-0,5	-1,3	-1,2	-1,7
Principales acreedores (c) (e)	...	-2,3	-0,4	...	-3,8	-4,2	...
TIPOS DE CAMBIO REALES (f):							
De la peseta frente a:							
Dólar	...	-4,2	-1,0	...	-9,2	-10,1	...
CEE (b)	...	0,8	1,2	...	2,4	3,7	...
Países desarrollados (b)	...	-0,3	0,7	...	-0,5	0,2	...

- (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. 21 y 22. Boletín Estadístico, cuadros XX-21 a XX-23.

de una abundancia de liquidez suministrada tanto por la subasta de préstamos -151 m.m.- como por la no renovación de un volumen importante de cesiones temporales de deuda -131 m.m.-. El drenaje llevado a cabo en la tercera decena compensó este exceso de liquidez, de modo que las operaciones netas con el sistema bancario en el conjunto del mes fueron restrictivas por 117 m.m. Este drenaje de liquidez se unió a la pérdida de reservas del Banco de España por 82 m.m. y al carácter, asimismo restrictivo, del conjunto de cuentas diversas. De esta forma, la aceleración en la financiación facilitada al sector público se vio más que compensada. Todo ello dio como resultado conjunto un descenso en la generación de base monetaria que se reflejó en una caída del saldo de la circulación fiduciaria por 56 m.m. y de una disminución similar -58 m.m.- del nivel de activos de caja. Pese al abultado drenaje de activos de caja en la tercera decena del mes -187 m.m.- el nivel alcanzado fue aún excesivo en comparación con la evolución que paralelamente estaban registrando los pasivos computables, lo que determinó una elevación del nivel de activos de caja excedentes, que fue especialmente importante en la banca privada.

21-X-1988.

Evolución económica internacional

1. INTRODUCCION

Tras el desplome de los mercados de valores internacionales en octubre de 1987, todas las previsiones de crecimiento para el conjunto de países de la OCDE apuntaban hacia una desaceleración del ritmo de avance de sus economías en 1988. Uno de los rasgos económicos más destacables del primer semestre de este año no ha sido, precisamente, la confirmación de dicha atonía, tal y como se vaticinaba, sino la prolongación por sexto año consecutivo de la etapa de expansión que desde 1982 están experimentando, con mayor o menor intensidad, los países industrializados. La mejoría de las expectativas de crecimiento para 1988 ha ido reflejándose en las revisiones favorables de las previsiones que han ido elaborando los organismos económicos internacionales a lo largo del año, tal y como se puede apreciar en el cuadro 1.

La explicación de un dinamismo mayor del esperado en las principales economías reside, en buena parte, en la puesta en práctica de políticas monetarias más acomodaticias tras la caída de las bolsas, así como en la introducción de estímulos fiscales en Japón y Alemania. El efecto de estas medidas se ha reflejado, a su vez, en altas tasas de crecimiento de las demandas internas tanto de los dos países mencionados como del resto de las economías europeas, y la formación bruta de capital ha experimentado un impulso generalizado.

Este comportamiento de las demandas interiores está permitiendo una cierta corrección de los desequilibrios externos internacionales, al facilitar una mayor penetración de las exportaciones americanas y la mejoría de la balanza comercial estadounidense. En el primer semestre, y por primera vez en los úl-

1. Previsiones de distintos organismos internacionales para 1988 antes y después de la crisis bursátil de octubre 1987

(Tasas de crecimiento sobre el año anterior) (a)

	OCDE						FMI			Comisión Europea		
	Previsiones de 1988 para el área OCDE realizadas en:			Previsiones de 1988 para el área CEE realizadas en:			Previsiones de 1988 para el área OCDE (b) realizadas en:			Previsiones de 1988 para el área CEE realizadas en:		
	JUN 87	DIC 87	JUN 88	JUN 87	DIC 87	JUN 88	AGO 87	ABR 87	AGO 88	SEP 87	FEB 87	JUN 88
PNB	2,3	2,3	3,0	2,0	1,8	2,5	2,6	2,8	3,8	1,9	2,3	2,6
Demanda interior	2,5	2,0	3,0	2,5	2,5	3,3	2,6	2,8	3,9	2,8	2,7	3,4
Deflactor del PNB	3,5	3,5	3,5	3,3	3,5	3,5	3,3	3,0	2,8	3,9	3,5	3,6
Balanza por cuenta corriente (c)	-0,2	-0,4	-0,4	0,6	0,5	0,6	-0,3	-0,4	-0,4	0,6	0,8	0,6
Tasa de paro	8,3	8,0	7,5	11,8	11,3	10,8	7,7	6,9	7,1	11,4	11,7	11,3

(a) Excepto la tasa de paro y la balanza por cuenta corriente.

(b) No incluye Grecia, Portugal y Turquía.

(c) En porcentaje sobre el PNB.

Fuente: OCDE: «Economic Outlook». FMI: «World Economic Outlook». CEE: «European Economy».

timos años, Estados Unidos ha registrado una reducción de su déficit comercial, que ha estado motivada por la mayor moderación del crecimiento de su demanda interna en relación a otros países, así como por la depreciación que el dólar ha venido registrando en los últimos años. Sin embargo, la elevada magnitud del déficit y de la deuda exterior norteamericanos indican que la corrección efectuada en la balanza corriente es todavía muy insuficiente.

Por otra parte, a medida que ha ido transcurriendo el año se ha producido un empeoramiento de las perspectivas de inflación. Si bien los índices de precios nacionales no han dado, al menos hasta el momento, señales evidentes de una aceleración significativa, existen indicadores —como los precios de las materias primas no energéticas y los salarios— que están manifestando rebrotes alcistas. Este empeoramiento es, a su vez, consecuencia de las superiores tasas de crecimiento que están manteniendo las economías y que se están traduciendo en un mayor grado de utilización de la capacidad productiva y en una mayor demanda de trabajo por parte de las empresas.

En el mes de marzo, y ante los riesgos inflacionistas apuntados, en los Estados Unidos se decidió dar un giro restrictivo a la política monetaria elevando los tipos de interés de los mercados monetarios. Este repunte de tipos, junto con la favorable evolución del déficit comercial, puede haber contribuido a la apreciación del dólar registrada desde el mes de mayo. A su vez, dicha apreciación ha introducido ciertas tensiones inflacionistas en Europa y Japón, lo que ha inducido a una elevación generalizada —aunque desfasada en el tiempo— de los tipos de interés oficiales en los países europeos, pero no en Japón. Y, si bien esta respuesta de la política monetaria puede haber ayudado a mitigar el peligro de un recrudecimiento de la inflación, también puede haber empeorado ligeramente las perspectivas de crecimiento futuro.

Estos son, en resumen, los rasgos generales de la evolución económica de los principales países durante la primera mitad del año 1988. Las secciones que siguen tienen por objeto profundizar en el análisis de la evolución de la actividad productiva, inflación, sector exterior, políticas fiscales y políticas monetarias en estos países, así como dar una perspectiva de lo que cabe esperar para el resto del año 1988 y para 1989.

2. PRODUCCION Y DEMANDA

El ritmo de crecimiento económico de los países industrializados en la primera mitad de 1988 ha sido

sensiblemente mayor que el previsto a finales del pasado año y que el registrado en dicho año. Esta positiva evolución se ha visto estimulada fundamentalmente por el tono más expansivo de las políticas monetarias seguidas por los principales países en los primeros meses del año actual. Asimismo, el descenso continuado de los precios del petróleo en los mercados internacionales ha constituido un entorno internacional favorable a lo largo del primer semestre de 1988.

Los indicadores actualmente disponibles apuntan a una tasa de crecimiento global de los países de la OCDE próxima al 4% durante el primer semestre del año en relación al mismo período del año anterior. La expansión en el primer trimestre de 1988 fue particularmente vigorosa, pero los datos más recientes señalan una moderada desaceleración en la mayor parte de las economías durante el segundo trimestre del año. Por otra parte, no cabe descartar en principio una ralentización adicional para la segunda mitad de 1988 en algunos de los principales países, en la medida que el reciente endurecimiento de las políticas monetarias pueda inducir una evolución de la actividad económica más coherente con el cumplimiento de los objetivos de inflación.

Esta evolución ha venido acompañada por una mejor adecuación relativa de las demandas internas y externas en el conjunto de las economías industrializadas, que en líneas generales ha favorecido la reducción de los desequilibrios internacionales de las balanzas por cuenta corriente. Al mismo tiempo, es de destacar el notable dinamismo de la inversión privada en los principales países, que ha constituido un elemento impulsor básico del crecimiento económico en el transcurso de la primera mitad del año.

En los Estados Unidos, tal como se deduce de los cuadros 2 y 3 (1), el PNB real creció a una tasa media del 4,5 % durante el primer semestre de 1988 en relación al mismo período del año anterior. Dicho ritmo de expansión fue similar al registrado en la segunda parte de 1987, aunque debe destacarse que los datos del segundo trimestre señalan una ligera desaceleración de la demanda interna y de la producción total en relación a los primeros meses del año. A lo largo del primer semestre, la vigorosa expansión de las exportaciones de bienes y servicios —fruto de la depreciación acumulada del dólar— y el fuerte crecimiento de la inversión productiva —en buena parte ligado al dinamismo del sector exportador— han contrarrestado ampliamente la modesta

(1) Los datos citados a lo largo del informe se refieren, en general, a los cuadros mencionados que se presentan en el mismo. En algunos casos, no obstante, se citan también datos tomados de fuentes nacionales diversas.

2. Producción real (a) (b)

(Tasas de variación respecto al mismo período del año anterior)

	1986	1987	1987				1988	
			I	II	III	IV	I	II
OCDE	2,8	3,1	2,7	2,5	3,3	3,8	4,4	...
Estados Unidos	2,9	3,4	1,5	3,0	3,9	5,0	4,8	4,3
Japón	2,5	4,2	4,1	3,1	4,3	5,5	6,7	5,6
CEE	2,6	2,7	2,8	1,9	2,8	2,7	3,5	...
Alemania	2,5	1,7	2,2	0,7	1,5	2,3	4,3	3,4
Francia	2,1	2,3	2,1	1,9	2,4	2,6	3,5	3,2
Italia	2,9	3,1	3,7	3,0	3,0	2,8	3,2	...
Reino Unido	3,3	4,5	3,4	2,4	5,0	3,5	2,9	2,5

(a) Ajustada de variaciones estacionales.

(b) Estados Unidos, Japón, Alemania, CEE y OCDE: PNB. Resto: PIB.

Fuente: OCDE, «Main Economic Indicators», y «Economic Outlook» (junio 1988).

desaceleración del consumo privado, lo que ha dado lugar a un continuo descenso de la tasa de paro hasta el nivel del 5,4 % y a un elevado grado de utilización de la capacidad productiva. No obstante, los datos más recientes parecen apuntar una evolución más pausada de la actividad económica a lo largo del tercer trimestre del año, acorde posiblemente con el tono menos expansivo de la política monetaria norteamericana en dicho período.

En Japón, la expansión fue muy vigorosa en el primer trimestre del año, creciendo la economía a una tasa del 6,7 % respecto al mismo período del año anterior, sensiblemente estimulada por las políticas fiscales y monetarias instrumentadas desde 1987. Por otro lado, el dinamismo de la demanda interna —en la que destacó el crecimiento de la inversión— aceleró el aumento de las importaciones totales hasta una tasa anual del 20 % en los primeros

meses del año. Sin embargo, según estimaciones preliminares, esta expansión ha registrado una cierta desaceleración en el segundo trimestre, debido al descenso de las exportaciones originado por la continuada apreciación del yen y al menor crecimiento de la demanda interna, motivado por la fuerte caída de la inversión en construcción en dicho período.

Las economías europeas registraron también una aceleración del ritmo de crecimiento en los meses iniciales de 1988, aunque éste continuó siendo menos intenso que en Japón y los Estados Unidos. La actividad económica en la CEE, en conjunto, creció en el primer trimestre a una tasa anual de 3,5 %, impulsada por el incremento del consumo en la mayoría de las economías y, especialmente, por el fuerte aumento generalizado de la inversión privada. Un buen exponente de ello fue el tono más dinámico de la producción en Alemania, que registró una tasa

3. Demanda interna real (a) (b)

(Tasas de variación respecto al mismo período del año anterior)

	1986	1987	1987				1988	
			I	II	III	IV	I	II
OCDE	3,8	3,4	3,3	2,8	3,3	4,4	4,9	...
Estados Unidos	3,9	2,5	1,9	2,5	3,2	4,4	4,0	3,2
Japón	4,0	5,1	4,7	4,0	4,8	6,8	8,7	7,9
CEE (c)	3,8	3,7	...	...	...	...	...	...
Alemania (d)	3,8	2,9	4,4	1,6	2,7	3,1	5,3	2,6
Francia	3,8	3,1	4,5	2,6	2,7	2,7	2,8	2,8
Italia	3,2	4,6	4,6	6,1	3,2	4,8	3,6	...
Reino Unido	3,8	4,2	2,4	3,5	5,6	5,0	6,8	5,6

(a) Ajustada de variaciones estacionales.

(b) Incluida variación de existencias.

(c) No se dispone de datos trimestrales.

(d) Los datos correspondientes al año 1988 no incluyen la variación de existencias, por no disponerse actualmente de esta variable para dicho año.

Fuente: OCDE, «Main Economic Indicators», y «Economic Outlook» (junio 1988).

de crecimiento superior al promedio comunitario durante el primer trimestre. Esta mejor evolución se constató en todos los países de la CEE, si bien cabe destacar que en el Reino Unido vino acompañada de un intenso deterioro de la demanda externa. Sin embargo, los datos disponibles del segundo trimestre del año señalan una moderada ralentización del nivel de actividad económica en Alemania y Francia, y asimismo en el Reino Unido, aunque en este último el crecimiento de la demanda interna ha seguido siendo más elevado que en la mayor parte de los países comunitarios.

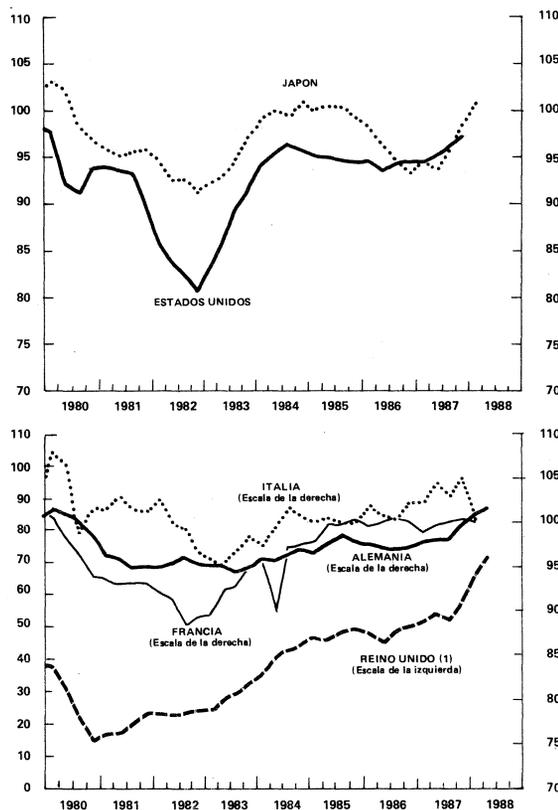
3. INFLACION

El rápido crecimiento de las demandas internas en la mayoría de los principales países industrializados durante los meses iniciales de 1988, junto con la actitud moderadamente acomodaticia de las políticas monetarias en dicho período, han dado lugar a una paulatina preocupación por los riesgos inflacionistas que podrían derivarse de dicha evolución a lo largo del año en curso. De hecho, como muestra el gráfico 1, en varios países se ha observado una rápida elevación de los niveles de utilización de la capacidad productiva y, en determinados casos, mayores presiones al alza de los salarios nominales, no siempre compensadas por crecimientos paralelos de la productividad. Al mismo tiempo, y como consecuencia igualmente del dinamismo de la actividad económica, los precios de las materias primas industriales en los mercados internacionales han experimentado un rápido crecimiento desde comienzos del año, según puede verse en el cuadro 4, aunque el descenso continuado del precio del petróleo ha tendido a contrarrestar parcialmente el efecto alcista de aquéllos sobre los precios totales de importación de los países industrializados.

Se han constatado, de esta forma, indicios de un repunte al alza en varios indicadores adelantados de inflación, aun cuando esta situación presenta diferente relieve y significado en cada país. Todos estos factores, sin embargo, han afectado más a las perspectivas de inflación que a la evolución efectiva de los índices de precios nacionales.

Así, en efecto, el cuadro 5 muestra que las tasas de inflación en la primera mitad de 1988 permanecieron por término medio relativamente estables. Durante el primer trimestre del año, las tasas anuales de crecimiento de los precios al consumo en los principales países industrializados fueron inferiores a las registradas en el último trimestre de 1987, con la excepción de Japón, que experimentó sólo un reducido incremento. En el segundo trimestre, se ha regis-

1. Evolución de los índices de utilización de la capacidad productiva (Industria manufacturera) (Índices 1979 = 100)



(1). Porcentaje de empresas trabajando a plena capacidad.
Fuente: FMI, World Economic Outlook, agosto 1988.

trado en Japón una completa estabilidad de precios, mientras que en los Estados Unidos la tasa media anual de inflación se ha situado por debajo del 4 %; y sólo se han registrado leves repuntes de precios en algunas de las principales economías europeas, en las que destacó la tendencia claramente alcista manifestada en el Reino Unido.

A pesar de la posibilidad mencionada de mayores riesgos inflacionistas futuros, en la evolución más reciente se aprecian, en ciertos casos, algunos elementos que pueden reducir el peligro de que dichos riesgos se traduzcan, efectivamente, en tasas de inflación superiores. Así, en los Estados Unidos, la elevación de los tipos de interés oficiales a partir del segundo trimestre, junto con la moderada ralentización de la economía y el movimiento alcista del dólar en los últimos meses, ofrecen, en principio, un entorno algo más favorable para la estabilización de la tasa de inflación en la segunda mitad del año. En Japón la desaceleración del crecimiento económico en el segundo trimestre constituye igualmente un ele-

4. Mercados internacionales. Precios de materias primas no energéticas y petróleo (a)

(Tasas de variación respecto al mismo período del año anterior) (b)

	1986	1987	1987				1988	
			I	II	III	IV	I	II
Materias primas								
Indice general (c)								
Dólares	4,0	7,2	-7,2	1,5	13,4	23,0	33,7	43,7
DEG	-10,0	-3,0	-17,4	-9,1	6,9	10,6	23,3	36,1
A) Alimentación								
Dólares	7,0	-12,9	-22,5	-15,9	-11,7	0,7	14,8	21,2
DEG	-7,2	-21,3	-31,0	-24,7	-16,8	-9,5	5,9	14,1
B) Pr. industriales								
Dólares	8,0	28,6	10,8	20,3	38,5	44,0	49,1	60,7
DEG	-12,9	15,9	-1,3	7,7	30,6	28,1	37,6	52,1
Petróleo (d)								
Dólares	-46,0	24,5	-6,3	46,8	51,6	21,8	-11,3	-14,0

(a) Aunque estos indicadores han sido seleccionados por su disponibilidad periódica y por su amplia utilización internacional, debe tenerse en cuenta que pueden presentar discrepancias en relación a otros indicadores alternativos de precios elaborados por diferentes instituciones económicas, tanto en el caso de las materias primas como en el del petróleo. Ello se deriva de la distinta composición de los índices globales, en el primer caso, y de los diferentes tipos de producción de referencia en el caso del petróleo.

(b) Media del período correspondiente.

(c) Índices en dólares y en DEG (derechos especiales de giro). Base 1985 = 100. Series no desestacionalizadas.

(d) Precio spot, dólares por barril, crudo «Brent» del Mar del Norte.

Fuente: «The Economist».

mento positivo para la estabilidad de precios a corto plazo, aunque con el contrapeso derivado del posible efecto desfavorable de la depreciación del yen sobre los precios de importación. En cuanto a las economías europeas, los leves aumentos de las tasas de inflación en Alemania y Francia en los meses recientes parecen responder, más que a la relativa pujanza de la demanda interna en ambos países, a la repercusión del alza del dólar sobre los precios de importación. Por su parte, el Reino Unido es, junto con Italia, el país que ofrece una perspectiva más

desfavorable a corto plazo en el terreno de la inflación, como consecuencia del rápido crecimiento de la demanda interna.

4. BALANZAS POR CUENTA CORRIENTE

El proceso de corrección de los importantes desequilibrios exteriores existentes entre los países industriales ha registrado, en conjunto, una evolución más favorable durante la primera parte de 1988 que la observada en el pasado año; más patente, en ge-

5. Inflación: precios al consumo (a)

(Tasas de variación respecto al mismo período del año anterior) (b)

	1986	1987	1987				1988	
			I	II	III	IV	I	II
OCDE	2,6	3,2	2,4	3,4	3,7	4,0	3,6	3,5
Estados Unidos	1,9	3,7	2,2	3,8	4,2	4,5	4,0	3,9
Japón	0,4	-0,2	1,2	0,2	0,1	0,4	0,6	-
CEE	3,3	3,1	2,8	3,1	3,3	3,3	2,9	3,1
Alemania	-0,2	0,2	0,5	0,1	0,6	1,0	0,9	1,1
Francia	2,7	3,1	3,2	3,4	3,4	3,2	2,4	2,5
Italia	6,1	4,6	4,3	4,2	4,9	5,4	5,1	4,9
Reino Unido	3,4	4,2	4,0	4,2	4,3	4,1	3,3	4,3

(a) Series originales.

(b) Media del período correspondiente.

Fuente: OCDE, «Main Economic Indicators».

6. Comercio exterior (a) (b)
(Saldos en miles de millones dólares) (c)

	1986	1987	1987				1988	
			I	II	III	IV	I	II
OCDE	-58,2	-88,5	-14,6	-21,3	-24,9	-27,2	-25,7	...
Estados Unidos	-155,1	-169,8	-41,9	-41,5	-42,5	-42,9	-38,6	-33,1
Japón	81,5	80,1	24,4	19,0	18,1	18,6	20,4	16,4
CEE	19,3	5,8	3,8	1,0	0,5	0,6	-5,6	...
Alemania	51,9	65,5	15,8	16,1	16,0	17,5	15,8	...
Francia	-0,1	-5,2	-1,0	-2,2	-1,0	-1,0	-0,9	-1,0
Italia	-2,5	-8,8	-1,7	-3,1	-1,5	-2,6	-3,7	...
Reino Unido	-19,1	-23,8	-3,4	-5,8	-7,5	-7,2	-9,0	-8,5

- (a) Ajustada de variaciones estacionales.
(b) Exportaciones (fob) - Importaciones (cif).
(c) Saldo acumulado en el período correspondiente.

Fuente: OCDE, «Main Economic Indicators».

neral, en los datos de comercio exterior (cuadro 6) que en los saldos de las balanzas de pagos por cuenta corriente (cuadro 7).

Desde comienzos de 1988, en términos generales, tanto los volúmenes físicos como los valores corrientes de los flujos comerciales de las principales economías han reflejado de forma significativa los efectos de la intensa depreciación del dólar acumulada en los últimos años. Sin embargo, la apreciación de la moneda norteamericana registrada desde finales de mayo podría, en caso de consolidarse, frenar la reducción del desequilibrio exterior de los Estados Unidos frente al resto del mundo en el segundo semestre del año.

Durante la primera mitad de 1988 se ha observado en los Estados Unidos una progresiva tendencia al

descenso del déficit comercial, que ha disminuido un 14% en relación al mismo período de 1987. Ello ha sido debido a que el volumen de exportaciones de mercancías ha venido creciendo a un ritmo notablemente superior al de las importaciones durante los meses iniciales del año en curso. Merece destacarse, además, que si bien el déficit comercial norteamericano con los restantes países industriales se redujo un 17 % en el primer trimestre de 1988 en relación al mismo período del año anterior, en cambio, frente al resto del mundo sólo disminuyó un 3,9 %. Sin embargo, dicha mejoría del déficit comercial no se ha reflejado en la misma medida -al menos en el primer trimestre del año- en el saldo de la balanza por cuenta corriente, en buena parte como consecuencia del aumento del volumen de pagos generados por la creciente deuda externa estadounidense.

7. Balanza de pagos por cuenta corriente
(Saldos en miles de millones de dólares) (a)

	1986	1987	1987				1988	
			I	II	III	IV	I	II
OCDE (b)	-22,3	-53,5	...	...	...	...	...	...
Estados Unidos	-141,3	-160,7	-33,1	-41,8	-47,3	-31,8	-35,0	...
Japón	85,8	87,0	21,0	22,7	21,2	22,1	18,4	19,3
CEE (b)	49,9	39,0	...	...	...	...	...	...
Alemania	37,9	44,3	11,4	10,7	7,7	15,5	8,6	...
Francia	2,9	-4,5	-2,0	-0,6	-1,0	-1,5	...	...
Italia	2,8	-0,7	-2,3	1,1	1,6	-1,6	-5,1	...
Reino Unido	0,1	-2,7	1,0	-1,0	-1,6	-1,0	-5,6	...

- (a) Saldo acumulado en el período correspondiente.
(b) No se dispone de datos trimestrales.

Fuente: OCDE, «Economic Outlook» (junio de 1988), y «Main Economic Indicators». FMI, «International Financial Statistics».

En Japón se ha producido en el primer semestre de 1988 una importante reducción del superávit comercial, que, medido en dólares, ha experimentado un descenso del 15 % en relación a igual período de 1987, como consecuencia del rápido crecimiento de las importaciones y del práctico estancamiento de las exportaciones. Ello ha permitido una disminución del saldo de la balanza por cuenta corriente, cuyo excedente (en dólares) se redujo un 13,7 % en el primer semestre de 1988 respecto al mismo período del año anterior.

En Alemania, en cambio, la reducción del superávit comercial exterior ha presentado mayores problemas. Este, medido en marcos, se ha incrementado, de hecho, a lo largo del primer semestre de 1988 casi un 6 % respecto al mismo período del año precedente. De esta forma, aunque el excedente de la balanza corriente registró una sensible caída en el primer trimestre, la evolución durante el conjunto del segundo trimestre parece haber sido sustancialmente contraria, a juzgar por la tendencia más expansiva de dicho saldo observada en los meses de abril y mayo. Esta evolución, por lo demás, no ha ofrecido presumiblemente una contribución positiva en este terreno a las restantes economías europeas, que, en conjunto, durante el primer semestre de 1988 —en consonancia con las previsiones contempladas a comienzos de año— han experimentado un rápido deterioro de sus respectivas balanzas comerciales y corrientes; correspondiendo las evoluciones más negativas a Italia y, especialmente, al Reino Unido.

5. POLITICAS FISCALES

En la reunión del Grupo de los Siete de diciembre de 1987, se llegó a la conclusión de que era imprescindible continuar el proceso de coordinación de las políticas económicas de los distintos países para evitar grandes turbulencias en la cotización del dólar. De forma especial, se insistió en el papel dominante de la política fiscal para reducir los desequilibrios exteriores existentes, dado su mayor impacto e influencia, a medio plazo, sobre los niveles de gasto real.

No obstante, las políticas fiscales programadas para 1988 recogieron tan sólo parcialmente las líneas de solución atisbadas, ya que los gobiernos de las principales economías, excepto Japón y Alemania, continuaron dando primacía a sus objetivos y condicionamientos internos. Así, mientras que estos dos últimos presupuestaron unas políticas fiscales más expansivas, los Estados Unidos programaron un avance del déficit público similar al previsto para su

producto nacional, y el resto de los países industrializados continuaron en la dinámica de reducción del peso de las cuentas públicas dentro del conjunto de sus respectivas economías. En consecuencia, los impactos fiscales en el conjunto de países del área de la OCDE tendrán, previsiblemente, un carácter neutro sobre el ritmo de actividad económica a lo largo del año 1988.

Para el total de países que integran la OCDE, el déficit previsto de las Administraciones Públicas en relación al producto nacional bruto se ha situado en el 2,4 % para el año en curso, prácticamente el mismo valor del año 1987 (véase cuadro 8). Es de destacar, en este sentido, que el déficit público presupuestado por los Estados Unidos para este año supone un 2,3 % de su PNB, tan sólo una décima por debajo de la cifra registrada el año anterior, aunque mantener dicha proporción constituía un objetivo más estricto de política fiscal, dado que, en 1987, la disminución del déficit provino en gran medida de los ingresos excepcionales derivados de la reforma impositiva sobre las plusvalías que entró en vigor en el mes de octubre. Pese a constituir la pieza clave en el proceso de corrección de los desequilibrios internacionales, las autoridades norteamericanas no han programado para 1988 una disminución significativa de sus necesidades de financiación, ya que recortes en los programas de gastos o incrementos impositivos constituyen un coste político difícilmente afrontable en un año electoral. El gobierno japonés, por su parte, ha programado unos mayores gastos de inversión y una disminución de los tipos impositivos sobre la renta de las personas físicas, con lo que el déficit público con respecto al PNB previsto para este año supera ligeramente al registrado el año anterior, frente a los deseos iniciales, previos a sus compromisos internacionales en materia de ajuste exterior, de conseguir una disminución del mismo.

**8. Déficit (–) o superávit (+)
de las Administraciones Públicas**
(Porcentajes sobre PIB)

	1986	1987	1988
OCDE	–3,4	–2,5	–2,4
Estados Unidos	–3,5	–2,4	–2,3
Japón	–1,1	–0,2	–0,3
CEE	–4,8	–4,1	–4,1
Alemania	–1,2	–1,7	–2,6
Francia	–2,9	–2,5	–2,4
Italia	–11,4	–10,5	–10,0
Reino Unido	–2,7	–1,4	–0,7

Fuente: OCDE, «Economic Outlook» (junio 1988), y Comisión de las Comunidades Europeas, «Budgets Economiques» (mayo-junio 1988).

En cuanto a las economías europeas, las previsiones señalan un estancamiento del déficit público en relación al producto en el entorno del 4 %, con dos conductas nítidamente diferenciadas dentro del conjunto: la del gobierno alemán y la del resto de los países europeos. Así, el déficit público alemán presupuestado para el año 1988 supone un 2,6 % del PIB, casi un punto porcentual por encima del nivel de 1987. El compromiso por parte de Alemania de facilitar la reducción de su superávit comercial ha conducido a elevaciones de los gastos en los presupuestos y a hacer efectiva en el año corriente parte de la disminución impositiva prevista para el año 1990. Por otro lado, el resto de los países que componen la Comunidad Económica Europea, y de forma especialmente significativa el Reino Unido, han continuado en la línea de reducción del déficit público, para no hipotecar sus posibilidades de crecimiento interno y de reducción de sus déficit exteriores.

Como puede observarse en los cuadros 9 y 10, donde están recogidos los diferentes porcentajes programados de los gastos e ingresos públicos en relación al PIB de los países más avanzados, excepto en el caso de Italia, la reducción de los diferentes déficit proviene, de la contención de los gastos, ya que los ingresos obtenidos por el sector público a lo largo de 1988 presumiblemente registrarán un descenso.

Ante la ausencia de datos que reflejen la evolución del déficit de las Administraciones Públicas, en el cuadro 11 están recogidas únicamente las necesidades de financiación del Estado en los principales países para los que se dispone de información relativa al primer semestre de 1988. En dicho período, el déficit federal estadounidense se ha cifrado en 36 mil millones de dólares, frente a los 56 mil millones del mismo período del año anterior, consecuencia de

9. Gastos de las Administraciones Públicas (Porcentajes sobre PIB)

	1986	1987	1988
OCDE	38,4	...	...
Estados Unidos	35,1	35,0	34,9
Japón	33,1	...	...
CEE	48,4	47,9	47,8
Alemania	46,7	46,7	47,1
Francia	51,7	51,8	51,2
Italia	50,5	50,0	50,1
Reino Unido	43,4	41,9	41,0

Fuente: OCDE, «Economic Outlook» (junio 1988), y Comisión de las Comunidades Europeas, «Budgets Economiques» (mayo-junio 1988).

10. Ingresos de las Administraciones Públicas (Porcentajes sobre PIB)

	1986	1987	1988
OCDE	35,0	...	...
Estados Unidos	31,6	32,6	32,6
Japón	32,0	...	...
CEE	43,6	43,8	43,7
Alemania	45,5	45,0	44,5
Francia	48,8	49,3	48,8
Italia	39,1	39,5	40,1
Reino Unido	40,7	40,5	40,3

Fuente: OCDE, «Economic Outlook» (junio 1988), y Comisión de las Comunidades Europeas, «Budgets Economiques» (mayo-junio 1988).

una elevada recaudación impositiva y de una contención del ritmo de gasto efectuado. Estos datos fragmentarios parecen apuntar hacia un déficit total de las Administraciones Públicas, para el conjunto del año, inferior al previsto inicialmente.

Hay que destacar, asimismo, el fuerte crecimiento del déficit alemán en la primera parte del año, que se ha situado en unos 21 mil millones de marcos, 7,5 mil millones de marcos por encima de las cifras del primer semestre del año 1987. Un fuerte crecimiento de los gastos, la reducción impositiva sobre la renta personal, puesta en vigor en el mes de enero, y la reducción de las transferencias por beneficios efectuadas por el Bundesbank al Tesoro han sido los factores explicativos de la ampliación del déficit. Por su parte, las rúbricas públicas en el Reino Unido han tenido un comportamiento diametralmente opuesto. El

11. Necesidades de financiación del Estado

	1987			1988		
	I TRIM	II TRIM	I SEM	I TRIM	II TRIM	I SEM
Estados Unidos (miles de millones de dólares) (a)						
Ingresos	193,8	253,5	447,3	207,4	268,9	476,3
Gastos	251,9	251,0	502,9	244,9	267,5	512,4
Déficit	-58,1	2,5	-55,6	-37,5	1,4	-36,1
Alemania (miles de millones de marcos) (b)						
Ingresos	52,9	62,7	115,6	54,9	65,5	120,4
Gastos	64,2	64,9	129,1	66,3	75,2	141,5
Déficit	-11,3	-2,2	-13,5	-11,4	-9,7	-21,1
Reino Unido (miles de millones de libras) (a)						
Ingresos	40,1	33,5	73,6	45,0	...	...
Gastos	41,3	37,5	78,8	42,9	...	...
Déficit	-1,2	-4,0	-5,2	2,1	-0,1	2,0

(a) En términos de caja.

(b) En términos de contabilidad nacional.

Fuente: Reserva Federal, Bundesbank y Banco de Inglaterra.

Estado ha conseguido un superávit de 2 mil millones de libras en los primeros seis meses del año, fundamentalmente derivado de los ingresos por reprivatizaciones y de la disminución de los subsidios de paro.

En general, la reactivación económica conseguida por los países a lo largo del primer semestre del año ha impulsado la recaudación impositiva de las distintas Administraciones Públicas, por lo que las cifras de ingresos programadas al principio del año previsiblemente están subvaloradas. Con ello, la evolución de los déficit públicos será más favorable de lo previsto inicialmente, dado que los mayores ingresos recaudados no vienen acompañados de programas suplementarios de gasto público. Los temores a una aceleración de la tasa de inflación y los objetivos de reducción de los presupuestos públicos en los próximos años, con un peso sumamente importante del servicio de la deuda y de los gastos sociales, son los factores que explican el comportamiento comentado.

6. POLITICAS MONETARIAS Y CAMBIARIAS

Los acontecimientos registrados a partir del primer trimestre de 1988 han configurado una situación en los mercados monetarios y cambiarios muy diferente a la existente a finales del año pasado y principios del presente. De una liquidez abundante y una evolución descendente en los tipos de interés, como respuesta a la crisis bursátil del mes de octubre, se ha pasado, en la actualidad, a una situación caracterizada por ajustes al alza de los tipos de interés, que se han situado en niveles superiores a los existentes en aquel mes. Por su parte, los mercados cambiarios han asistido a la detención del proceso de depreciación del dólar, que se había venido registrando desde 1985, para, a partir del mes de junio, y hasta fechas muy recientes, presenciar su apreciación continua y generalizada frente al resto de las principales divisas. En consecuencia, las intervenciones realizadas por los bancos centrales han experimentado un cambio de sentido, pasando de evitar caídas adicionales en la cotización del dólar a tratar de moderar la depreciación de sus monedas frente a la divisa norteamericana.

Este cambio de orientación en las políticas monetarias y cambiarias no hace sino reflejar un entorno económico diferente, en el que, a pesar de todo, continúan existiendo déficit exteriores considerables. Como se ha señalado en epígrafes anteriores, la mayoría de los países industrializados han mostrado un crecimiento económico mayor que el esperado, si bien, conforme avanzaba el año, han empezado a registrarse indicios de un empeoramiento generalizado

de las perspectivas inflacionistas. Ante la experiencia de episodios anteriores muy parecidos, las autoridades monetarias respectivas han tratado de impedir que los riesgos latentes se plasmasen en aceleraciones significativas de las tasas de inflación, procurando evitar, de este modo, la posterior adopción de políticas de ajuste más intensas que comprometerían, de una forma más seria, la continuación del proceso de crecimiento que se experimenta en la actualidad.

Los Estados Unidos fueron el primer país que adoptó una política monetaria menos acomodaticia. A finales del mes de marzo, la Reserva Federal permitió una elevación de los tipos de interés de los mercados de dinero que se transmitió a los restantes tipos tanto a corto como a largo plazo. La ampliación resultante en los diferenciales de los tipos de interés, junto con la evolución favorable de los desequilibrios exteriores norteamericanos, contribuyó al primer rebrote alcista del dólar.

Esta nueva combinación de más altos tipos de intereses y apreciación del dólar han supuesto un dilema para el resto de los países industrializados. En efecto, los citados países han tenido que elegir entre aceptar una depreciación de sus monedas, manteniendo los tipos de interés, o estabilizar sus tipos de cambio a costa de elevaciones de sus tipos de interés que pudieran comprometer sus perspectivas de crecimiento económico.

En términos generales, puede decirse que la primera estrategia ha sido adoptada por Japón, mientras que los países europeos se han decidido por la segunda. Sin embargo, a pesar de la aparente coordinación mostrada en los países europeos, tras estas medidas se esconden estrategias monetarias muy diferentes, que responden a la distinta preocupación que suscita en cada uno de ellos el fenómeno de la inflación.

En definitiva, puede decirse que la política monetaria ha vuelto a soportar una parte considerable del peso del ajuste, si bien esta vez ha contado con una cierta colaboración de la política fiscal, por lo menos en los casos de Alemania y Japón; colaboración que debería hacerse más vigorosa y alcanzar a los Estados Unidos en el futuro. A continuación, se hace un repaso de la evolución de los agregados monetarios, tipos de interés y tipos de cambio durante la primera mitad de 1988.

6.1. Agregados monetarios

En 1988, la mayoría de los países considerados han continuado publicando sus objetivos monetarios

en términos de algún agregado. Sin embargo, en numerosos casos, hay que reconocer que las autoridades han interpretado con elevada flexibilidad y pragmatismo las desviaciones respecto a los objetivos trazados, dados los frecuentes cambios observados en la velocidad de circulación de dichos agregados.

El cuadro 12 recoge los objetivos de crecimiento de los respectivos agregados monetarios en los diferentes países. A pesar de las tensiones existentes en los mercados monetarios, a lo largo de 1988 casi ningún país ha modificado sus objetivos monetarios iniciales. La excepción la constituye Japón, cuyos objetivos trimestrales se han revisado al alza; sin embargo, cabe señalar que el Banco de Japón no mantiene ningún compromiso explícito respecto a su consecución.

En relación a la evolución monetaria efectivamente registrada —que también se resume en el cuadro 12— puede señalarse que, en términos generales, conforme ha avanzado el año, los países que habían presentado altas tasas de crecimiento de sus agregados monetarios y crediticios en los primeros meses parece que han moderado su ritmo de crecimiento (Estados Unidos, Alemania y Japón). Por el contrario, en países en donde la evolución de los agregados monetarios había sido más ajustada, se ha experimentado una cierta aceleración en los últimos meses (Francia, Italia).

En los Estados Unidos, el comportamiento de los agregados monetarios en el primer trimestre muestra la inyección de liquidez que siguió al crash bursátil, produciéndose un aumento de los agregados monetarios M2 y M3 a tasas muy cercanas a los límites superiores de la banda establecida como objetivo. Conforme se observaba un fortalecimiento de la actividad económica, la Reserva Federal endureció progresivamente su política monetaria. Como resultado de todo lo anterior, para el conjunto de la primera mitad de 1988 los agregados monetarios M2 y M3 han venido creciendo en torno al 7 %, frente a aumentos del 4 % y 5,4 %, respectivamente, en 1987. Desde el punto de vista de sus componentes, el avance de M2 se explica por el comportamiento de los depósitos de ahorro, cuya rentabilidad relativa se elevó debido a una respuesta desfasada ante la disminución general de tipos de interés acontecida a primeros de año. A medida que se fueron incrementando los restantes tipos de interés de mercado, el crecimiento de los agregados monetarios se fue desacelerando. Por su parte, M3 ha estado influenciado por el crédito proporcionado por los bancos, que en estos meses ha venido financiándose en una mayor proporción con cargo a pasivos incluidos en M3.

En Japón, el crecimiento monetario de M2+CD (M2 más certificados de depósitos) se ha situado en el 12,1 % en el primer trimestre de 1988 frente al trimestre anterior, ligeramente por encima del objetivo del 12 %. La expansión que ha experimentado

12. Agregados monetarios

(Tasas de variación anual)

Variable	1986		1987		1988			
	Efectivo (a)	Objetivo (a)	Efectivo (a)	Objetivo (a)	Efectivo (b)	Objetivo (a)		
					I	II		
Estados Unidos	M2	9,4	6-9	4,0	5,5-8,5	6,7	7,9	4-8
	M3	9,1	6-9	5,4	5,5-8,5	7,0	7,1	4-8
Japón	M2+CD	8,3	8-9	11,8	11-12	12,1	11,3	12
Alemania	CBM	7,7	3,5-5,5	8,1	3-6	...	...	...
	M3	7,3	...	6,1	...	8,2	7,0	3-6
Francia	M2	4,9	4-6	4,1	4-6	0,8	2,4	4-6
	M3	4,5	3-5	9,2	3-5	5,9	5,8	...
Italia	CSP	11,4	7	10,2	5-9	12,8	15,3	6-10
	M2	9,4	7-11	8,4	6-9	0,7	9,0	6-9
Reino Unido	MO	5,8	2-6	5,8	2-6	2,4	8,7	1-5
	M3	20,7	11-15	20,7	...	12,0	21,7	...

(a) Para Estados Unidos, Japón, Alemania y Francia, se toma la tasa de crecimiento del cuarto trimestre del año sobre el mismo período del año anterior; en el Reino Unido el período de referencia abarca desde marzo de 1988 a marzo de 1989; para el resto de países se toma la tasa de crecimiento diciembre sobre diciembre.

(b) Tasa anual de crecimiento sobre el trimestre anterior (desestacionalizados).

Fuente: Para el período 1985-87: Bancos de Pagos Internacionales, Informe anual, varios años. Para el año 1988: CEE, Comité de Gobernadores, Informe mensual de septiembre.

M2+CD en el segundo trimestre en relación al primero ha sido del 11,3 %. Este elevado ritmo de crecimiento, que ya se manifestó en el año anterior, proviene de la libre remuneración de los depósitos a plazo y de una política monetaria acomodaticia que, en última instancia, ha financiado el fuerte incremento de la demanda interna japonesa.

En Alemania, el agregado monetario amplio elegido este año como objetivo por las autoridades, ha presentado un comportamiento relativamente expansivo. De este modo, durante el primer trimestre su crecimiento ha sido del 8,2 % respecto al trimestre anterior. Al igual que en los dos años anteriores, su evolución se ha situado por encima del intervalo del 3 %-6 % establecido como objetivo para 1988. No obstante, merece destacar que, a partir del mes de abril, las autoridades alemanas han adoptado una actitud menos acomodaticia, con menores dosis de esterilización de su intervención en los mercados cambiarios en apoyo del marco. Como resultado de esto, en el segundo trimestre la tasa anual de crecimiento de M3 se ha situado en el 7 % respecto al trimestre anterior, lo que parece indicar una cierta recuperación del control del agregado por las autoridades alemanas, a pesar de estar situado por encima del límite superior del objetivo anual.

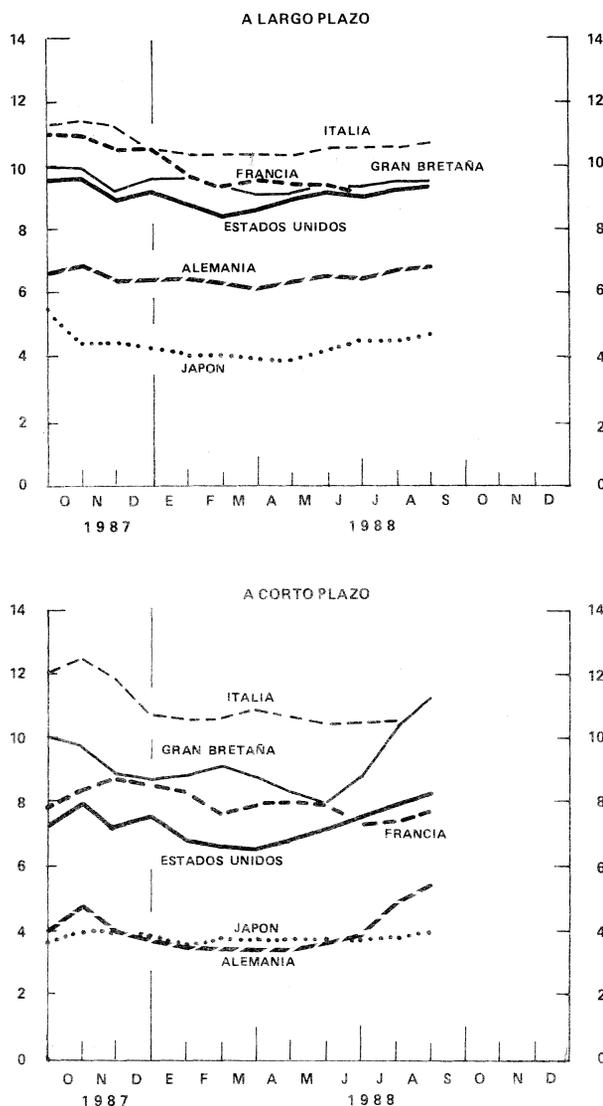
En el Reino Unido, el crecimiento de MO se ha localizado en el 7 % en la primera mitad del año, por encima de la banda del 1 %-5 % establecida para el año. Hay que mencionar, no obstante, que el comportamiento de los agregados monetarios se contempla de una manera muy laxa en este país, pues, como es sabido, desde el año 1986 las decisiones de política monetaria en el Reino Unido han venido condicionadas por la evolución del tipo de cambio de la libra esterlina. Al igual que en otros países, esta expansión de la base monetaria refleja un fuerte crecimiento de la demanda de crédito al sector privado, como consecuencia del notable impulso que viene experimentando su demanda interna.

En el resto de los países más industrializados, la evolución de los agregados monetarios en la primera parte del año ha respondido al patrón de comportamiento reseñado anteriormente. Así, Francia e Italia han registrado en el segundo trimestre una aceleración en las tasas de crecimiento de sus respectivos agregados monetarios y crediticios que no parece que haya remitido en los meses del verano. Ambas evoluciones responden, fundamentalmente, al fuerte crecimiento experimentado por la demanda de crédito al sector privado y, en definitiva, a un crecimiento económico mayor que el esperado.

6.2. Tipos de interés

A lo largo de los meses transcurridos de 1988, la evolución de los mercados financieros y cambiarios ha puesto de manifiesto que los niveles alcanzados por los tipos de interés a finales de 1987 y principios del presente año eran incompatibles con una inflación reducida; por ello, sus movimientos más recientes pueden caracterizarse como una vuelta a los niveles existentes antes del crash bursátil del pasado mes de octubre (gráfico 2). Los descensos de los tipos de interés oficiales, llevados a cabo por la mayoría de los bancos centrales en aquellas fechas

2. Evolución de los tipos de interés de mercado



—recogidos en el gráfico 3— y que se extendieron hasta el mes de febrero del presente año, en un intento de fortalecer el sistema financiero y evitar la recesión, han dado paso a subidas generalizadas de dichos tipos oficiales desde finales del segundo trimestre. Estos movimientos no han hecho sino convalidar, en parte, la elevación que se venía registrando en los tipos de interés de mercado tanto a largo como, especialmente, a corto plazo desde finales del primer trimestre. Cabe señalar, que Japón ha sido el país que más tiempo ha mantenido la tendencia descendente en sus tipos de interés, pues los correspondientes a corto plazo mostraron dicha tendencia hasta el mes de mayo.

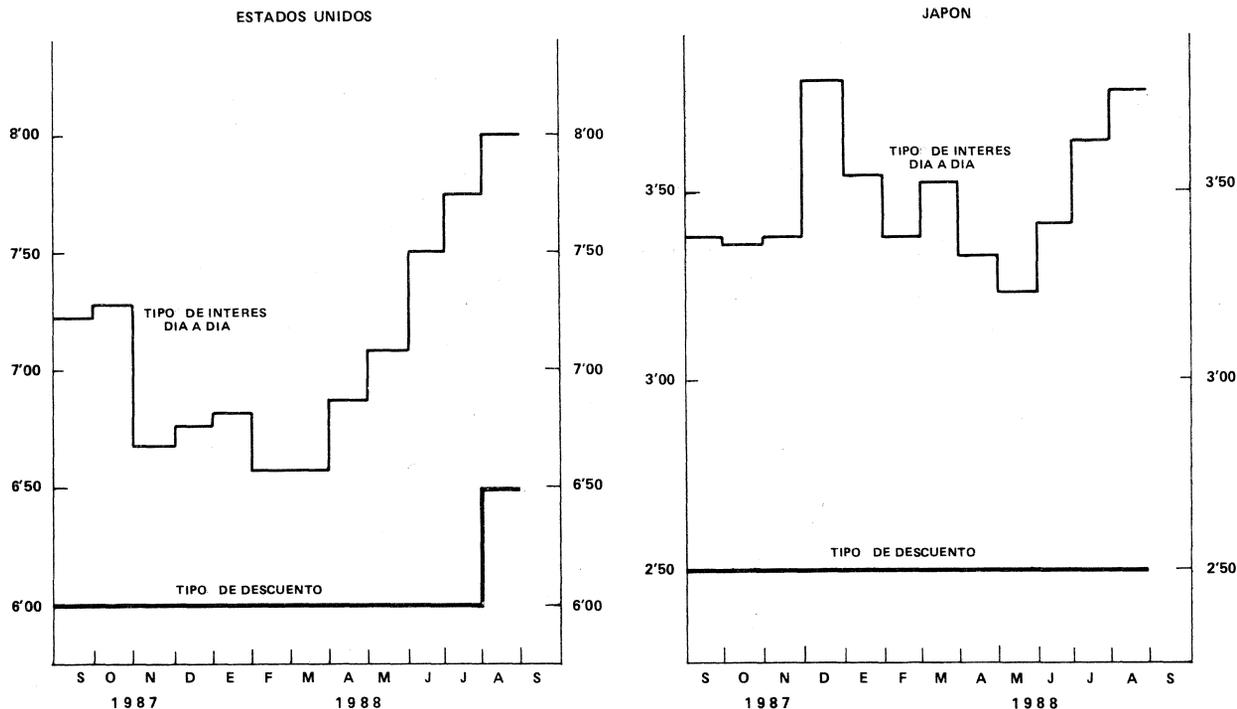
Las razones de este cambio en la evolución de los tipos de interés internacionales se encuentran en los intentos de mantener los diferenciales de tipos por parte del resto de los países industrializados ante el endurecimiento de la política monetaria estadounidense desde el mes de marzo. En los Estados Unidos, esta política monetaria menos acomodaticia respondía a imperativos internos ligados a la aparición de indicios inflacionistas. En consecuencia, la Reserva Federal propició una elevación en los tipos de interés de los mercados de dinero, iniciando un proceso que continuó con la elevación de los tipos

preferenciales aplicados por los bancos norteamericanos en el mes de mayo y que, finalmente, se completó con la elevación del tipo de descuento al 6,5 % en el mes de agosto. Como resultado de estas actuaciones, los tipos de interés a corto plazo se situaban en el mes de agosto más de un punto porcentual por encima del nivel existente en el mismo mes del año pasado.

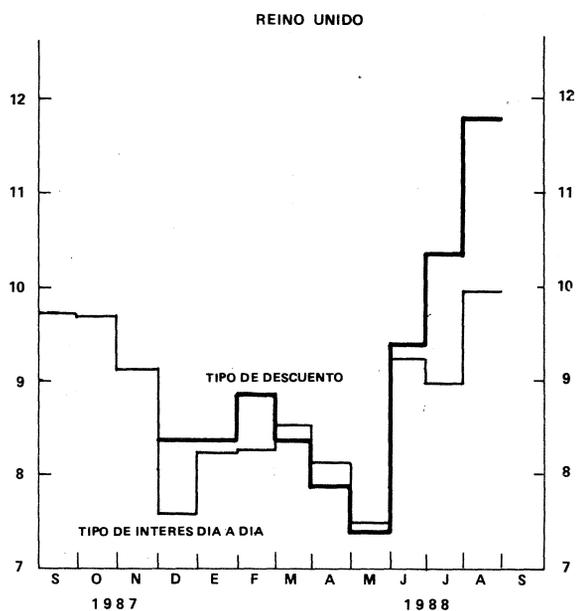
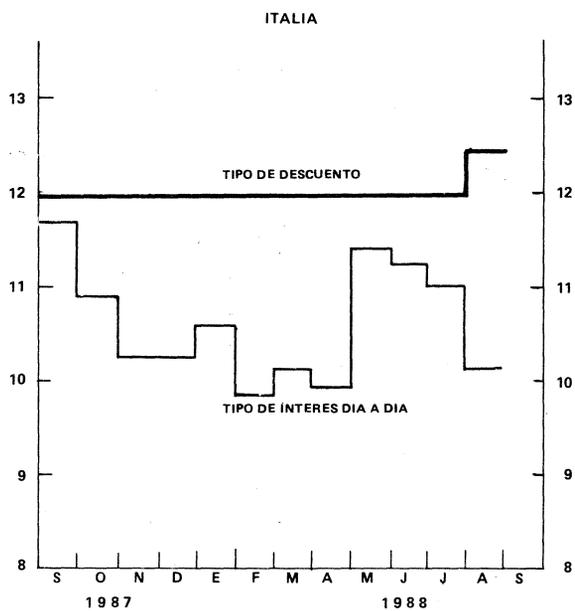
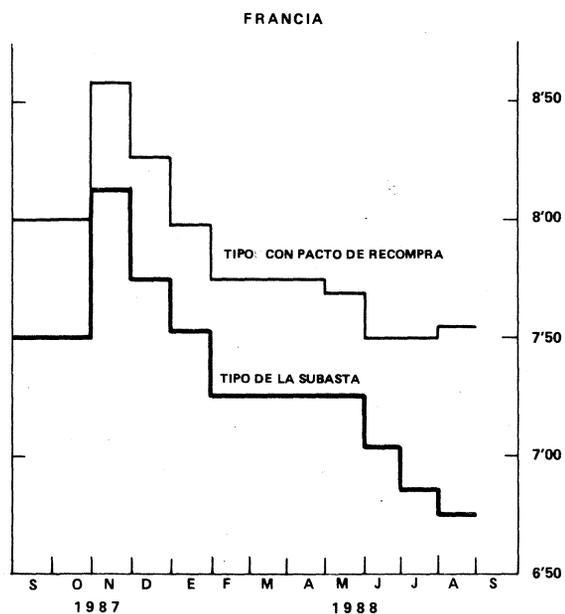
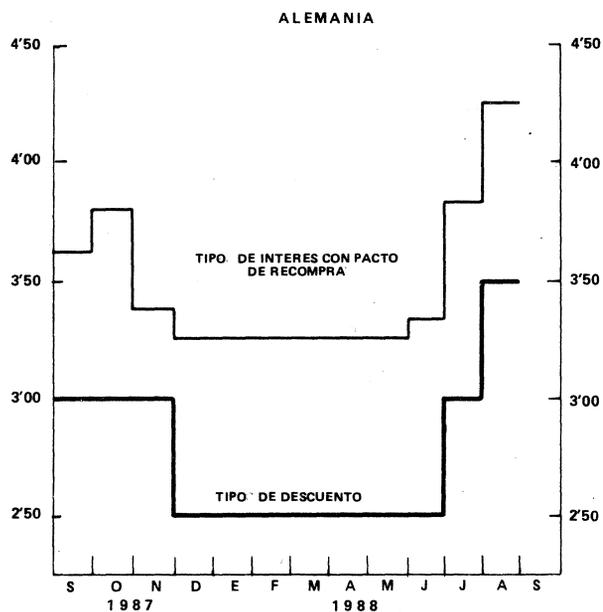
Asimismo, los tipos de interés norteamericanos a largo plazo han presentado en el período analizado una evolución parecida a los de corto plazo. Como respuesta adelantada al empeoramiento, ya señalado, de las perspectivas inflacionistas, los tipos de interés a largo plazo empezaron a experimentar una subida a partir del mes de febrero, tendencia que sólo se ha visto interrumpida, aunque de forma temporal, entre los meses de mayo y junio. Los ajustes monetarios llevados a cabo por la Reserva Federal en agosto y la mayor estabilidad mostrada por el dólar han determinado la continuación del proceso de elevación en los últimos meses, hasta situarse los tipos de interés a largo plazo ligeramente por encima de los niveles existentes a finales del año pasado.

En definitiva, unos tipos de interés más elevados y una apreciación del dólar han sido los principales

3. Evolución de los tipos de interés oficiales y en los mercados de dinero



3. Evolución de los tipos de interés oficiales y en los mercados de dinero (continuación)



Fuente: Banco Internacional de Pagos.
Datos medias mensuales.

instrumentos con los que las autoridades monetarias estadounidenses han contado para moderar la expansión de su demanda interna. A su vez, el empeoramiento de las perspectivas de inflación para el resto de los principales países que llevaba consigo la apreciación del dólar, junto al mantenimiento de los diferentes factores de carácter interno que ya habían iniciado el deterioro de dichas perspectivas, hicieron imposible la continuidad del carácter acomodaticio que presentaban hasta entonces sus políticas monetarias. La excepción la constituye, de nuevo, Japón, que no ha alterado sus tipos de interés oficiales, a pesar de la elevación que los tipos de mercado, tanto a corto como a largo plazo, han venido registrando en los últimos meses.

Por su parte, los ajustes realizados en los tipos de interés oficiales en los países comunitarios entre los meses de julio y agosto han respondido, fundamentalmente, a consideraciones de índole externa, aunque, en cualquier caso, no hacían sino refrendar el aumento de los tipos de interés de mercado a partir del mes de abril. Así, en Alemania, al final de estos ajustes, el tipo Lombard se ha situado en el 5 % como reflejo del proceso continuo de aumento de los restantes tipos de intervención: el de recompra se ha elevado en dos ocasiones hasta llegar al 4,25 % y el tipo de descuento ha alcanzado el 3,5 % a finales del mes de agosto. Por su lado, los tipos de interés de mercado a corto plazo se han situado por encima de los niveles existentes en 1985. Las razones se encuentran en la intensidad de la apreciación del dólar, que ha coincidido, además, con la debilidad intrínseca del marco, a pesar de la intervención parcialmente esterilizada realizada por el Bundesbank.

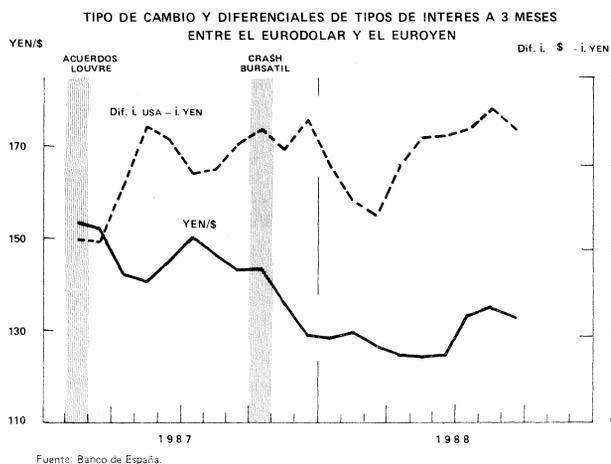
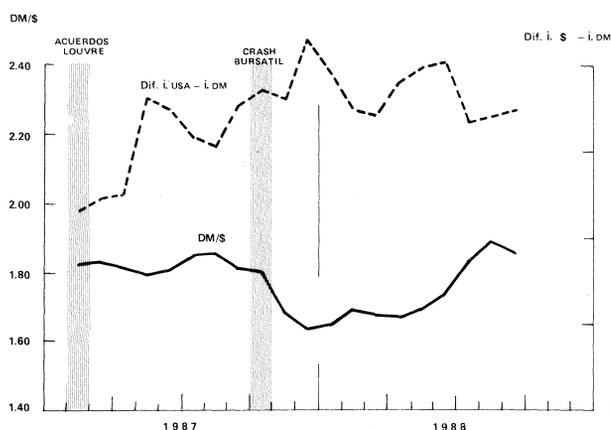
Por último, el Reino Unido presenta algunas características diferenciales en sus movimientos de tipos de interés, derivadas del mantenimiento del tipo de cambio de la libra esterlina frente al marco alemán como objetivo intermedio de su política monetaria. Baste señalar que, desde el 18 de mayo pasado, fecha de la última reducción adoptada del tipo de interés básico, se han producido ocho elevaciones consecutivas de este tipo hasta alcanzar el 12 % existente en la actualidad.

6.3. Tipos de cambio

En los meses transcurridos de 1988, el hecho más destacable ocurrido en los mercados cambiarios ha sido la detención del proceso de depreciación que el dólar había venido mostrando desde 1985. Después de la fuerte caída registrada a finales del año pasado, el dólar ha presentado en los primeros meses del

año actual un comportamiento más estable, conforme se ampliaban los diferenciales de interés a corto plazo. Como muestra el gráfico 4, los diferenciales de tipos de interés de los activos denominados en dólares han aumentado frente a los correspondientes en marcos alemanes y yen japoneses entre marzo y junio de 1988. Asimismo, en este período, el dólar se ha apreciado un 3,7 % respecto al marco alemán, un 2,7 % respecto al yen japonés y un 1,2 % frente a las diez principales divisas. Pero es a partir del mes de junio cuando el dólar comienza a mostrar una apreciación continua y generalizada frente a las principales divisas; proceso éste que parece comenzar coincidiendo con el comunicado de la reunión del Grupo de los Siete en Toronto el 19 de junio, por el que se confirma oficialmente la mejoría del ritmo de actividad económica en los principales países y se ratifica la política de estabilización cambiaria.

4. Tipo de cambio y diferenciales de tipos de interés a 3 meses entre el eudólar y el euromercado



Fuente: Banco de España.

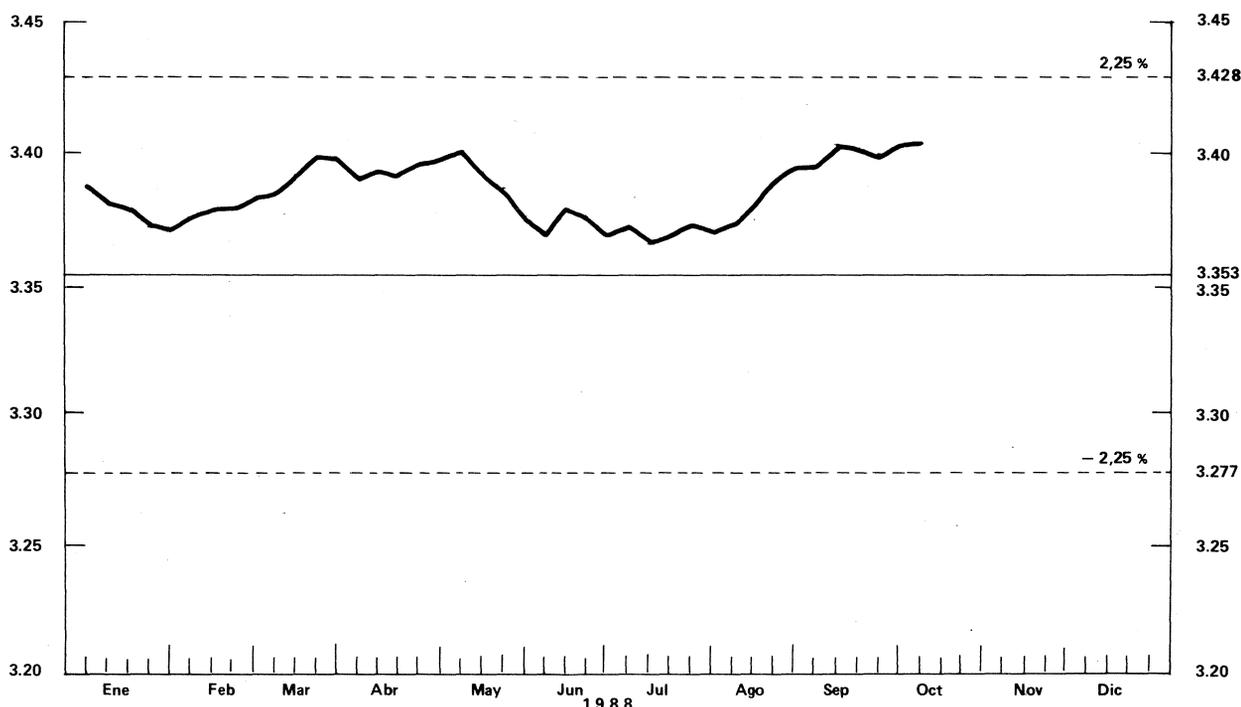
En estas circunstancias, la positiva valoración de la evolución del déficit comercial norteamericano, así como el continuo aumento de los tipos de interés de mercado en los Estados Unidos y las perspectivas de un mayor endurecimiento de la política monetaria en ese país como respuesta a los indicios inflacionistas, han llevado al dólar a alcanzar sus más elevadas cotizaciones en año y medio. En consecuencia, en el período comprendido entre junio y agosto, el dólar se ha apreciado un 10,6 % y un 6,5 % frente al marco alemán y el yen japonés, respectivamente, y un 6,5 % en términos efectivos frente a las principales divisas. La reacción posterior de los países europeos de elevar sus tipos de interés el pasado verano no ha impedido que el dólar haya continuado —de momento— su escalada, a pesar del estrechamiento de los diferenciales de interés correspondientes y de las continuas y cuantiosas intervenciones de los bancos centrales (incluida la Reserva Federal), cuyo importe se estima entre diez y doce mil millones de dólares.

Esta evolución alcista del dólar en los meses mencionados ha coincidido con una mejora significativa

del déficit comercial norteamericano que puede haber aumentado el optimismo acerca del futuro nivel de la moneda estadounidense y, por consiguiente, contribuido a su apreciación. Sin embargo, no es evidente que la cotización actual del dólar sea la adecuada para continuar la corrección de dicho déficit exterior, lo que puede plantear problemas futuros para la estabilidad de los mercados financieros y cambiarios internacionales.

Finalmente, hay que mencionar que, en la primera parte de 1988, el Sistema Monetario Europeo (SME) ha presentado una evolución relativamente estable. Únicamente cabe señalar en este período la existencia de ciertas tensiones especulativas en el mes de mayo asociadas al proceso electoral llevado a cabo en Francia y la subsiguiente aparición de rumores, luego no confirmados, de una devaluación del franco, tal y como queda reflejado en la cotización bilateral franco-marco representada en el gráfico 5. Tensiones, que pueden volver a reproducirse si el dólar pierde fortaleza, al acudir los capitales internacionales a refugiarse en el marco alemán en una mayor proporción que en el franco y las otras monedas del Sistema.

5. SME: Evolución del tipo de cambio del franco francés frente al marco alemán



Fuente: Banco de España.
Datos medias semanales.

7. CONCLUSIONES Y PERSPECTIVAS

Durante el primer semestre del año, la nota más característica de la evolución de las principales economías estuvo constituida por la fuerte expansión del ritmo de actividad, en un clima de contención de los precios y de relativa estabilidad de los mercados de cambios. Dos factores fundamentales propiciaron el comportamiento comentado: las reformas estructurales conseguidas por los países industriales en los últimos años y la puesta en práctica de políticas económicas más coordinadas a nivel supranacional.

En efecto, la reestructuración de sectores industriales tradicionales, la liberalización de los diversos mercados, los incentivos a la formación de capital y la reducción de los distintos déficit públicos han ido otorgando poco a poco una mayor flexibilidad al sistema económico, haciéndolo menos vulnerable y más resistente a las perturbaciones monetarias y reales. Por su parte, el establecimiento de unos objetivos de política económica consensuados por los principales países, dirigidos a corregir los desequilibrios existentes a nivel internacional, ha fomentado el clima de confianza necesario para impulsar el dinamismo de los diversos sectores productivos y de las distintas unidades de gasto. No obstante, el dilema planteado actualmente, tanto a nivel nacional como a nivel internacional, es cómo conseguir un mantenimiento de la expansión de la actividad económica que no comporte presiones inflacionistas.

Así, a lo largo del tercer trimestre de 1988, los indicadores disponibles apuntan hacia una ligera moderación del ritmo de crecimiento de la producción y de la demanda interna en el conjunto de países más desarrollados, tendencia que previsiblemente se mantendrá durante los últimos meses del año. La aparición de tensiones inflacionistas y el consiguiente endurecimiento de las políticas monetarias, el agotamiento de la fase expansiva que viene durando seis años, la plena utilización de la capacidad productiva en amplios sectores y las incertidumbres en cuanto al ritmo de crecimiento futuro se encuentran entre los factores que subyacen en la disminución del ritmo de actividad.

Como queda reflejado en el cuadro 13, donde están recogidas las últimas previsiones realizadas por el FMI para las principales variables macroeconómicas de los países industriales, las tasas de crecimiento del PIB y de la demanda interna se sitúan en el 3,8 % y 3,9 %, respectivamente, para el conjunto de 1988, con disminuciones sustanciales en relación a las registradas en la primera parte del año. Disminución que resulta especialmente significativa en las respectivas demandas nacionales, lo que puede con-

13. Principales datos macroeconómicos. Previsiones a corto plazo

	1988	1989
Producción: PNB/PIB real (a)		
Países industriales	3,8	2,8
Estados Unidos	3,9	2,7
Japón	5,8	4,2
Alemania	2,3	1,8
Francia	2,9	2,4
Italia	3,0	2,4
Reino Unido	3,2	2,2
Precios consumo (a)		
Países industriales	3,2	3,5
Estados Unidos	4,1	4,5
Japón	1,1	1,6
Alemania	1,2	2,3
Francia	2,5	2,5
Italia	4,9	5,0
Reino Unido	4,6	4,4
Balanza por cuenta corriente (b)		
Países industriales	-56,0	-59,2
Estados Unidos	-138,8	-134,7
Japón	78,1	81,3
Alemania	42,2	38,6
Francia	-3,1	-2,9
Italia	-2,8	-4,2
Reino Unido	-16,1	-17,2

(a) Tasas de variación en porcentaje.

(b) En miles de millones de dólares: (+) superávit, (-) déficit.

Fuente: World Economic Outlook, FMI. Agosto 1988.

ducir a un retroceso en el proceso de ajuste de los desequilibrios comerciales entre los diferentes países.

Por su parte, el déficit de la balanza por cuenta corriente para el conjunto de los países industriales se situará, en 1988, previsiblemente en 56 mil millones de dólares, unos 13 mil millones por encima del saldo registrado en el año 1987. Sin embargo, la ligera mejora del saldo estadounidense no compensará la disminución de los superávits de las balanzas japonesa y alemana ni la ampliación de los déficit del resto de los países considerados. En efecto, el déficit comercial y el saldo de la deuda externa norteamericana son tan abultados, que crecimientos razonables de las demandas internas del resto de los países industriales no consiguen más que reducciones del déficit norteamericano lentas, moderadas y sujetas a los vaivenes que introduce el temor de los distintos gobiernos a la aparición de tensiones inflacionistas. De hecho, para 1988 se espera un déficit por cuenta corriente estadounidense en el entorno de los 140 mil millones de dólares, cifra que no supone una reducción relevante con respecto a la del año anterior. Previsiblemente, el empeoramiento comercial, durante la segunda parte del año, se verá agravado por

el aumento del servicio de la deuda, derivado de las alzas sufridas por los tipos de interés a lo largo del año.

En cuanto al comportamiento de la inflación, las previsiones disponibles para el segundo semestre no apuntan hacia un aumento significativo y generalizado. Más bien, se espera un mantenimiento del ritmo de avance de los precios registrado durante el segundo trimestre del año en el continente europeo, y una ligera aceleración en los Estados Unidos, Japón e Inglaterra. Para el conjunto de países industriales, y teniendo en cuenta la evolución experimentada durante el primer semestre, la tasa de inflación prevista para el año 1988 implica una ligera aceleración, inferior al medio punto porcentual, en relación al año anterior. Y, si bien la aceleración no es muy importante cuantitativamente, sí parece manifestar, en cambio, los riesgos asociados con una expansión de las demandas nacionales en situaciones donde existen restricciones impuestas por la capacidad productiva.

En este contexto, cabe apuntar los escasos resultados obtenidos por los Estados Unidos en la reducción de su déficit público a lo largo de los meses transcurridos, tendencia que seguramente prevalecerá durante la última parte del año. La cuantía del déficit público americano incentiva la inflación, el déficit exterior y tiende a apreciar la cotización del dólar. Al tiempo, genera incertidumbres acerca de las cotizaciones de las principales divisas y resta credibilidad y eficacia a las políticas económicas, tanto del propio gobierno como del resto de los principales países. Todos estos efectos influyen sobre la inversión, e hipotecan las posibilidades de crecimiento futuro. En ausencia de una política decidida de recortes significativos del déficit público norteamericano, la coordinación internacional para estabilizar el valor del dólar o para impulsar las exportaciones americanas pierde gran parte de su significado.

De hecho, ante los escasos logros conseguidos por el gobierno estadounidense en la reducción del volumen de sus necesidades de financiación, y ante la aparición del riesgo inflacionista a lo largo del presente año, los principales países han diseñado unas políticas económicas para el año 1989 más acordes con sus intereses internos de reducción de los déficit públicos y de contención de los índices de precios. La prioridad otorgada a estos objetivos conducirá a una reducción de la tasa de crecimiento de la actividad económica, estimada por el FMI en un punto porcentual para el conjunto de países industriales. En este contexto, es cada vez más urgente la necesidad de que los Estados Unidos asuman un mayor

protagonismo en la corrección de sus desequilibrios exteriores, para evitar futuras recesiones o períodos inflacionistas, así como incertidumbres y turbulencias en los mercados de cambios internacionales.

18-X-1988.

La financiación de la economía

1. LOS DESEQUILIBRIOS FINANCIEROS

La evolución de los flujos financieros, en el período enero-agosto de 1988, se caracterizó por una acentuación de las tendencias fundamentales ya manifestadas en el año anterior. Así aparece en el cuadro 1, que recoge una estimación provisional de la distribución por sectores de los excedentes financieros. La elaboración de este cuadro presenta problemas muy considerables, derivados de la falta de información sobre la actividad de agentes relevantes, de la disparidad de las fuentes y de las dificultades de periodificación dentro de un ejercicio económico. Sin embargo, en él queda patente cómo, en los meses transcurridos del año en curso, continuó la erosión del saldo de la balanza por cuenta corriente, se produjo una cierta disminución de las necesidades de financiación del Estado y, finalmente, se registró un rápido deterioro del excedente del sector privado, que por primera vez desde 1980 requirió un flujo neto de financiación por parte del conjunto de los restantes sectores.

El principal factor determinante de esta evolución fue el rápido ritmo de crecimiento de la demanda interna y, particularmente, la del sector privado. La economía española viene sosteniendo, desde 1986, tasas de crecimiento mucho más elevadas que las de la mayor parte de los países desarrollados. El efecto negativo de esta situación sobre las cuentas exteriores fue muy mitigado, en años anteriores, por la mejora de la relación real de intercambio derivada de la caída del dólar y de los precios de los productos importados. Sin embargo, esta tendencia no se ha mantenido en 1988, determinando el cambio de signo de los flujos financieros exteriores y de las cuentas del sector familias y empresas, que pasó de ser proveedor de recursos a demandante neto por cantidades significativas. Estos cambios fueron, en

1. Estimación de la capacidad (+) de financiación

m.m.

	1987	ENE-AGO	
		1987	1988
1. Excedente global de la economía (a)	181	318	-19
2. Estado	-1.326	-739	-619
3. Empresas no financieras y familias	1.054	217	-570
<i>Variación de activos</i>	<i>5.064</i>	<i>2.279</i>	<i>2.624</i>
<i>Variación de pasivos</i>	<i>4.010</i>	<i>2.062</i>	<i>3.194</i>
4. Otros (b)	453	840	1.170

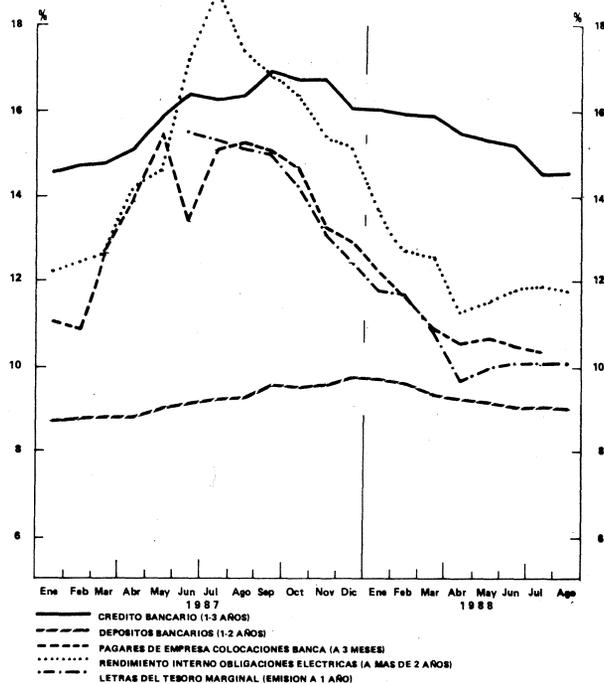
(a) Según registro de caja.

(b) Incluye los excedentes de las instituciones financieras, de otros organismos de las Administraciones Públicas diferentes del Estado, flujos no identificados y discrepancias estadísticas. Este dato se ha obtenido por diferencia, a partir de la identidad $1=2+3+4$.

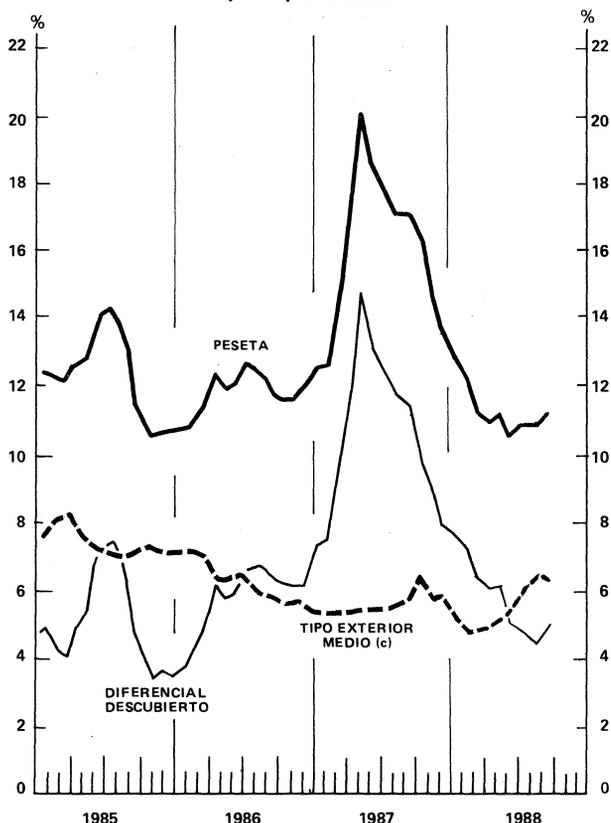
cierta medida, compensados por la reducción de las necesidades financieras del sector público, favorecida por el aumento de las rentas, que incidió de forma muy positiva sobre los ingresos públicos. Estos están registrando en 1988 muy elevadas tasas de aumento, y constituyen el principal factor de reducción del déficit, mientras que el gasto público continuó aumentando rápidamente.

A pesar del aumento de la demanda neta de fondos por parte del conjunto de los sectores residentes, los mercados financieros registraron, a lo largo de los primeros meses de 1988, una mayor estabilidad y un relajamiento progresivo de las tensiones que caracterizaron buena parte del año anterior. En este período se produjo una normalización gradual de las curvas de rendimiento por plazos y un acusado descenso de los tipos de interés (véase gráfico 1). Este proceso, así como su desigual incidencia en los distintos mercados —con pronunciadas caídas en los tipos de emisión de los títulos públicos y menores efectos en otros mercados, particularmente los de los instrumentos bancarios—, originó desplazamientos de magnitud considerable en la instrumentación de los flujos internos. Por su parte, las importantes entradas de capitales exteriores, que continuaron a pesar del descenso gradual de los diferenciales entre los tipos exteriores e interiores (véase gráfico 2), motivaron que, en los primeros meses de 1988, se reprodujeran, aunque con alguna menor intensidad, las tensiones apreciadoras de

1. Tipos de interés



2. Tipos de interés y diferenciales entre España y el exterior



- (a) Mercado interbancario. Depósitos a tres meses.
 (b) Mercado interbancario de Londres. Depósitos a tres meses. Tipo medio ponderado por la deuda exterior española de diciembre del año anterior.

la peseta. Así, a pesar del notable deterioro de la balanza por cuenta corriente, el Banco de España hubo de adquirir una cuantiosa cifra de reservas exteriores.

Este panorama de relajamiento gradual de las tensiones en los mercados comenzó a registrar cambios de cierta consideración a partir del mes de mayo. Los tipos de interés de los mercados monetarios tendieron a estabilizarse, en buena parte debido a la política monetaria más restrictiva aplicada en el resto de países desarrollados, donde comenzaban a registrarse más elevados ritmos de crecimiento y cundía la preocupación por un rebrote inflacionista. Ello, junto con las medidas de control de cambios, tendentes a restringir el endeudamiento exterior a corto plazo de las empresas, contribuyó a una disminución de las tensiones alcistas sobre la peseta. En el aspecto interno, la fuerte pulsación de la demanda y la evidencia creciente de una evolución más desfavorable de los precios, imponían una mayor cautela que, finalmente, y ya en el mes de septiembre, se tradujo en una elevación de un punto en los préstamos de regulación monetaria.

Los cambios más importantes en cuanto a la evolución de los flujos financieros en el período enero-agosto aparecen reflejados en el cuadro 2. En él destaca la apreciable moderación en el crecimiento de ALP. Dentro de este agregado, se registran un rápido avance de los tramos más líquidos (depósitos a la vista y de ahorro) y un notable retroceso de la adquisición de otros activos líquidos por parte del público. Este fenómeno, al que se dedicará más atención posteriormente, fue debido a un conjunto complejo de factores, entre los que cabe destacar, en primer lugar, el proceso de ajuste de la demanda de depósitos a la vista y de ahorro, subsiguiente a la liberalización de sus tipos de interés en 1987. Por otro lado, la más acusada caída, en términos relativos, de los tipos de emisión de los instrumentos del Tesoro, tendió a restringir el saldo de pagarés y letras mantenidos en firme por el público, y redujo el margen de las instituciones financieras para la realización de operaciones de cesión temporal de títulos públicos, al tiempo que acrecentaba el atractivo de los depósitos bancarios para los ahorradores.

En contrapartida, se registró una rápida expansión de las emisiones de pagarés de empresa y títulos de renta fija. Las emisiones de títulos a medio y largo plazo del Estado, potenciadas por el desarrollo del mercado de anotaciones en cuenta, fueron el principal instrumento de financiación del Tesoro. Por otra parte, las mayores empresas, ante la resistencia a la caída de los tipos bancarios, acudieron en mayor

medida a los mercados de valores, donde el descenso de tipos de los títulos públicos favorecía las colocaciones.

Sin embargo, la mayor parte de los flujos financieros se canalizó a través de los mercados crediticios internos. Ello fue debido, en cierta medida, a la utilización más intensa por el Tesoro del recurso al Banco de España (véase cuadro 4), derivada de la escasa aceptación de las emisiones de letras y pagarés a los tipos ofrecidos, pero, fundamentalmente, a la gran demanda de crédito del sector privado. Esta demanda fue particularmente intensa por parte de las unidades familiares y las empresas de menor tamaño, sin acceso a canales alternativos de financiación. Mientras la presión de estos agentes hizo posible el sostenimiento de los tipos activos bancarios, buena parte de las mayores empresas encontraron más ventajoso el recurrir a los mercados exteriores o a la emisión de títulos

Por lo que se refiere a los flujos financieros entre España y el resto del mundo, el cuadro 3 resume los aspectos básicos de la balanza de capitales, según el registro de caja. En él aparece, como rasgo más notorio, el descenso en la capacidad de financiación de nuestra economía, por un total superior a 300 m.m. con respecto al mismo período del año anterior. El saldo prácticamente equilibrado de la balanza de capitales encubre, sin embargo, diferencias sustanciales en cuanto a la distribución sectorial de los flujos financieros. Mientras que el sector privado captó un volumen cuantioso de fondos en los mercados exteriores, las reservas centrales experimentaron un aumento de 869 m.m.

El aumento de la posición deudora del sector privado se materializó tanto a través de las inversiones por parte de no residentes como de la toma de créditos exteriores. En cuanto a las primeras, las inversiones directas y en inmuebles continuaron aumentando a buen ritmo. Por el contrario, el flujo de inversiones en cartera registró un notorio retroceso (200 m.m. en 1988 frente a 400 m.m. en 1987), como consecuencia del tono más bajo del mercado de valores español y del clima de mayor prudencia entre los inversores institucionales a partir de la caída de las bolsas en octubre de 1987.

La apelación por las empresas españolas a los mercados crediticios exteriores registró un alza espectacular en los primeros meses del año. Las empresas de mayor tamaño, ante los elevados tipos de interés del crédito bancario interno y dada la limitada capacidad de captación de recursos en los mercados de valores, recurrieron con intensidad a los créditos exteriores a corto plazo. Sin embargo, y ya en el mes

2. La evolución de los flujos financieros (a)

m.m.

	1987	ENE-AGO	
		1987	1988
Activos líquidos del público	3.989	1.823	1.525
M1	1.086	92	642
M2	1.539	228	997
M3	1.780	685	1.235
Resto de ALP	2.209	1.138	290
Títulos monetarios	1.573	1.395	525
Emitidos por las AA.PP. (b)	1.650	1.171	30
Emitidos por las empresas	-77	224	495
Títulos de renta fija	331	657	983
Títulos de renta variable	911	448	633
Créditos de instituciones financieras	2.494	786	1.610
A Administraciones Públicas	-274	-404	266
A empresas y familias	2.768	1.190	1.344
Créditos exteriores	556	148	515
Otros pasivos de los sectores residentes	768	135	619

(a) Variación de pasivos de los sectores residentes (excluidas las operaciones interbancarias).

(b) Excluidos los títulos monetarios del Tesoro colocados en firme en el sector de familias y empresas.

de julio, este flujo de capitales exteriores disminuyó de forma radical, debido al progresivo estrechamiento de los diferenciales de interés entre los mercados exteriores e interiores y, también, a la imposición del requisito de autorización previa para la toma de créditos exteriores a plazos comprendidos entre uno y tres años.

El comportamiento del sector público con respecto a los mercados exteriores estuvo determinado por su pretensión de no incrementar los problemas en los mercados cambiarios y las necesidades de intervención del Banco de España. En el período considerado, el saldo neto de sus operaciones exteriores se mantuvo, tal y como recoge el cuadro 3, prácticamente invariable.

Por su parte, las instituciones bancarias moderaron su tendencia hacia la toma de fondos en el exterior, comportamiento en gran medida condicionado por el abaratamiento progresivo de los activos de caja provistos por el Banco de España a lo largo del período. Con todo, las entidades delegadas redujeron su posición al contado en divisas en unos 170 m.m., fondos que destinaron principalmente a la concesión de créditos en moneda extranjera a residentes (50 m.m.) y no residentes (90 m.m.).

Como contrapartida a las intensas entradas de capitales exteriores y dada la necesidad de contrarrestar las tensiones apreciadoras sobre la peseta, el Banco de España hubo de intervenir con asiduidad en los mercados de cambios, adquiriendo importantes cantidades de divisas. No obstante, las fases de mayor intensidad de este proceso tuvieron lugar en los primeros meses del año. A partir del verano,

la reducción de los tipos de interés internos y la elevación de tipos registrada en los mercados internacionales determinaron un cambio en la situación y el cese de la intervención del Banco de España en los mercados cambiarios.

2. LA FINANCIACION DEL ESTADO

En los primeros ocho meses de 1988 se registró una disminución sensible del déficit del Estado, debido, sobre todo, a la favorable evolución que mostraron los ingresos impositivos, cuyo crecimiento excedió las estimaciones presupuestarias. Los gastos, a excepción de los pagos de intereses, experimentaron un crecimiento más moderado, que se explica en buena medida por el apreciable retraso en la ejecución del presupuesto de las partidas de compras de bienes y servicios e inversiones reales. De hecho, con la incorporación de los datos del mes de septiembre, el déficit acumulado en 1988 se situó en niveles muy próximos a los del mismo período del año 1987.

En el período enero-agosto, la necesidad de endeudamiento neto del Estado ascendió a 619 m.m., en tanto que en el mismo período de 1987 dicha cifra se elevó a 739 m.m. Esta corrección del déficit del Estado, superior a la prevista, ha contribuido al mantenimiento de los agregados monetarios dentro de los objetivos y a la normalización de los mercados financieros, que se reflejó, principalmente, en el descenso y ordenación por plazos de los tipos de interés.

La comparación de las operaciones financieras del Estado entre 1987 y 1988 se ve dificultada por la reordenación contable derivada del cambio de naturaleza jurídica del crédito oficial y de la modificación de sus relaciones con el Estado. Ello supuso la cancelación de los 1.536,5 m.m. de saldo vivo a 31 de diciembre de 1987 de cédulas de inversiones emitidas por el Estado, que se transformaron en pasivos del crédito oficial y la anulación, por el mismo importe, de los activos financieros del Estado correspondientes a las dotaciones que éste había concedido a las instituciones oficiales de crédito. Por tanto, en el cuadro 4, que recoge los aspectos fundamentales de la financiación del Estado, los efectos de esta operación se presentan en cuentas separadas.

Excluyendo estas rúbricas, la variación de activos financieros durante el período enero-agosto del presente año se elevó a 427 m.m., frente a sólo 180 m.m. en los mismos meses del año anterior. De aquella cifra, 100 m.m. —como en 1987— se deben a la asunción por parte del Estado de deudas del INI, y el resto, 327 m.m., muestra la mayor participación

3. Movimientos exteriores de capital

	m.m.		
	1987	ENE-AGO	
		1987	1988
Total			
(Financiación neta otorgada (+) o recibida (-) por los sectores residentes)			
	181	318	-19
Sector privado	-1.218	-815	-966
Variación de activos financieros	61	36	141
Variación de pasivos financieros	-1.279	-851	-1.107
<i>Créditos</i>	-282	-84	-410
<i>Inversiones</i>	-997	-767	-697
Sector público	-65	-70	3
Instituciones bancarias (a)	-356	-255	-159
Variación de las reservas centrales	1.593	1.320	869
Ajustes y diferencias de valoración	227	138	234

(a) Incluye la variación de los saldos en pesetas convertibles del Banco de España.

4. Financiación del Estado

m.m.

	ENE-AGO		
	1987	1987	1988
1. Necesidad de endeudamiento neto (1=1b-1a)	1.326	739	619
1.a. Variación activos financieros	258	180	-1.110
<i>Modif. relación Estado-Cto. Oficial</i>	-	-	-1.537
<i>Resto de activos financieros</i>	258	180	427
1.b. Variación pasivos financieros	1.584	919	-491
<i>Modif. relación Estado-Cto. Oficial</i>	-	-	-1.537
<i>Resto de pasivos financieros</i>	1.584	919	1.046
2. Ajuste	267	241	81
3. Total financiación recibida del resto de los sectores (3=1+2=4 a 6)	1.593	980	700
4. Sistema crediticio y SMMD	1.036	851	786
<i>Banco de España</i>	394	811	65
<i>Resto</i>	642	40	721
5. Empresas no financieras y familias	520	119	-102
6. Sector exterior	37	10	16
PRO-MEMORIA:			
Financiación total concedida por el B.E.	-635	22	139
Recurso	-274	-404	266
Cartera en firme	554	1.102	-186
Cesiones temporales	-915	-676	59

del Estado en la financiación de empresas no financieras, a través de la adquisición de acciones y la concesión de créditos. Los pasivos financieros aumentaron en el período comentado en 1.046 m.m., frente a 919 m.m. en 1987.

El saldo neto de la variación de activos y pasivos financieros, como contrapartida del déficit del Estado, coincide y refleja la financiación neta recibida del resto de los agentes económicos. Sin embargo, cuando se trata de desglosar por sectores esta financiación es preciso incluir una partida de ajuste de relativa importancia, que altera los flujos (1). Así, si el

(1) Esta partida surge, en primer lugar, de la insuficiente información disponible para deslindar, durante el transcurso de un ejercicio, la financiación aportada y recibida por cada sector. En segundo lugar, existen discrepancias en los criterios de contabilización de los títulos públicos emitidos a descuento, según se incorporen a la variación de pasivos del Estado -valores efectivos- o a las carteras de los distintos agentes económicos -valores nominales-, surgiendo diferencias muy acusadas, según el período considerado, como consecuencia de los calendarios de emisiones y amortizaciones y las variaciones de los tipos de interés de los títulos correspondientes. Por ejemplo, la diferencia entre el valor nominal y efectivo de las emisiones netas de letras y pagarés del Tesoro fue en el período enero-agosto de 1987 de 103 m.m., mientras que en 1988 dicha diferencia es de signo contrario y asciende a -121 m.m. Por último, tanto las bruscas oscilaciones en las cuentas de recaudación de los impuestos en el sistema bancario a lo largo del año, como los flujos de financiación entre los distintos agentes de las administraciones públicas, introducen nuevas dificultades cuando, en un momento dado, se trata de sectorizar la información.

déficit financiero del Estado del período enero-agosto de 1988 disminuyó en 120 m.m. respecto al de 1987, con la introducción de la partida de ajuste, la financiación otorgada por los distintos sectores descendió de 980 m.m. en 1987 a 700 m.m. en 1988, es decir, en 280 m.m.

Con todo, el cuadro 4 refleja cumplidamente los cambios operados en 1988 en las relaciones financieras del Estado con el resto de los sectores económicos. La financiación concedida por el sistema crediticio cubrió en ambos años la parte fundamental de las necesidades del Estado, pero mientras en 1987 el Banco de España fue la fuente prioritaria, frente a una aportación mínima del resto del sistema crediticio, en 1988 la financiación ha descansado en éste, en tanto que la aportación del Banco de España ha disminuido drásticamente. En 1987 la financiación otorgada por el banco central hasta agosto ascendió a 811 m.m., en tanto que en 1988 ha alcanzado sólo 65 m.m. Por el contrario, los recursos aportados por el resto del sistema crediticio pasaron de 40 m.m., el año anterior, a 721 m.m., en el actual. Por otra parte, también experimentó un cambio sustancial el saldo de las operaciones financieras del Estado con el sector privado. Hasta agosto de 1987, éste había concedido financiación por 119 m.m., mientras que, en 1988, el sector privado recibió 102 m.m. por parte del Estado, reflejando este cambio, en alguna medida, el deterioro sufrido por el excedente del sector privado. Por último, cabe indicar que la financiación recibida del sector exterior se mantuvo en niveles mínimos, tal como ocurrió en 1987.

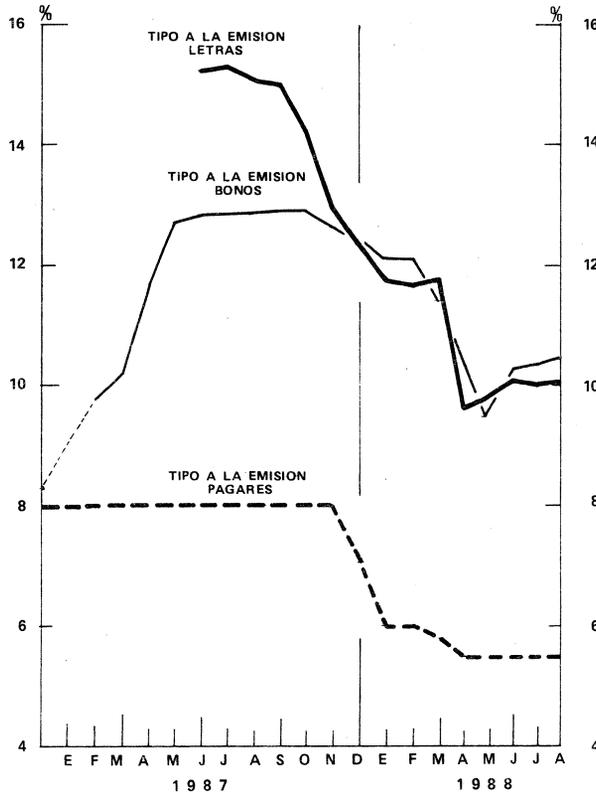
Estos rasgos genéricos del período comentado no deben ocultar que la financiación del Estado en el primer y segundo cuatrimestres discurrió por cauces distintos. En el primer cuatrimestre, las arraigadas expectativas de disminución de los tipos de interés permitieron la reactivación de las colocaciones de deuda fuera del Banco de España, favoreciendo el descenso del coste de la financiación pública y la tendencia al alargamiento de los plazos de la deuda viva. El sector privado, principalmente el financiero, se convirtió en la fuente fundamental de recursos para el Estado. Hasta el mes de abril, las emisiones netas de deuda pública negociable ascendieron a 708 m.m., pero el sistema crediticio -excluido el Banco de España- absorbió 889 m.m., el sector privado no financiero, 229 m.m., e incluso se colocaron 75 m.m. entre los no residentes, registrándose una disminución de la cartera del Banco de España de 485 m.m.

En el segundo cuatrimestre, de nuevo el Banco de España cobró un papel preponderante en la cobertura de las necesidades financieras del Estado. A lo largo del mismo, las emisiones de deudas del Estado

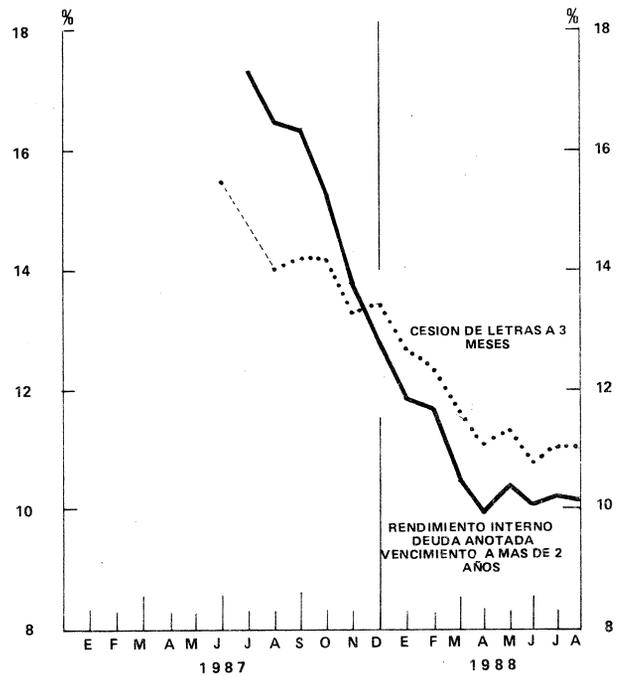
negociables fueron negativas por importe de 52 m.m., reduciéndose las tenencias de títulos públicos de todos los agentes económicos, a excepción del Banco de España, que aumentó su cartera en 291 m.m., al mismo tiempo que el saldo del recurso se incrementó en 343 m.m.

Estas alteraciones en el ritmo de colocación de los títulos públicos se debieron a la modificación de las expectativas del mercado sobre la evolución de los tipos de interés y al consecuente aumento de las remuneraciones exigidas por los distintos agentes. Hasta finales del mes de abril, la curva de rendimientos por plazos presentaba una pendiente suavemente negativa, reflejando la existencia de expectativas a la baja para los tipos a más corto plazo. A partir de esas fechas, al no producirse el esperado descenso del tipo marginal de la subasta de préstamos del Banco de España, comenzó a registrarse un cambio en las expectativas del mercado. La estructura de los tipos de interés pasó a tener pendiente positiva en el mercado interbancario, reduciéndose drásticamente las posibilidades de financiación del Estado a los tipos existentes en aquellos momentos (letras del Tesoro a un año, 9,72 %,

3. Tipos de interés. Mercados primarios de Deuda Pública



4. Tipos de interés. Mercados secundarios de Deuda Pública



bonos del Estado a tres años, 10,38 %, y préstamos de regulación monetaria del Banco de España, 11 %). Se produjo una disociación entre los tipos de emisión del Tesoro y los precios del mercado interbancario, con agudas repercusiones en los mercados de deuda. La autoridad monetaria, con el fin de evitar una situación de conflicto entre la política monetaria y la financiación del déficit público y para facilitar la renovación de los fuertes vencimientos pendientes de letras y pagarés, procedió posteriormente a reajustar sus tipos de interés, llevando a cabo reducciones en el tipo marginal de la subasta de préstamos y en las cesiones de letras a tres meses. Al mismo tiempo, el Tesoro elevó ligeramente los tipos de emisión de las letras del Tesoro y de los bonos del Estado. A finales de agosto y en los primeros días de septiembre, los tipos pagados eran los siguientes: préstamos de regulación, 10,375 %, letras del Tesoro a un año, 10,5 %, y bonos del Estado a medio plazo, 10,7 %, con lo que se restableció la pendiente positiva de la curva de rendimientos por plazos.

Respecto a la evolución del mercado primario de deudas negociables en el período enero-agosto (véase cuadro 5), se observa que los pagarés del Tesoro siguieron perdiendo importancia en la financiación pública, superando las amortizaciones a las emisiones brutas en 603 m.m. Las letras del Tesoro continuaron, en cambio, aumentando su saldo en

circulación y sustituyendo progresivamente a los pagarés, aunque su volumen de emisiones en el período considerado, 456 m.m., fue sensiblemente inferior al del mismo período del año anterior. Como se ha indicado anteriormente, a partir de finales de abril, la exigencia de una mayor remuneración por los suscriptores creó problemas en varias subastas, en las cuales no se llegó a renovar el volumen de títulos que vencían. Las emisiones de bonos del Estado a tres años, protagonistas del mercado en la primera parte del período, registraron hasta agosto un volumen de emisiones netas de 803 m.m., muy similar al del año anterior.

A lo largo de 1988 los mercados secundarios de deuda pública anotada han cobrado un extraordinario impulso, tal como puede observarse en el cuadro 6, registrándose importantes volúmenes de negociación en el mercado entre titulares de cuentas y en el mercado con terceros, y tanto para las operaciones con pacto de recompra como para las realizadas a vencimiento. Al mismo tiempo, ha proseguido la incorporación de títulos de deuda a medio y largo plazo a la Central de Anotaciones. A finales de agosto, el saldo vivo anotado de este tipo de deuda alcanzó los 3.014 m.m., un 85 % del total en circulación. Las letras del Tesoro constituyeron el valor más activamente negociado, con 68,3 billones del total de los 99,6 billones intercambiados, como corresponde a la preeminencia adquirida por este instrumento en la política de deuda pública y como instrumento para la ejecución de la política monetaria. No obstante, también fue muy activa la negociación con deuda a medio y largo plazo, sobre todo en las operaciones a vencimiento. Las cifras del cuadro 6 ponen de manifiesto la vitalidad adquirida por el mercado secundario de deuda anotada con repercusiones favora-

5. Mercado primario de deudas negociables

m.m.

	1987	ENE-AGO	
		1987	1988
TOTAL EMISIONES NETAS	2.252	1.774	655
Letras del Tesoro (a)	2.538	1.461	456
Emisiones brutas	2.738	1.461	2.161
Amortizaciones	200	-	1.705
Pagarés del Tesoro (a)	-631	-418	-603
Emisiones brutas	3.314	1.742	2.483
Amortizaciones	3.944	2.160	3.086
Deudas negociables a medio y largo plazo (b)	346	731	803
Emisiones brutas	1.038	844	872
Amortizaciones	693	113	70

(a) Valores nominales.

(b) No incluye deudas asumidas.

6. Mercado secundario de deuda anotada

Volúmenes contratados (a)

m.m.

	1987	ENE-AGO	
		1987	1988
Entre titulares de cuentas			
Pagarés del Tesoro			
A vencimiento	780	562	364
Operaciones dobles	23.081	16.686	13.133
Letras del Tesoro			
A vencimiento	477	116	859
Operaciones dobles	7.850	2.102	15.528
Deuda a medio y largo plazo			
A vencimiento	129	5	3.797
Operaciones dobles	916	243	1.307
Con terceros			
Letras del Tesoro			
A vencimiento	514	157	779
Operaciones dobles	14.299	2.516	51.156
Deuda a medio y largo plazo			
A vencimiento	209	16	838
Operaciones dobles	2.541	443	11.832

(a) Los importes de las operaciones a vencimiento son valores nominales, y los de operaciones dobles son valores efectivos.

bles en la liquidez de los títulos y en la transparencia de los tipos de interés de las operaciones.

Por último, hay que señalar que no se dispone de información completa sobre la evolución de los activos y pasivos financieros de las otras Administraciones Públicas distintas del Estado, por lo que no es posible pronunciarse sobre la evolución de sus necesidades financieras en los meses transcurridos del año. Los datos disponibles, que se refieren fundamentalmente a la evolución de las emisiones de títulos, créditos recibidos por el sistema crediticio y cuentas de depósitos en el mismo, apuntan hacia una evolución más favorable en el período enero-agosto de 1988 que en el mismo período del año anterior.

3. LA FINANCIACION DEL SECTOR PRIVADO

La información disponible sobre las operaciones financieras de las empresas y las familias muestra un claro reforzamiento de la tendencia hacia la reducción del excedente del sector, que viene siendo percibida desde comienzos de 1987. En el período enero-agosto del año 1988, el sector tuvo unas necesidades netas de financiación estimadas en 570 m.m., lo que supone un empeoramiento en sus cuentas financieras de 787 m.m. con respecto al mismo período del año anterior (véase cuadro 7).

Tal estimación probablemente magnifica el desequilibrio financiero de las familias y las empresas, debido a la aparición, en los meses de verano, de variaciones estacionales considerables en los saldos de la riqueza financiera del público. Sin embargo, el deterioro de la situación financiera del sector refleja, en lo fundamental, los efectos del fuerte ritmo de crecimiento de la demanda privada de bienes de consumo y de inversión, que tuvo su contrapartida en el empeoramiento del saldo de las transacciones con el resto del mundo.

Como puede observarse en el cuadro 7 esta caída de la capacidad financiera se hizo manifiesta en las operaciones con todos los sectores restantes. El flujo neto de financiación concedida a las instituciones financieras se redujo en 290 m.m.; las empresas y familias pasaron de prestamistas a prestatarias netas con respecto al sector público, que, como consecuencia, se vio impelido a acudir en mayor medida al sistema crediticio para cubrir sus propias necesidades de recursos; por último, el sector privado incrementó de forma considerable su apelación a los mercados exteriores.

7. Financiación del sector privado

	m.m.		
	1987	ENE-AGO	
		1987	1988
1. CAPACIDAD (+) DE FINANCIAC. (1=2-3)	1.054	217	-570
Frente a:			
Sistema crediticio y SMMD	1.630	854	564
Sector público	608	162	-125
Sector privado	0	0	0
Sector exterior	-1.209	-809	-968
Sin clasificar	24	12	-41
2. VARIACION DE ACTIVOS FINANCIEROS	5.064	2.279	2.624
Emitidos por:			
Sistema crediticio y SMMD	4.380	1.937	2.250
Sector público	742	277	75
Sector privado	-127	25	160
Sector exterior	68	42	140
3. VARIACION DE PASIVOS FINANCIEROS	4.010	2.062	3.194
Colocados en:			
Sistema crediticio y SMMD	2.750	1.083	1.686
Sector público	134	115	200
Sector privado	-127	25	160
Sector exterior	1.277	851	1.107
Sin clasificar	-24	-12	41
PRO-MEMORIA (%)			
Total activos financieros (a)	15,4	8,2	8,2
ALP (a)	14,2	13,5	10,2
Total pasivos financieros (a)	13,6	8,6	11,7
Crédito interno (a)	14,5	12,6	14,0

(a) Tasa anual de variación.

8. Sector privado

(Variación de pasivos frente a instituciones financieras)

	m.m.	
	ENE-AGO	
	1987	1988
TOTAL	1.083	1.686
Créditos	1.190	1.344
Títulos de renta fija	-92	-28
Títulos de renta variable	22	308
Títulos monetarios	-37	62

El aumento de los pasivos financieros del sector, en el período enero-agosto de 1988, alcanzó el 11,7 % en tasa anual, frente al 8,6 % registrado en el mismo período de 1987.

Aunque el conjunto de las inversiones extranjeras experimentó un cierto avance, el aumento de la captación de recursos en el exterior reflejó, especialmente, un creciente recurso a la obtención directa de préstamos en los mercados internacionales por parte de un conjunto reducido de grandes empresas. Este fenómeno se vio alentado por los menores tipos de interés exteriores y las perspectivas de estabilidad del tipo de cambio de la peseta. La posición favorable que estos prestatarios ocupan en los mercados internos les permitió, además, emitir un total de 223 m.m. en títulos de renta fija, cifra muy superior a la del año pasado, a unos tipos de interés decrecientes (véase gráfico 1).

A pesar de esta tendencia a la desintermediación por parte de las grandes empresas, los tipos de interés activos de la banca mostraron una cierta insensibilidad a la baja.

El proceso de reducción de tipos de las entidades bancarias ha resultado ser menos intenso que el registrado en los mercados no bancarios. Con independencia de las razones que, sin duda, existen desde el lado de la oferta, el fuerte tirón de la demanda crediticia, proveniente del grupo de agentes privados sin acceso a los mercados de valores ni a los exteriores, constituyó el factor principal de sostenimiento de los tipos del crédito a unos niveles medios elevados. La fuerte demanda de crédito para la adquisición de bienes de consumo duradero y de vivienda por parte de las familias y el crédito a las medianas y pequeñas empresas estuvieron en el origen del empeoramiento del saldo financiero del sector privado frente al conjunto de instituciones financieras (véase cuadro 8).

Por lo que se refiere a la instrumentación del crédito, continuaron existiendo fuertes diferencias ins-

trumentales. Así, la clientela tradicional de las cajas de ahorro está constituida por agentes poco sensibles a los tipos de interés, lo que unido a la estabilidad del coste del pasivo para estas entidades dio lugar a una posición predominante de las cajas en las operaciones activas a tipos de interés fijo, si bien las realizadas a tipo variable por estas entidades alcanzaron los 170 m.m. (véase cuadro 9). Sin embargo, la banca privada, enfrentada a una demanda más sensible a tipos, trasladó en mayor medida a la oferta de crédito las condiciones vigentes en otros mercados, lo cual se tradujo en la recomposición de su balance mediante la extensión de la indicación de los tipos de interés a un volumen creciente de las nuevas operaciones.

Por último, hay que destacar el importante volumen de financiación concedida por el sistema crediticio al sector privado a través de la adquisición de títulos de renta variable (véase cuadro 8). Este fenómeno estuvo relacionado con la disminución del flujo de inversiones extranjeras en cartera y, sobre todo, con el proceso de reordenación del sistema bancario. La constitución de posiciones defensivas por parte de algunos bancos ante posibles ofertas de adquisición y la toma de decisiones estratégicas acerca de la estructura más conveniente para el mantenimiento de un status de banca universal, por parte de otros, se tradujeron en la compra de sociedades de cartera y en un reforzamiento de la participación bancaria en empresas no financieras.

Por su parte, la adquisición de activos financieros por parte del sector privado se mantuvo en límites moderados (véase cuadro 7). Las instituciones financieras fueron receptoras del 86 % de los recursos colocados por el sector privado en el período de referencia. El resto se dirigió, predominantemente, a financiar a las empresas no financieras y al sector exterior, mientras que el flujo de recursos hacia el sector público experimentó un sensible retroceso.

9. Sector privado

(Crédito recibido del sistema bancario)

m.m.

	ENE-AGO	
	1987	1988
TOTAL	1.190	1.344
A tipo fijo	1.156	631
de bancos	428	38
de cajas	569	572
de cooperativas	158	21
A tipo variable	34	712
de bancos	-25	542
de cajas	60	170

Como puede observarse en el cuadro 2, los activos líquidos en manos del público, a pesar de moderar su tasa de crecimiento, absorbieron una parte creciente de la riqueza financiera del sector. Dentro de este agregado, los agentes mostraron una acusada preferencia por los depósitos incluidos en las definiciones más estrechas de dinero, tales como M1 y M2, en detrimento de instrumentos, como las cesiones temporales, que en años precedentes habían alcanzado un desarrollo espectacular. Tal comportamiento, al que ya se ha hecho referencia, se explica por la mejora relativa de la rentabilidad de los depósitos a la vista y a plazo, tras su liberalización en 1987. En contraposición, la caída de los tipos ofrecidos por los títulos a corto emitidos por el Estado motivó una apreciable disminución de la financiación concedida al sector público.

La compra de activos emitidos por el propio sector privado se inclinó preferentemente hacia las posiciones más líquidas. Este fenómeno no es ajeno a la mayor remuneración de los títulos monetarios privados en comparación con las alternativas más próximas ofrecidas por el Tesoro. El consiguiente trasvase de recursos se tradujo en la compra de pagarés de empresa y transferencias de créditos por un importe estimado de 433 m.m.

En cuanto los valores a más largo plazo, las familias y empresas mostraron una acusada preferencia por los títulos de renta fija, en tanto que se registró una notable desinversión en renta variable. Así, las acciones redujeron su participación en las carteras privadas en un importe aproximado de 440 m.m., mientras que la adquisición neta de valores de renta fija privados ascendió a 167 m.m. Ambas trayectorias se encuentran relacionadas entre sí y con el proceso de acumulación de acciones por las entidades financieras apuntado más arriba. La oferta de títulos de renta fija, con una remuneración atractiva y, en muchos casos, con cláusulas de convertibilidad en acciones del emisor, fue absorbida por las empresas y familias como alternativa a la renta variable.

Por último, pudo advertirse un aumento considerable en la compra de activos frente al resto del mundo, relacionado con la liberalización, a comienzos de 1987, de las inversiones en el exterior por parte de residentes. La disminución operada en los diferenciales entre tipos de interés internos y externos alentó este proceso, que en 1987 se vio coartado por la rentabilidad mucho más elevada de los instrumentos financieros denominados en pesetas frente a la que se podía obtener en otros mercados internacionales.

21-X-1988.

Activos y pasivos exteriores de España

En este trabajo, realizado por Pedro Abad y Diego González, del Servicio de Estudios, se pretende resaltar el valor de las estadísticas de activos y pasivos financieros frente al exterior que el Banco de España publica anualmente, desde 1982, como parte de las Cuentas Financieras de la Economía Española, incluidas en el Apéndice Estadístico del Informe Anual. También se presentan los cuadros-resumen (con datos a fin de año del período 1970-1987), que se propone se publiquen mensualmente en el Boletín Estadístico complementando los actuales cuadros de Reservas y Deuda Exterior, conceptos que siguen siendo válidos como un indicador de la liquidez exterior de una economía. Igualmente se describe la metodología utilizada (ámbito conceptual procedimiento de elaboración y fuentes estadísticas) y se realiza un breve comentario sobre la posición exterior neta de la economía española, en el que destaca la favorable evolución de la posición deudora en los últimos años.

1. AMBITO CONCEPTUAL

Los activos y pasivos financieros frente al exterior (en adelante, activos y pasivos exteriores) se integran en el marco conceptual de las cuentas financieras, de flujos y stocks, de la economía española que elabora el Banco de España. Su ámbito es más amplio que las reservas exteriores y la deuda exterior, utilizados comúnmente como un indicador de la liquidez exterior, y reflejan con mayor precisión la posición acreedora/deudora de la nación frente al exterior. Incluyen la totalidad de los instrumentos financieros en los que se materializan las posiciones activas y pasivas entre residentes y no residentes. Es evidente que no todos tienen el mismo grado de liquidez, exigibilidad o riesgo.

La clasificación de las operaciones financieras, la sectorización de los agentes económicos y los criterios de valoración en que se basan las cuentas financieras satisfacen, en la medida de lo posible, las normas teóricas contenidas en los manuales internacionales de referencia (1) adaptadas, como es obvio, a las peculiaridades del sistema financiero español y a las disponibilidades de información existentes.

1.1. Sectorización

El cuadro 1 del *Apéndice estadístico* recoge un resumen por sectores institucionales de los cuadros de

(1) Principalmente «Sistema de Cuentas Nacionales de las Naciones Unidas (SNA)» y «Sistema Europeo de Cuentas Económicas Integradas (SEC)», este último en mayor medida, como consecuencia de la necesaria homogeneización de la información estadística en el actual contexto de integración europea.

activos y pasivos exteriores del *Informe Anual*. Los agentes económicos, al igual que en el resto de las cuentas financieras, se agrupan en: a) Instituciones Financieras, que incluye al Banco de España, sistema bancario (formado por bancos, cajas y cooperativas), crédito oficial, las Sociedades Mediadoras del Mercado de Dinero y las empresas de seguros; b) Administraciones Públicas, que incluye, en estos cuadros, al Estado y a los Entes Territoriales (Comunidades Autónomas y Corporaciones Locales) y, por último, c) Empresas no Financieras y Familias, que comprende el resto de las unidades residentes entre las que se encuentran tanto unidades públicas (organismos autónomos, comerciales e industriales y las empresas públicas constituidas en forma de sociedad) como privadas, además de otras instituciones financieras de escasa importancia en cuanto a sus activos y pasivos exteriores y que, por el momento, no están incluidas dentro del sector Instituciones Financieras (1).

Por último, conviene señalar que la delimitación del sector exterior se realiza en base a la residencia de los agentes y no de su nacionalidad o de quien tenga la titularidad de su capital.

1.2. Clasificación de las operaciones

En los cuadros 2.a y 2.b del *Apéndice Estadístico* los activos y pasivos exteriores se agrupan en función del criterio de liquidez según las siguientes rúbricas: 1) Oro, Derechos Especiales de Giro, la posición neta en el FMI y la posición en el FECOM; 2) Efectivo y otros depósitos transferibles en moneda extranjera; 3) Efectivo y otros depósitos transferibles en pesetas; 4) Otros depósitos (en pesetas y en moneda extranjera); 5) Títulos del mercado monetario; 6) Títulos de renta fija negociables; 7) Títulos de renta variable; 9) Créditos (incluye inversiones en inmuebles); y 11) Otros.

De acuerdo con los manuales internacionales de contabilidad nacional, las inversiones exteriores en inmuebles se incluyen dentro de la rúbrica de créditos. Para ello, se hace la ficción de que la unidad no residente adquirente concede un crédito a una unidad residente ficticia a la que se imputa la realización de la inversión.

2. PROCEDIMIENTO DE ELABORACION

En las cuentas de activos y pasivos exteriores se recopila la información sobre la posición exterior

(1) La asignación en este sector de los organismos autónomos y las empresas públicas se debe a su función económica «producir bienes y servicios destinados a la venta» y es independiente de su forma jurídica o de la titularidad de su capital.

procedente de distintas fuentes y se clasifica según la naturaleza de las operaciones. Es evidente que el procedimiento de elaboración está condicionado por las fuentes estadísticas disponibles. Los principales problemas que se plantean se refieren a la ausencia de información para algunos conceptos en términos de saldos, la falta de homogeneidad en las valoraciones, y, en general, en la difícil conciliación de fuentes estadísticas de ámbito diverso que, además, se apoyan en criterios de contabilización diferentes.

Los criterios de valoración (véase esquema 1), en especial de las carteras de títulos y de las operaciones en moneda extranjera de las instituciones financieras, están establecidos con finalidades distintas de la elaboración de cuentas financieras. Estos criterios normalmente responden al principio contable de «prudencia valorativa», de modo que las revalorizaciones de los activos producidas por la apreciación de la moneda en la que estén denominados o el aumento de la cotización de un título en bolsa no se contabilizan hasta su realización.

Evidencia la existencia de lagunas de información el que no existe un censo actualizado de inversiones extranjeras en España (participaciones en empresas, títulos de renta variable y fija e inmuebles), ni de España en el exterior (1) y el que tampoco se dispone de una estimación fiable de los créditos concedidos al exterior por el sector privado no financiero.

2.1. Determinación de los activos exteriores

Como puede verse en los cuadros 3.a y 3.b del *Apéndice Estadístico*, los activos exteriores están constituidos por: a) las reservas centrales, que se componen del oro (del Banco de España y del Estado), los Derechos Especiales de Giro asignados y adquiridos, la posición neta en el FMI y en el FECOM y las divisas convertibles, b) otros activos netos del Banco de España que incluye, por el neto, situaciones pendientes de liquidación en moneda extranjera, diversos créditos, actualmente cancelados, concedidos por el Banco de España a países en desarrollo con el aval del Estado, depósitos recibidos en moneda extranjera y otros activos y pasivos a largo plazo; c) el efectivo y depósitos del sistema bancario, que incluye los billetes extranjeros y los depósitos, de cualquier tipo, en pesetas y en moneda extranjera, del sistema bancario en bancos no residentes; d) la adquisición por residentes de títulos de renta fija emitidos en moneda extranjera en el exterior y

(1) La DGTE está trabajando en la actualidad en un censo de inversiones directas y de cartera españolas en el exterior. En 1977 elaboró el correspondiente a las inversiones extranjeras en España, sin que desde entonces se haya revisado y actualizado.

Esquema 1: criterios de valoración y fuentes estadísticas (a)

Conceptos	Criterios de valoración	Fuente	Publicación en el Boletín Estadístico del Banco de España
ACTIVOS EXTERIORES			
Reservas centrales	Tipo de cambio convencional	Balance del Banco de España	Capítulo I (valorado en pts.) Capítulo XX (valorado en \$)
Otros activos netos del Banco de España	Valor contable	Balance del Banco de España	Capítulo I
Depósitos del sistema bancario	Tipo de cambio de fin de período	Balance del sistema bancario	Capítulos II a V
Títulos de renta fija	Acumulado de flujos en \$ y conversión en pesetas con el tipo de cambio de fin de período	Registro de Caja (b)	Capítulo XX
Títulos de renta variable	Acumulado de flujos en \$ y conversión en pesetas con el tipo de cambio de fin de período	Registro de Caja (b)	Capítulo XX
Créditos concedidos por:			
Crédito oficial	Valor contable	Balance del crédito oficial	Capítulo VI
Empresas no financieras y familias		Registro de Caja (b)	Capítulo XX
Créditos comerciales	Acumulado de flujos en \$ y conversión en pesetas con el tipo de cambio de fin de período		
Créditos financieros	Acumulado de flujos en pesetas		
Inversiones en inmuebles	Acumulado de flujos en \$ y conversión en pesetas con el tipo de cambio de fin de período	Registro de Caja (b)	Capítulo XX
PASIVOS EXTERIORES			
Deuda exterior	Tipo de cambio comprador de fin de período	Estadísticas de la Deuda Exterior	Capítulo XX
Derechos especiales de giro asignados y créditos del FMI	Tipo de cambio convencional	Balance del Banco de España	Capítulo I (valorado en pts.) Capítulo XX (valorado en \$)
Depósitos del sistema bancario	Tipo de cambio de fin de período	Balance del sistema bancario	Capítulos II a V
Títulos de renta fija	Acumulación de flujos en pesetas	Registro de Caja (b)	Capítulo XX
Títulos de renta variable	Acumulación de flujos en pesetas	Registro de Caja (b)	Capítulo XX
Inversiones en inmuebles	Acumulación de flujos en pesetas	Registro de Caja (b)	Capítulo XX

(a) Según la presentación de los cuadros 3 y 4.

(b) Los flujos del registro de caja se valoran con el tipo de cambio medio decenal.

de títulos emitidos en pesetas por organismos internacionales en España; e) títulos de renta variable, donde se incluyen las inversiones directas, inversiones en cartera y otras formas de participación en empresas; f) los créditos comerciales y financieros concedidos a no residentes por el sistema bancario, el crédito oficial (principalmente los créditos del Fondo de Ayuda al Desarrollo, FAD) y las empresas no financieras, y, por último, g) las inversiones en inmuebles.

De las rúbricas correspondientes a las reservas centrales, otros activos netos del Banco de España, el efectivo y depósitos del sistema bancario y los créditos comerciales y financieros concedidos por el sistema bancario y el crédito oficial existe información en términos de saldos procedente de la contabilidad de las instituciones financieras. Sin embargo, en ausencia de un censo de inversiones españolas en el exterior, las rúbricas correspondientes a la adquisición de títulos de renta fija, renta variable e inversiones en inmuebles se han estimado, provisionalmente, a partir del Registro de Caja, por acumulación de los importes en dólares de los conceptos correspondientes y, posteriormente, convirtiendo el saldo a pesetas. Las limitaciones de este procedimiento, que también se ha utilizado para los créditos concedidos al exterior por las empresas no financieras, son evidentes y plantea importantes dudas en cuanto a las diferencias que sobre las cifras así obtenidas pueden originarse por revalorización de las inversiones, reinversión de beneficios, saneamiento de los créditos fallidos y las variaciones del tipo de cambio.

2.2. Determinación de los pasivos exteriores

Como muestran los cuadros 4.a y 4.b del *Apéndice Estadístico*, los pasivos exteriores son un concepto más amplio que la deuda exterior. Este último concepto es una aproximación a los pasivos exigibles «netos» en moneda extranjera e incluye pasivos en moneda extranjera y pesetas convertibles materializados en créditos y títulos, normalmente negociables, que suponen la obligación de pago de intereses y la devolución del principal de acuerdo a un plan previsto de amortización. Parte de esta deuda tiene como prestamista al sistema bancario residente (deuda intermediada), que debe captar recursos en moneda extranjera por un importe equivalente. La caracterización de estos pasivos como «netos» se debe a que la deuda intermediada incluye gran parte del crédito a residentes en moneda extranjera (excepto los créditos a corto plazo para financiación de exportaciones e importaciones y los créditos a largo plazo para financiación de exportaciones), que es, de hecho, el saldo neto entre los recursos captados en

moneda extranjera por el sistema bancario y los créditos/depósitos concedidos en moneda extranjera al exterior. Hay que señalar que no todos los depósitos recibidos en moneda extranjera son realizados por unidades no residentes, ya que determinados residentes pueden abrir cuentas en divisas (1), recursos que lógicamente no están incluidos entre los pasivos exteriores. En suma, de acuerdo con el esquema contable de las cuentas financieras, los pasivos exteriores del sistema bancario incluyen la totalidad de los recursos en moneda extranjera que captan en el exterior, entre los que se encuentran los recursos que financian el crédito a residentes en moneda extranjera (deuda intermediada), que aparece como un pasivo del prestatario último (Estado, INI, RENFE, etc.) frente al sistema bancario y no como un pasivo del sector residente frente al exterior.

En resumen, los pasivos exteriores incluyen: a) la deuda exterior; b) los Derechos Especiales de Giro asignados por el FMI; c) los recursos captados en el exterior por el sistema bancario en pesetas y en moneda extranjera, excepto la parte colocada en el interior ya incluida en la deuda exterior; d) los títulos de renta fija emitidos en pesetas adquiridos por no residentes; e) los títulos de renta variable; y f) las inversiones en inmuebles.

Las rúbricas correspondientes a la adquisición de títulos de renta fija y títulos de renta variable e inversiones en inmuebles se han obtenido, al igual que en los activos, acumulando los importes del Registro de Caja; este procedimiento adolece de los límites ya reseñados.

2.3. Presentación de cuadros mensuales

Los cuadros 3.a, 3.b, 4.a y 4.b del *Apéndice Estadístico* a esta nota se pretenden publicar próximamente en el *Boletín Estadístico* con periodicidad mensual. Estos cuadros son la base de los activos y pasivos exteriores del *Informe Anual* (2), en los que la información se presenta más desagregada e integra información complementaria procedente de otros sectores. Aunque con periodicidad mensual no se puede llegar tan lejos, la aproximación que aquí se presenta es perfectamente válida para el análisis.

(1) La circular 9DE/1979 señalaba expresamente al personal diplomático debidamente acreditado en el extranjero, compañías de seguros y agencias de viajes. Esta lista se ha ampliado recientemente a las empresas exportadoras, entre otras, en virtud del R.D. 380/1988, y Resolución de la DGTE de 10 de mayo de 1988.

(2) Las diferencias que puedan existir en los totales se deben al subsector de empresas de seguros, del cual no se dispone de información mensual, y a redondeos.

En los cuadros del *Informe Anual*, los epígrafes de títulos del mercado monetario, títulos de renta fija y títulos de renta variable carecen de información propia para el sector de Empresas no Financieras y Familias, por lo que se obtienen residualmente una vez deducido del total el importe del resto de los sectores que son conocidos. Este procedimiento de elaboración resalta la necesidad de unificar los criterios de valoración, ya que, de otro modo, el sector de Empresas no Financieras y Familias estaría incorporando los errores procedentes de otros sectores.

Estos nuevos cuadros, que se publicarán en el *Boletín Estadístico*, complementan los actuales cuadros de reservas oficiales y deuda exteriores, que seguirán apareciendo como hasta ahora, integrados en esta nueva información que en algunos casos está disponible de forma aislada en distintos capítulos del *Boletín Estadístico* (véase esquema 1).

3. FUENTES ESTADISTICAS

Las principales fuentes para elaborar estos cuadros, todas ellas del Banco de España, son: a) la contabilidad de las instituciones financieras; b) los estados de deuda exterior, y c) el Registro de Caja de las operaciones con el exterior (véase esquema 1). Estas estadísticas son mensuales, lo que permite elaborar con la misma frecuencia los cuadros-resumen que se presentan en esta nota.

Las instituciones financieras disponen de una contabilidad completa a partir de la que se elaboran los activos y pasivos exteriores de este sector, en el contexto de las cuentas financieras. Los balances proporcionan información de los saldos, activos y pasivos, frente al exterior, de modo que el principal problema es la heterogeneidad en la valoración de los mismos, ya que, por un lado, el Banco de España valora las reservas exteriores a cambios convencionales distintos de los de mercado, por otro, el sistema bancario, de acuerdo con la circular 22/87, remite al Banco de España los balances valorados al cambio medio de fin de período, excepto para los activos que constituyen una inversión de carácter permanente o estén financiados en pesetas, en cuyo caso se valoran al cambio de adquisición, y, por último, el valor contable de los activos y pasivos exteriores del crédito oficial incluye revalorizaciones periódicas.

Los estados de la deuda exterior se elaboran a partir de los documentos administrativos que el Banco de España utiliza para el control y seguimiento de las autorizaciones concedidas para obtener recursos en moneda extranjera en forma de

créditos o mediante la emisión de títulos. La deuda exterior está valorada al cambio de fin de período.

El Registro de Caja (1) de las operaciones con el exterior del Banco de España (Balanza de Pagos en términos de flujos de caja) se elabora a partir de las comunicaciones de cobro y de pago con el exterior, que son documentos que reflejan cada una de las operaciones de compra y venta de divisas al contado realizadas por el sistema bancario con su clientela y que deben remitir al Banco de España en virtud de las disposiciones que regulan el control de cambios. Las operaciones están valoradas según el cambio medio decenal.

A pesar de la heterogeneidad en los criterios de valoración y del procedimiento seguido para obtener algunas series puede concluirse que los resultados son una estimación relativamente válida de los activos y pasivos exteriores, pero que no deben tomarse como valores exactos.

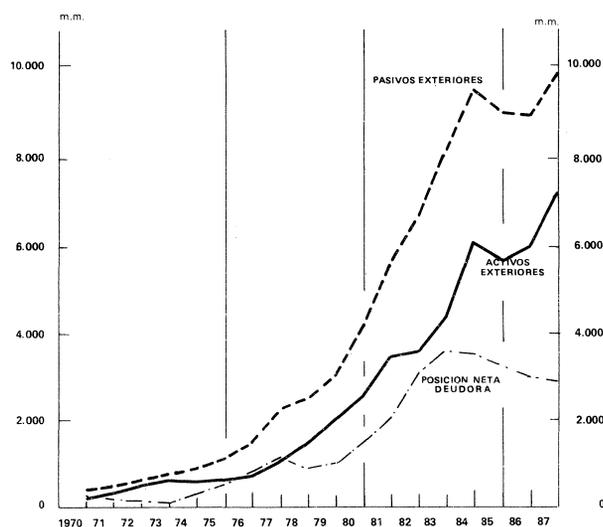
4. EVOLUCION DE LOS ACTIVOS Y PASIVOS EXTERIORES

En este epígrafe se realizan algunas consideraciones sobre la evolución de los activos y pasivos exteriores de la economía española en el período 1970-1987. Con ello se intenta resaltar el valor de estas estadísticas que permiten enfocar de una forma global el endeudamiento de la economía teniendo en cuenta la distinta naturaleza de los instrumentos en que se materializa, pues no todos tienen la misma liquidez, exigibilidad y riesgo.

- a) En el gráfico 1 puede verse el considerable incremento experimentado por los activos y pasivos exteriores en el período 1970-1987, del que más del 70 % se ha producido en la presente década. Esto es consecuencia, sin duda, de la creciente interdependencia de la economía española con el exterior y de la progresiva liberalización de los movimientos internacionales de capital en España. No obstante, a pesar de este espectacular incremento, los activos se han multiplicado por 33 y los pasivos por 21, estos resultados no son tan elevados cuando se relacionan con el PIB. Así, como puede verse en el gráfico 2, en este período la relación respecto al PIB pasó en los activos del 8,4 % al 20,4 % y en los pasivos del 18,6 % al 28,6 %.

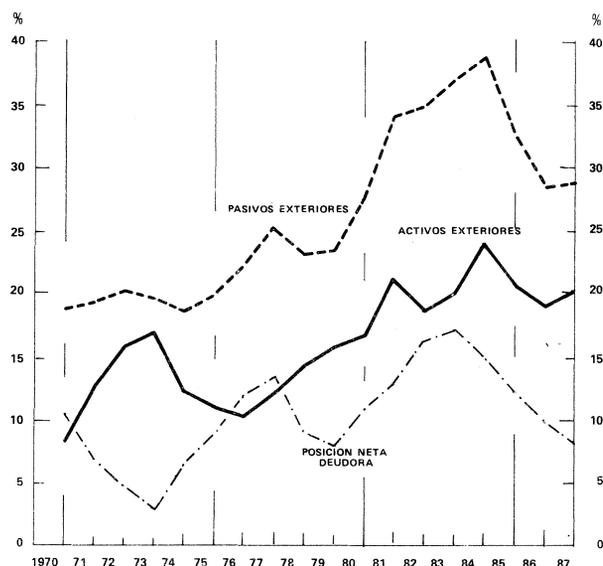
(1) Hasta ahora, el Registro de Caja proporciona una información exhaustiva de todas las transacciones con el exterior. La consecución del mercado único europeo en 1992 puede significar la desaparición de esta fuente de información como consecuencia de la dificultad de mantener controles sobre las transacciones económicas intra-europeas, que puedan suponer alguna limitación a las mismas.

1. Activos y pasivos exteriores



2. Activos y pasivos exteriores

Porcentaje sobre el PIB



- b) Al comparar la situación de España con el resto de los países de la CEE (según la última información disponible para 1985, véase cuadro A), destaca en porcentaje respecto al PIB la escasa importancia de los activos exteriores, situándose en el penúltimo lugar; en relación a los pasivos ocupa un lugar intermedio; y por último, en cuanto a la posición exterior neta se encuentra dentro de los países de posición deudora en un lugar intermedio.

En valores absolutos lo más significativo es que España tiene una de las mayores posiciones netas deudoras, sólo superada por Dinamarca. Es muy posible que la mejora de la posición ex-

terior de España en estos dos últimos años se haya traducido en un cambio de su situación relativa. De todos modos, hay que tomar estas cifras con cautela, pues no está asegurada su total comparabilidad.

- c) En la variación de la posición exterior neta (véase cuadro B), se distinguen cuatro períodos que se corresponden con la evolución del saldo de la balanza por cuenta corriente.
- i) Hasta 1973 inclusive la posición exterior neta fue disminuyendo su saldo deudor como con-

A. Posición exterior de los países de la CEE (1985)

	m. ECU			% PIB		
	Activos exteriores	Pasivos exteriores	Posición exterior neta	Activos exteriores	Pasivos exteriores	Posición exterior neta
Bélgica	168.204	171.038	-2.834	158,9	161,6	-2,7
Dinamarca	33.305	63.926	-30.621	43,1	82,7	-39,6
Alemania	400.873	299.744	101.128	47,8	35,7	12,1
Grecia	4.726	16.211	-11.485	13,4	46,1	-32,7
España	42.110	66.786	-24.676	20,6	32,6	-12,1
Francia	273.004	250.878	22.126	39,0	35,8	3,2
Irlanda	6.974	23.444	-16.469	28,8	96,7	-67,9
Italia	159.476	169.832	-10.356	29,5	31,4	-1,9
Luxemburgo	147.938	134.089	13.849	3.131,5	2.838,4	293,2
Holanda	106.560	73.964	32.596	63,0	43,7	19,3
Portugal	...	...	...	...	...	...
Reino Unido	964.971	836.131	128.840	169,3	146,7	22,6

Fuente: EUROSTAT, Money and Finance. 1.º trimestre 1988.

B. Variación anual de activos y pasivos exteriores y saldo de la balanza por cuenta corriente

m.m.

	Activos exteriores 1 (a)	Pasivos exteriores 2 (a)	Posición neta exterior 3=1-2	Saldo de la balanza por cta. corriente (según Registro Caja)
1971	148,7	85,6	63,1	63,6
1972	166,4	123,6	42,8	41,7
1973	159,5	118,4	41,1	35,3
1974	-75,6	131,5	-207,1	-185,9
1975	39,1	245,4	-206,3	-171,1
1976	79,9	408,4	-328,5	-263,7
1977	356,0	715,6	-359,6	-227,6
1978	494,9	276,2	218,7	100,1
1979	452,6	481,6	-29,0	-73,2
1980	477,1	1.107,4	-630,3	-451,5
1981	1.045,9	1.553,0	-507,1	-556,9
1982	65,4	1.045,9	-980,5	-620,3
1983	779,0	1.433,9	-654,9	-490,9
1984	1.605,0	1.478,1	126,9	179,2
1985	-262,2	-565,3	303,1	260,2
1986	285,8	-65,7	351,5	692,2
1987	1,237,1	1.158,5	78,6	181,2

(a) Obtenido por diferencia entre saldo de principio y final del período.

secuencia de los sucesivos superávits de la balanza por cuenta corriente.

- ii) En un segundo período (1974-1978), tras la subida de los precios del petróleo, la política adoptada por las autoridades económicas, al considerar que tal incremento tenía carácter transitorio, llevó a un aumento de la posición exterior deudora como consecuencia de la financiación de los crecientes déficit de la balanza comercial mediante recursos exteriores y pérdidas de reservas. Las devaluaciones de 1976 y 1977, acompañada esta última con otras medidas de ajuste, mejoraron la situación de la balanza por cuenta corriente, disminuyendo el déficit en 1977 y llegándose, incluso, a un superávit en 1978 que dio lugar a una reducción de la posición deudora. No obstante, el nivel de pasivos exteriores continuó aumentando en este período como reflejo del incremento de las reservas exteriores encaminado a potenciar la situación de liquidez exterior de la economía.
- iii) El tercer período (1979-1984) se inicia con la segunda crisis energética de 1979-1980 que supuso importantes déficits en la balanza por cuenta corriente, con el consiguiente incremento de la posición deudora. Ante esta situación, las autoridades económicas repercu-

tieron sin dilación en el interior los aumentos de los precios y dejaron depreciarse el tipo de cambio de la peseta.

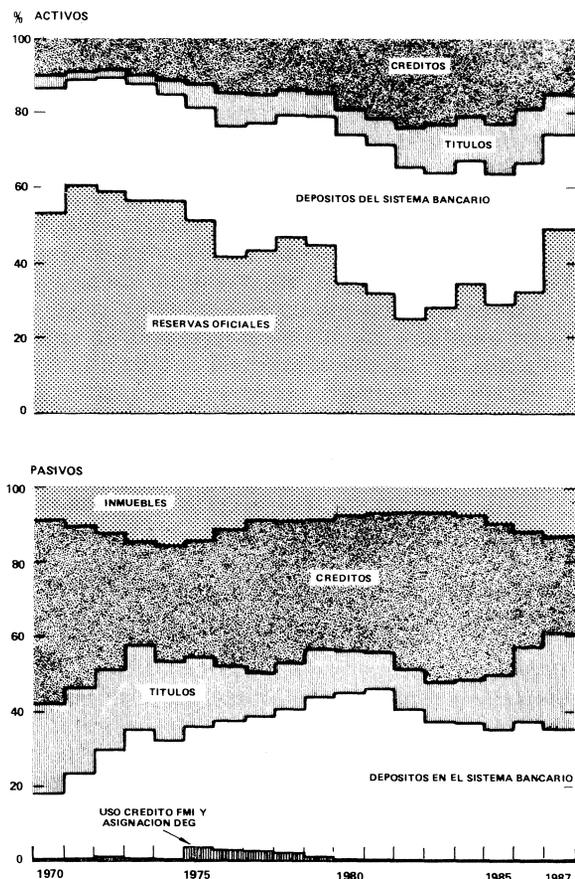
- iv) Por último, el paquete de medidas adoptadas a finales de 1982, que incluía una devaluación de la peseta, y las sucesivas disminuciones internacionales del precio del petróleo produjeron un importante cambio en el signo de la balanza por cuenta corriente empezando a registrar a partir de 1984 continuados superávits, lo que posibilitó una progresiva reducción de la posición deudora. Sin embargo, los pasivos exteriores han seguido aumentando (salvo en los años 85 y 86, por las amortizaciones anticipadas de créditos exteriores) debido a la captación de recursos en el exterior, tanto por parte de las entidades bancarias como por las empresas. Este aumento de pasivos ha estado acompañado de un mayor incremento de activos, no sólo de las reservas oficiales (excepto en 1985, ya comentado) sino también de las inversiones españolas en el extranjero, que han ido creciendo a medida que se han liberalizado.

- d) El gráfico 3 recoge la composición porcentual de los activos y pasivos exteriores por sectores institucionales. Entre los activos predominan el Banco de España (50 %), en su mayor parte reservas, y el resto de las instituciones financieras (40 %), principalmente sistema bancario. Esto refleja la escasa importancia de las inversiones del sector privado no financiero en el exterior.

En los pasivos el principal sector prestatario son las empresas no financieras (55 % del total), las Administraciones Públicas actualmente tienen poca importancia (menos del 5 %) al igual que el Banco de España, y el resto (alrededor del 40 %) corresponde a otras instituciones financieras, en su mayoría sistema bancario. Respecto a este último sector se aprecia un progresivo aumento de su participación, en los activos y en los pasivos, como consecuencia de la creciente internacionalización de los mercados de capitales y de su mayor presencia en tales mercados tanto como prestatario como prestamista.

- e) El gráfico 4 recoge la composición porcentual de activos y pasivos clasificados por instrumentos. Entre los activos destacan las reservas oficiales (50 %) y los depósitos del sistema bancario (25 %). El resto corresponde a créditos, en una proporción que disminuye en los últimos años hasta situarse por debajo del 15 %, y títulos

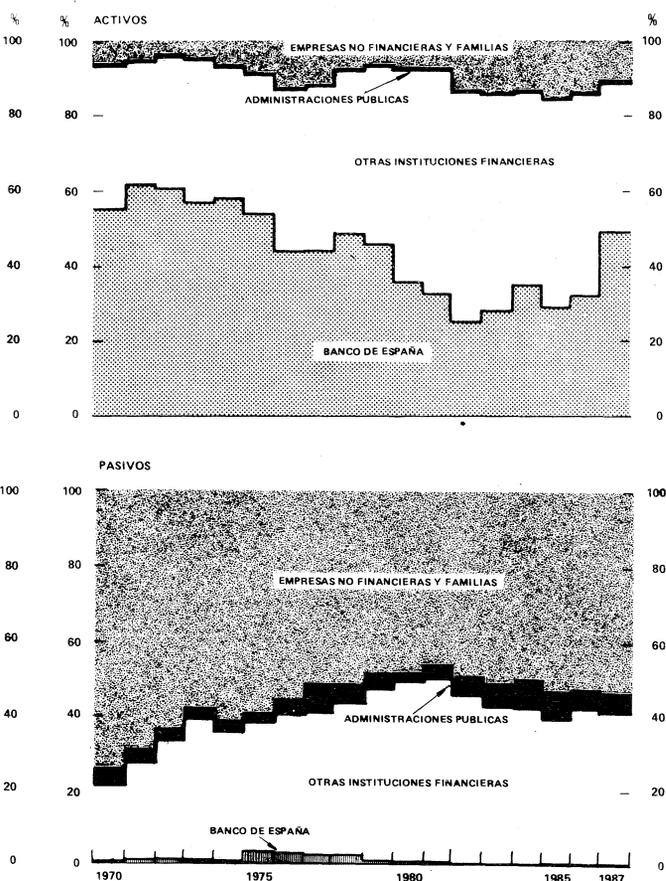
3. Activos y pasivos exteriores: clasificación por sectores institucionales



(renta fija y variable), que se sitúa ligeramente por encima del 10 % aunque tiende a aumentar.

Entre los pasivos la rúbrica más importante son los depósitos del sistema bancario (35 %), recursos captados en el exterior y que o bien se recolocan en el exterior (como depósitos o compra de títulos) o sirven para conceder créditos en divisas en el interior. Destaca la disminución de los créditos recibidos, que en 1987 significan sólo el 25 % del total frente a un 45 % en 1983, y el paralelo incremento de las inversiones en inmuebles y títulos, que en 1987 significan el 13 % y el 27 %, respectivamente, frente al 6 % y al 10 % en 1983. Estas cifras ponen de relieve el cambio experimentado en los últimos años en la composición de los pasivos exteriores que afecta, especialmente, al grado de exigibilidad de los mismos. Por último, las contrapartidas de la asignación de DEG y los créditos recibidos del

4. Activos y pasivos exteriores: composición por instrumentos



FMI al Banco de España carecen actualmente de importancia

- f) Un aspecto importante a considerar es el grado de exigibilidad de los activos y pasivos exteriores que informa de la solvencia de una economía. Es obvio que no es lo mismo un crédito que implica una carga financiera por intereses y amortización que una inversión en inmuebles o directa que no son normalmente reversibles y que contribuyen directamente al incremento de la actividad económica y reflejan la confianza del inversor extranjero en la economía del país que lo recibe. Esta exigibilidad se puede medir deduciendo del importe total de activos y pasivos exteriores las inversiones directas y en inmuebles y el oro, este último en el caso de los activos. Pues bien, la posición deudora de la economía española, considerando sólo los activos y pasivos exteriores «exigibles», significa en 1987 el 2,5 %

C. Indicadores estructurales de activos y pasivos exteriores

	Activos/PIB		Pasivos/PIB		Posición deudora/PIB		Reservas/ Deuda (× 100) 7
	Total	del cual: exigibles	Total	del cual: exigibles	Total	del cual: exigibles	
	1	2 (a)	3	4 (b)	5	6	
1970	8,4	6,8	18,6	13,7	10,2	6,9	49
1971	12,5	11,1	19,3	13,9	6,8	2,8	88
1972	15,5	14,2	20,0	14,2	4,5	0,0	121
1973	16,7	15,5	19,5	13,2	2,8	-2,3	165
1974	12,1	11,0	18,4	12,4	6,3	1,4	99
1975	10,9	9,8	19,7	14,0	8,8	4,2	68
1976	10,2	8,9	22,0	17,0	11,8	8,1	41
1977	11,9	10,6	25,1	20,7	13,2	10,1	39
1978	14,1	13,2	23,0	18,7	8,9	5,5	62
1979	15,5	14,3	23,3	18,9	7,8	4,6	71
1980	16,5	15,3	27,4	22,9	10,9	7,6	47
1981	21,0	17,7	33,7	28,8	12,7	11,1	44
1982	18,5	15,3	34,6	29,4	16,1	14,1	25
1983	19,8	16,3	36,9	31,3	17,1	15,0	27
1984	23,9	20,4	38,6	33,6	14,7	13,2	41
1985	20,6	17,5	32,7	26,0	12,1	8,5	39
1986	18,8	16,2	28,3	21,0	9,5	4,8	61
1987	20,4	18,0	28,6	20,5	8,2	2,5	112

(a) Total de activos exteriores menos oro, inversiones directas y en inmuebles.

(b) Total de pasivos exteriores menos inversiones directas y en inmuebles.

sobre el PIB frente al 15 % en 1983 (véase cuadro C).

- g) Por último, es necesario un comentario acerca de la liquidez exterior de la economía española; para ello es preciso acotar también el contenido de los activos y pasivos exteriores. Tradicionalmente en comparaciones internacionales se utiliza el ratio reservas oficiales/deuda exterior, entre otros, como una medida de la capacidad inmediata que un país tiene para hacer frente a su deuda exigible. Lo más significativo es que en 1987 las reservas oficiales superan a la deuda exterior por primera vez desde 1973 (véase cuadro C).

20-X-1988.

APENDICE ESTADISTICO

Relación de cuadros (1970-1987)

1. Activos y pasivos exteriores. Clasificación por sectores institucionales.
- 2.a. Activos exteriores. Clasificación por instrumentos.
- 2.b Pasivos exteriores. Clasificación por instrumentos.

Cuadros del Boletín Estadístico

- 3.a. Activos exteriores (valorados en pesetas)
- 3.b. Activos exteriores (valorados en dólares)
- 4.a. Pasivos exteriores (valorados en pesetas)
- 4.b. Pasivos exteriores (valorados en dólares)

1. Activos y pasivos exteriores

Clasificación por sectores institucionales

m.m.

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
ACTIVOS EXTERIORES	217,2	365,9	532,3	691,8	616,2	655,3	735,2	1.091,2	1.586,1	2.038,7	2.515,8	3.561,7	3.627,1	4.406,1	6.011,1	5.748,9	6.034,7	7.271,8
PASIVOS EXTERIORES	478,2	563,8	687,4	805,8	937,3	1.182,7	1.591,1	2.306,7	2.582,9	3.064,5	4.171,9	5.724,9	6.770,8	8.204,7	9.682,8	9.117,5	9.051,8	10.210,3
POSICION EXTERIOR NETA	-261,0	-197,9	-155,1	-114,0	-321,1	-527,4	-855,9	-1.215,5	-996,8	-1.025,8	-1.656,1	-2.163,2	-3.143,7	-3.798,6	-3.671,7	-3.368,6	-3.017,1	-2.938,5
a) Instituciones financieras																		
Activos exteriores	202,6	346,8	505,7	658,4	571,6	590,4	636,6	957,8	1.450,7	1.899,2	2.325,4	3.291,0	3.162,5	3.805,4	5.229,7	4.901,3	5.205,9	6.541,6
Pasivos exteriores	99,7	150,1	221,4	307,0	323,9	453,4	636,4	954,1	1.129,6	1.448,9	2.041,1	2.857,6	3.014,2	3.435,0	4.080,5	3.620,3	3.798,0	4.134,4
Saldo neto	102,9	196,7	284,3	351,4	247,7	137,0	0,2	3,7	321,1	450,3	284,3	433,4	148,3	370,4	1.149,2	1.281,0	1.407,9	2.407,2
a.1.1) Banco de España																		
Activos exteriores	120,7	226,0	319,8	398,8	359,0	352,9	324,2	484,2	780,0	940,0	903,1	1.171,1	918,3	1.234,9	2.089,9	1.702,9	1.932,6	3.597,4
Pasivos exteriores	2,9	5,9	8,8	8,8	8,8	43,4	53,2	66,1	70,1	33,0	39,7	41,5	27,1	35,3	42,9	46,8	47,5	45,8
Saldo neto	117,8	220,1	311,0	390,0	350,2	309,5	271,0	418,1	709,9	907,0	863,4	1.129,6	891,2	1.199,6	2.047,0	1.656,1	1.885,1	3.551,6
a.1.2) Sistema bancario																		
Activos exteriores	81,3	119,2	183,9	258,0	209,6	234,3	308,2	467,5	664,6	948,9	1.405,6	2.091,1	2.190,5	2.494,8	3.038,3	3.088,9	3.151,7	2.804,2
Pasivos exteriores	91,7	137,9	206,0	291,3	308,0	394,8	557,4	843,2	998,9	1.324,5	1.876,9	2.659,3	2.754,4	3.107,6	3.743,2	3.313,2	3.556,6	3.892,7
Saldo neto	-10,4	-18,7	-22,1	-33,3	-98,4	-160,5	-249,2	-375,7	-334,3	-375,6	-471,3	-568,2	-563,9	-612,8	-704,9	-224,3	-404,9	-1.088,5
a.2.1) Crédito oficial																		
Activos exteriores	-	-	-	-	-	-	-	3,5	4,4	7,2	14,1	28,2	52,6	74,5	100,5	106,3	114,6	132,1
Pasivos exteriores	4,7	5,8	6,1	6,3	6,4	14,6	25,1	43,8	59,3	89,1	120,2	151,1	224,9	282,8	281,1	233,5	162,2	158,2
Saldo neto	-4,7	-5,8	-6,1	-6,3	-6,4	-14,6	-25,1	-40,3	-54,9	-81,9	-106,1	-122,9	-172,3	-208,3	-180,6	-127,2	-47,6	-26,1
a.3) Empresas de seguro																		
Activos exteriores	0,6	1,6	2,0	1,6	3,0	3,2	4,2	2,6	1,7	3,1	2,6	0,6	1,0	1,2	1,0	3,2	7,0	7,9
Pasivos exteriores	0,4	0,5	0,5	0,6	0,7	0,6	0,7	1,0	1,3	2,3	4,3	5,7	7,8	9,3	13,3	26,8	31,7	37,7
Saldo neto	0,2	1,1	1,5	1,0	2,3	2,6	3,5	1,6	0,4	0,8	-1,7	-5,1	-6,8	-8,1	-12,3	-23,6	-24,7	-29,8
b) Administraciones públicas																		
Activos exteriores	2,1	2,2	2,8	3,2	3,4	3,9	5,8	8,2	10,3	8,0	9,6	12,8	15,9	20,4	35,3	38,4	68,4	97,7
Pasivos exteriores	21,6	22,3	24,9	24,1	30,2	33,4	64,7	178,1	140,1	131,8	135,9	205,9	375,3	587,8	768,8	737,0	493,8	542,5
Saldo neto	-19,5	-20,1	-22,1	-20,9	-26,8	-29,5	-58,9	-169,9	-129,8	-123,8	-126,3	-193,1	-359,4	-567,4	-733,5	-698,6	-425,4	-444,8
b.1.1) Estado																		
Activos exteriores	2,1	2,2	2,8	3,2	3,4	3,9	5,8	8,2	10,3	8,0	9,6	12,8	15,9	20,4	35,3	38,4	68,4	97,7
Pasivos exteriores	21,6	22,3	24,9	24,1	30,2	33,4	64,7	178,1	140,1	131,8	135,9	205,9	349,9	562,6	740,8	713,7	473,9	523,2
Saldo neto	-19,5	-20,1	-22,1	-20,9	-26,8	-29,5	-58,9	-169,9	-129,8	-123,8	-126,3	-193,1	-334,0	-542,2	-705,5	-675,3	-405,5	-425,5
b.2) Entes territoriales																		
Activos exteriores	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos exteriores	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	25,4	25,1	28,0	23,3	19,9	19,3
Saldo neto	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-25,4	-25,1	-28,0	-23,3	-19,9	-19,3
c) Empresas no financieras y familias																		
Activos exteriores	12,5	16,9	23,8	30,2	41,2	61,0	92,8	125,2	125,1	131,5	180,8	257,9	448,7	580,3	746,1	809,2	760,4	632,5
Pasivos exteriores	356,9	391,4	441,1	474,7	583,2	695,9	890,0	1.174,5	1.313,2	1.483,8	1.994,9	2.661,4	3.381,3	4.181,9	4.833,5	4.760,2	4.760,0	5.533,4
Saldo neto	-344,4	-374,5	-417,3	-444,5	-542,0	-634,9	-797,2	-1.049,3	-1.188,1	-1.352,3	-1.814,1	-2.403,5	-2.932,6	-3.601,6	-4.087,4	-3.951,0	-3.999,6	-4.900,9

2a. Activos y pasivos exteriores
Clasificación por instrumentos

m.m.

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	
POSICION EXTERIOR NETA (A-P)	-261,0	-197,9	-155,1	-114,0	-321,1	-527,4	-855,9	-1.215,5	-996,8	-1.025,8	-1.656,1	-2.163,2	-3.143,7	-3.798,6	-3.671,7	-3.368,6	-3.017,1	-2.938,5	
En pesetas	-1.584,4	-2.047,1	-2.335,5	-3.209,2	-4.243,6
En moneda extranjera	-2.214,2	-1.624,6	-1.033,1	192,4	1.305,1
A. ACTIVOS EXTERIORES	217,2	365,9	532,3	691,8	616,2	655,3	735,2	1.091,2	1.586,1	2.038,7	2.515,8	3.561,7	3.627,1	4.406,1	6.011,1	5.748,9	6.034,7	7.271,8	
En pesetas	250,7	317,5	442,6	454,5	484,1
En moneda extranjera	4.155,4	5.693,6	5.306,1	5.580,5	6.787,7
A.1. Oro, DEG, Posición neta en el FMI y ECUS en el FECOM	41,0	48,3	51,2	51,3	52,9	43,5	41,3	38,8	58,8	71,6	80,4	382,9	318,4	341,8	381,0	395,4	430,9	896,0	
A.1.1. Oro	34,9	34,9	34,9	35,0	35,0	35,0	35,0	35,4	35,6	42,7	42,7	336,5	283,7	296,1	306,6	297,7	307,6	301,4	
A.1.2. DEG	3,0	6,1	9,0	9,0	9,4	8,5	6,3	3,4	9,9	17,6	19,9	28,2	16,5	7,7	22,2	39,9	56,1	64,5	
A.1.3. Posición en el FMI	3,1	7,3	7,3	7,3	8,5	-	-	-	13,3	11,3	17,8	18,2	18,2	38,0	52,1	57,8	67,2	84,9	
A.1.4. ECUS en el FECOM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	445,2
A.2. Efectivos y depósitos transferibles en moneda extranjera	76,3	173,7	267,3	342,9	299,9	299,9	270,3	436,7	696,6	850,0	811,9	784,6	604,9	900,2	1.730,3	1.330,4	1.527,9	2.731,3	
A.4. Otros depósitos	71,2	102,5	159,7	217,6	170,8	196,4	253,6	366,6	516,0	694,7	994,9	1.413,5	1.466,2	1.555,8	1.958,4	1.982,9	2.033,9	1.782,2	
A.4.1. En pesetas	12,3	25,9	32,0	30,7	61,5
A.4.2. En moneda extranjera	1.543,5	1.932,5	1.950,9	2.003,2	1.720,7
A.6. Títulos de renta fija	-	0,1	-	-	-	-	-	-	-	-	2,8	7,9	46,6	58,0	110,8	139,0	253,0	177,7	
A.7. Títulos de renta variable	7,2	8,6	11,8	15,8	24,2	37,0	58,8	89,5	99,3	116,9	161,5	225,9	374,2	513,2	608,3	618,9	619,5	623,3	
Inversiones en cartera	1,2	1,2	1,1	1,6	2,6	3,9	5,4	6,6	6,0	6,6	9,0	12,3	26,2	33,8	40,7	49,2	65,3	87,0	
Inversiones directas y otras	6,0	7,4	10,7	14,2	21,6	33,1	53,4	82,9	63,3	110,3	152,5	213,6	348,0	479,4	567,6	569,7	554,2	536,3	
A.9. Créditos	21,5	32,7	42,3	64,2	68,4	78,5	111,2	159,6	215,4	305,5	464,3	746,9	816,8	1.037,1	1.222,3	1.282,1	1.169,8	1.061,3	
A.9.1. En pesetas	0,6	1,2	2,0	2,3	3,9	9,1	14,5	16,8	15,1	65,5	74,6	105,1	167,6	238,4	291,6	410,6	423,8	422,6	
A.9.2. En moneda extranjera	20,9	31,5	40,3	61,9	64,5	69,4	96,7	142,8	200,3	240,0	389,7	641,8	649,2	798,7	930,7	871,5	746,0	638,7	
Del cual:																			
Inversiones en inmuebles	-	0,1	-	-	0,1	0,1	0,3	0,3	0,2	0,3	0,5	0,8	1,1	1,6	1,9	1,6	1,6	3,8	

2b. Activos y pasivos exteriores

Clasificación por instrumentos

m.m.

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	
PASIVOS EXTERIORES	478,2	563,8	687,4	805,8	937,3	1.182,7	1.591,1	2.306,7	2.582,9	3.064,5	4.171,9	5.724,9	6.770,8	8.204,7	9.682,8	9.117,5	9.051,2	10.210,3	
En pesetas	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	1.835,1	2.364,6	2.778,3	3.663,7	4.727,7
En moneda extranjera	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	6.369,6	7.318,2	6.369,6	5.388,1	5.482,6
P.1. Oro, DEG, Posición neta en el FMI y ECUS en el FECOM	2,9	5,9	8,8	8,8	8,8	43,4	53,2	66,1	70,1	33,0	39,7	41,5	27,1	35,3	42,9	46,8	47,5	45,8	
<i>P.1.2. DEG asignados</i>	2,9	5,9	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	15,7	20,9	26,3	26,5	35,3	42,9	46,8	47,5	45,8	
<i>P.1.3. Créditos FMI</i>	-	-	-	-	-	34,6	44,4	57,3	61,3	17,3	18,8	15,2	0,6	-	-	-	-	-	
P.2. Efectivos y depósitos transferibles en moneda extranjera	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	52,0	52,0	59,0	63,0	53,0
P.3. Efectivos y depósitos transferibles en pesetas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	40,6	61,9	65,2	247,4	281,6
P.4. Otros depósitos	82,5	128,6	195,6	276,1	295,1	383,9	549,7	833,4	987,7	1.301,2	1.847,7	2.613,7	2.704,6	2.950,1	3.563,6	3.103,6	3.047,9	3.282,8	
<i>P.4.1. En pesetas</i>	434,4	621,2	603,6	606,6	586,0
<i>P.4.2. En moneda extranjera</i>	2.515,7	2.942,6	2.500,0	2.441,3	2.696,8
P.5. Títulos del mercado monetario	0,1	-	0,1	0,3	0,3	0,3	0,4	1,6	2,0	1,1	0,7	0,6	0,3	0,1	0,7	-	-	83,5	
P.6. Títulos de renta fija	0,9	1,0	1,1	1,0	0,7	0,9	0,2	0,3	2,8	2,9	2,7	2,6	2,6	3,3	9,5	10,8	20,2	62,1	
P.7. Títulos de renta variable	113,4	129,3	149,2	180,1	199,3	219,5	234,2	263,8	323,3	387,8	455,3	571,1	702,6	862,8	1.033,9	1.290,8	1.805,5	2.494,1	
Del cual:																			
<i>Inversiones directas</i>	86,0	99,9	117,2	140,4	161,1	178,0	191,7	214,9	261,4	315,5	383,1	469,3	580,6	702,1	858,3	1.022,4	1.306,6	1.628,1	
<i>Inversiones en cartera</i>	27,4	28,8	30,0	34,7	31,2	27,2	21,4	22,1	25,4	32,1	33,3	43,9	45,1	52,0	82,3	163,4	392,2	743,7	
P.9. Créditos	278,4	299,0	332,6	339,6	433,0	537,8	754,9	1.145,9	1.212,7	1.354,5	1.832,7	2.505,2	3.371,7	4.310,7	4.962,8	4.575,1	3.868,3	3.940,4	
<i>P.9.1. En pesetas</i>	38,9	57,4	82,7	117,0	143,8	159,3	171,7	188,8	221,8	258,6	300,6	357,6	430,6	544,1	682,1	841,7	1.032,0	1.253,4	
Del cual:																			
<i>Inversiones en inmuebles</i>	38,9	57,4	82,7	117,0	143,8	159,3	171,7	188,8	221,8	258,6	300,6	357,6	430,6	544,1	682,1	841,7	1.023,0	1.253,4	
<i>P.9.2. En moneda extranjera</i>	239,5	241,6	249,9	222,6	289,2	378,5	583,2	957,1	990,9	1.095,9	1.532,1	2.147,6	2.968,1	3.766,6	4.280,7	3.733,4	2.836,3	2.687,0	
P.11. Otros	-	-	-	-	0,1	-3,1	-1,5	-3,4	-15,7	-16,0	-6,9	-9,8	-38,1	-50,2	-44,7	-33,8	-48,0	-33,0	
Pro memoria																			
A. Posición exterior neta (A=B-C)	-177,0	-83,0	-0,8	94,2	-72,9	-258,3	-581,2	-930,4	-612,7	-605,0	-1.168,1	-1.887,2	-2.765,3	-3.329,5	-3.301,6	-2.373,5	-1.541,3	-898,5	
B. Activos exteriores (excepto oro, inversiones directas e inmuebles)	176,3	323,5	486,7	642,6	559,5	587,1	646,5	972,6	1.487,0	1.885,4	2.320,1	3.010,8	2.994,3	3.629,0	5.135,0	4.879,9	5.171,3	6.430,3	
C. Pasivos exteriores (excepto inversiones directas e inmuebles)	353,3	406,5	487,5	548,4	632,4	845,4	1.227,7	1.903,0	2.099,7	2.490,4	3.488,2	4.898,0	5.759,6	6.958,5	8.436,6	7.253,4	6.712,6	7.328,8	

3.a) Activos exteriores

(Valorados en miles de millones de pesetas)

Activos exteriores				Reservas centrales	Otros activos exteriores										Pro memoria	
Total	En pesetas	En moneda extranjera	Total		Banco de España: otros activos netos	Efectivo y depósitos del sistema bancario			Títulos de renta fija	Títulos de renta variable	Créditos			Inversiones en inmuebles	Total activos (col. 1) en dólares (millones)	
						Total	En pesetas	En moneda extranjera			Total	En pesetas	En moneda extranjera			
																12	13	14
1=2+3 =4+5	2=8+13	3=4+6 +9+11 +14+15	4	5	6	7=8+9	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
70	218,0	2,3	215,7	120,5	97,5	0,2	68,1	1,2	66,8	»	7,2	22,0	1,0	21,0	»	3 122
71	366,1	2,7	363,3	223,5	142,5	2,3	98,7	1,7	97,1	»	8,7	32,8	1,1	31,7	»	5 349
72	531,1	3,5	527,6	316,6	214,4	3,1	158,7	2,8	155,8	»	11,8	40,8	0,6	40,2	»	8 300
73	691,8	6,2	685,6	394,4	297,4	4,3	213,3	4,1	209,2	»	15,8	63,9	2,1	61,9	»	11 906
74	614,8	5,9	608,9	351,8	263,0	6,9	165,1	3,3	161,7	»	24,2	66,7	2,6	64,1	0,1	10 648
75	655,5	12,1	643,4	343,6	311,9	9,1	187,5	3,0	184,6	»	37,0	78,1	9,2	69,0	0,1	11 063
76	735,6	17,7	717,9	312,4	423,1	11,7	241,7	3,2	238,5	»	58,8	110,7	14,5	96,1	0,3	11 095
77	1 091,6	21,3	1 070,3	470,9	620,7	13,1	359,5	4,5	355,0	»	89,5	158,3	16,8	141,5	0,4	13 700
78	1 586,5	19,5	1 567,0	752,8	833,7	26,9	492,5	4,3	488,2	»	99,3	214,8	15,1	199,6	0,2	21 798
79	2 039,0	73,3	1 965,7	917,0	1 122,0	22,9	677,3	7,8	669,5	»	116,9	304,6	65,5	239,1	0,3	29 868
80	2 516,2	83,5	2 432,7	889,6	1 626,6	13,3	985,9	8,9	977,0	2,8	161,5	462,7	74,6	388,1	0,5	32 802
81	3 564,3	121,1	3 443,2	1 159,4	2 404,9	11,6	1 413,0	15,9	1 397,1	7,9	225,9	745,7	105,2	640,5	0,8	39 918
82	3 627,8	184,8	3 443,0	912,6	2 715,1	5,6	1 471,5	17,2	1 454,2	46,6	374,2	816,2	167,6	648,6	1,1	32 658
83	4 407,1	250,7	4 156,4	1 230,2	3 176,9	4,7	1 562,8	12,3	1 550,6	58,1	513,1	1 036,6	238,4	798,1	1,6	30 965
84	6 011,4	317,5	5 693,9	2 096,7	3 914,8	5,0	1 967,9	25,9	1 942,0	110,8	608,3	1 220,9	291,6	929,2	1,9	37 841
85	5 749,4	442,5	5 306,9	1 710,4	4 039,0	4,5	1 993,7	31,9	1 961,8	139,0	618,9	1 281,3	410,6	870,8	1,6	39 425
86	6 034,9	454,5	5 580,3	1 940,7	4 094,2	4,7	2 047,0	30,7	2 016,3	253,1	619,5	1 168,4	423,9	744,6	1,6	46 787
87	7 271,2	484,1	6 787,1	3 610,2	3 661,0	2,7	1 796,0	61,5	1 734,5	177,7	623,3	1 057,5	422,6	634,9	3,8	63 621

3.b) Activos exteriores

(Valorados en millones de dólares)

Activos exteriores				Reservas centrales	Otros activos exteriores										Pro memoria	
Total	En pesetas	En moneda extranjera	Total		Banco de España: otros activos netos	Efectivo y depósitos del sistema bancario			Títulos de renta fija	Títulos de renta variable	Créditos			Inversiones en inmuebles	Total activos (col. 1) en pesetas (m.m.)	
						Total	En pesetas	En moneda extranjera			Total	En pesetas	En moneda extranjera			
																12	13	14
1=2+3 =4+5	2=8+13	3=4+6 +9+11 +14+15	4	5	6	7=8+9	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
70	3 122	32	3 089	1 722	1 400	3	978	18	960	»	104	316	15	302	»	218,0
71	5 349	41	5 307	3 194	2 155	35	1 498	25	1 473	»	129	492	16	476	»	366,1
72	8 300	54	8 246	4 923	3 378	49	2 499	45	2 455	»	186	643	10	633	1	531,1
73	11 906	109	11 797	6 675	5 231	76	3 753	72	3 680	»	277	1 124	36	1 088	1	691,8
74	10 648	105	10 543	5 967	4 680	123	2 942	59	2 882	»	428	1 186	46	1 140	2	614,8
75	11 063	203	10 860	5 843	5 220	152	3 138	50	3 088	»	620	1 308	153	1 155	2	655,5
76	11 095	259	10 836	4 899	6 196	172	3 539	46	3 493	»	861	1 620	212	1 408	4	735,6
77	13 700	262	13 438	6 044	7 655	162	4 442	55	4 387	»	1 096	1 950	207	1 744	4	1 091,6
78	21 798	276	21 522	9 934	11 864	384	7 025	62	6 963	»	1 398	3 055	214	2 841	3	1 586,5
79	29 868	1 107	28 760	12 919	16 949	346	10 239	118	10 121	-1	1 758	4 602	990	3 612	5	2 039,0
80	32 802	1 054	31 748	12 269	20 533	167	12 440	112	12 328	36	2 043	5 840	942	4 898	6	2 516,2
81	39 918	1 243	38 675	15 224	24 694	119	14 499	163	14 336	82	2 330	7 655	1 080	6 575	8	3 564,3
82	32 658	1 471	31 187	11 052	21 606	44	11 715	137	11 578	370	2 971	6 496	1 334	5 162	9	3 627,8
83	30 965	1 599	29 366	10 726	20 239	30	9 973	78	9 895	368	3 249	6 608	1 521	5 087	10	4 407,1
84	37 841	1 832	36 009	15 213	22 628	29	11 349	149	11 200	645	3 543	7 051	1 683	5 368	11	6 011,4
85	39 425	2 866	36 559	13 301	26 124	29	12 934	207	12 726	891	3 966	8 295	2 659	5 636	10	5 749,4
86	46 787	3 426	43 361	16 001	30 785	35	15 461	232	15 229	1 878	4 597	8 801	3 194	5 607	12	6 034,9
87	63 621	4 432	59 189	30 172	33 449	25	16 477	564	15 913	1 606	5 626	9 681	3 868	5 814	34	7 271,2

4.b) Pasivos exteriores

(Valorados en millones de dólares)

Pasivos exteriores			Deuda exterior			Otros pasivos exteriores							Pro memoria			
Total	En pesetas	En moneda extranjera	Total	Crédito directo	Intermediada por el sistema bancario	Total	Banco de España DEG asignados	Depósitos del sistema bancario: sin deuda intermediada			Títulos emitidos en pesetas	Títulos de renta variable	Inversiones en inmuebles	Depósitos en moneda extranjera del sistema bancario	Total pasivos (col. 1) en pesetas (m. m.)	
								Total	En pesetas	En moneda extranjera						
1=2+3	2=10+ +12 a 14	3=4+ +8+11	4=5+6	5	6	7=8+9+ +12 a 14	8	9=10+11	10	11	12	13	14	15=6+11	16	
70	6 875	2 396	4 479	3 549	3 447	102	3 326	42	1 084	197	887	15	1 629	556	989	478,2
71	8 498	3 139	5 359	3 862	3 673	189	4 636	89	1 765	357	1 408	15	1 918	848	1 597	563,8
72	10 834	4 210	6 624	4 141	3 944	197	6 693	139	2 883	539	2 344	19	2 350	1 302	2 541	687,4
73	14 177	5 947	8 230	4 201	3 923	278	9 976	155	4 579	706	3 874	24	3 165	2 053	4 152	805,8
74	16 677	6 981	9 696	6 337	5 163	1 174	10 340	157	4 086	884	3 201	21	3 529	2 546	4 375	937,6
75	19 810	7 450	12 360	8 454	6 867	1 587	11 356	148	4 836	1 077	3 758	20	3 680	2 674	5 345	1 182,7
76	23 312	7 298	16 014	11 241	9 182	2 059	12 071	129	5 993	1 349	4 644	8	3 429	2 512	6 703	1 591,1
77	28 494	7 270	21 224	15 126	12 518	2 608	13 368	109	7 692	1 703	5 989	23	3 231	2 313	8 597	2 308,0
78	36 769	10 290	26 480	17 425	14 812	2 613	19 344	126	11 473	2 545	8 929	67	4 553	3 125	11 542	2 582,9
79	46 294	12 942	33 352	19 497	16 611	2 886	26 797	237	16 785	3 166	13 619	60	5 826	3 890	16 505	3 064,1
80	52 699	12 892	39 807	23 719	19 510	4 209	28 980	264	19 106	3 282	15 824	44	5 762	3 804	20 033	4 171,9
81	58 828	13 098	45 730	27 205	22 124	5 081	31 623	272	21 740	3 487	18 253	33	5 890	3 688	23 334	5 724,9
82	53 915	12 158	41 757	28 772	23 150	5 622	25 143	211	15 912	3 138	12 774	23	5 579	3 417	18 396	6 770,6
83	52 316	11 962	40 354	29 462	23 744	5 718	22 854	225	13 699	3 033	10 666	21	5 463	3 445	16 384	8 204,7
84	55 964	13 992	41 972	29 577	24 454	5 123	26 387	247	16 086	3 939	12 147	59	6 021	3 973	17 270	9 682,7
85	59 035	18 076	40 959	28 164	24 055	4 109	30 871	304	16 830	4 338	12 492	69	8 277	5 392	16 601	9 121,9
86	68 061	27 655	40 406	24 063	21 132	2 931	43 998	358	22 435	6 451	15 984	150	13 396	7 659	18 915	9 057,2
87	93 182	43 325	49 857	30 115	24 439	5 676	63 067	420	27 510	8 189	19 322	1 314	22 510	11 313	24 998	10 216,7

4.a) Pasivos exteriores

(Valorados en miles de millones de pesetas)

Pasivos exteriores			Deuda exterior			Otros pasivos exteriores							Pro memoria			
Total	En pesetas	En moneda extranjera	Total	Crédito directo	Intermediada por el sistema bancario	Total	Banco de España DEG asignados	Depósitos del sistema bancario: sin deuda intermediada			Títulos emitidos en pesetas	Títulos de renta variable	Inversiones en inmuebles	Depósitos en moneda extranjera del sistema bancario	Total pasivos (col. 1) en dólares (millones)	
								Total	En pesetas	En moneda extranjera						
1=2+3	2=10+ +12 a 14	3=4+ +8+11	4=5+6	5	6	7=8+9+ +12 a 14	8	9=10+11	10	11	12	13	14	15=6+11	16	
70	478,2	166,8	311,4	246,7	239,6	7,1	231,5	2,9	75,5	13,7	61,8	1,0	113,4	38,7	68,9	6 875
71	563,8	211,1	352,8	254,1	241,7	12,4	309,7	5,9	116,3	23,5	92,8	1,0	129,3	57,2	105,2	8 498
72	687,4	267,3	420,2	262,5	250,0	12,5	424,9	8,8	183,1	34,2	148,9	1,2	149,2	82,7	161,3	10 834
73	805,8	338,3	467,5	238,4	222,6	15,8	567,3	8,8	260,3	40,1	220,2	1,3	180,0	116,8	236,0	14 177
74	937,6	394,0	543,6	355,0	289,3	65,8	582,5	8,8	229,4	49,6	179,7	1,2	199,3	143,8	245,5	16 677
75	1 182,7	444,5	738,2	504,6	409,9	94,7	678,1	8,8	289,2	64,4	224,8	1,2	219,5	159,5	319,5	19 810
76	1 591,1	498,5	1 092,7	766,5	626,1	140,4	824,6	8,8	409,5	92,1	317,3	0,6	234,2	171,6	457,7	23 312
77	2 308,0	592,4	1 715,6	1 221,9	1 011,2	210,7	1 086,1	8,8	622,7	137,8	484,9	1,9	263,8	188,8	695,6	28 494
78	2 582,9	728,3	1 854,6	1 219,4	1 036,5	182,9	1 363,5	8,8	804,7	178,4	626,3	4,8	323,3	221,8	809,2	36 769
79	3 064,1	859,5	2 204,6	1 287,8	1 097,1	190,6	1 776,3	15,7	1 110,6	209,4	901,2	4,0	387,4	258,6	1 091,8	46 294
80	4 171,9	1 019,5	3 152,5	1 877,0	1 543,9	333,1	2 294,9	20,9	1 514,6	260,1	1 254,5	3,5	455,3	300,6	1 587,6	52 699
81	5 724,9	1 271,6	4 453,3	2 647,3	2 152,9	494,4	3 077,6	26,5	2 119,3	339,9	1 779,4	3,2	571,1	357,5	2 273,9	58 828
82	6 770,6	1 530,0	5 240,5	3 608,6	2 903,5	705,1	3 161,9	26,5	1 999,5	394,1	1 605,4	2,9	702,6	430,3	2 310,5	53 915
83	8 204,7	1 885,5	6 319,1	4 611,4	3 716,4	895,0	3 593,3	35,3	2 147,7	475,2	1 672,4	3,4	862,8	544,1	2 567,4	52 316
84	9 682,7	2 409,2	7 273,5	5 123,3	4 235,9	887,4	4 559,3	42,9	2 790,2	683,0	2 107,3	10,1	1 033,9	682,2	2 994,7	55 964
85	9 121,9	2 812,6	6 309,2	4 336,0	3 703,4	632,6	4 785,8	46,8	2 595,1	668,7	1 926,4	10,8	1 291,6	841,5	2 559,0	59 035
86	9 057,2	3 711,2	5 346,0	3 181,9	2 794,3	387,6	5 875,3	47,5	2 970,7	854,0	2 116,7	20,2	1 805,0	1 032,0	2 504,3	68 061
87	10 216,7	4 785,6	5 431,1	3 278,4	2 660,5	617,9	6 938,2	45,8	2 999,4	892,6	2 106,8	145,6	2 494,1	1 253,4	2 724,7	93 182

Regulación financiera: tercer trimestre de 1988

Aunque escasas en número, las novedades introducidas en la regulación del sistema financiero durante el tercer trimestre de 1988 han sido, cualitativamente, importantes, afectando a instituciones, mercados e instrumentos básicos para el funcionamiento del mismo.

De entre ellas resulta especialmente relevante la nueva ley de disciplina e intervención de las entidades de crédito, que refuerza la cobertura legal de las actuaciones del Banco de España en cuanto supervisor de las mismas y dota a éste de nuevos e importantes poderes que configuran a esta institución, junto a la también novedosa Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), como las piezas centrales del sistema financiero. En concreto, sus potestades sancionadoras son ampliadas y se contemplan incluso medidas de intervención y sustitución sobre las entidades sujetas a su tutela. Además, se colocan bajo la tutela del Banco de España algunas categorías de entidades financieras que antes no lo estaban, y se establece un nuevo régimen de control y publicidad para las participaciones significativas en el capital de las entidades de crédito.

También resultan notables las modificaciones introducidas en la regulación del coeficiente de caja de los intermediarios financieros, con la finalidad de perfeccionarlo técnicamente y preparar su posterior reforma en profundidad. Las novedades afectan a la estructura del coeficiente, al dejar de ser el efectivo en caja un activo válido para la cobertura del mismo, y a su nivel, que se ve reducido del 18,5 al 16,5 por ciento para bancos y cajas de ahorro y del 16 al 15,5 por ciento para el resto de intermediarios sujetos. Por su parte, el tramo remunerado del coeficiente también se reduce desde el 16 hasta el 11,5 por ciento en el primer caso y hasta el 12,5 por ciento en el segundo.

En otro orden de cosas, el Banco de España ha regulado las operaciones de compra y venta de opciones sobre divisas, un nuevo instrumento financiero que permitirá reducir el riesgo de cambio en las transacciones internacionales. Con algunas limitaciones, las entidades delegadas son autorizadas a comprar y vender opciones, tanto de compra como de venta, sobre divisas convertibles admitidas a cotización en el mercado español, en un régimen de práctica libertad de condiciones.

Por lo que respecta al sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado, el Banco de España ha revisado la relación y los requisitos de los creadores de mercado y de las entidades gestoras que tienen acceso a la red ciega de negociación, y, haciendo uso de las autorizaciones legales, ha regulado el mer-

cado de operaciones de compraventa simple a plazo entre titulares de cuentas en la Central de Anotaciones.

Otra de las grandes novedades del comentado trimestre afecta al mercado de valores, que ha visto nacer una regulación completamente nueva, que trata de dar respuesta a la necesidad de disponer de unos mercados primarios y secundarios organizados bajo un criterio de eficiencia. Se crea la Comisión Nacional del Mercado de Valores que, investida de notables poderes, tiene la responsabilidad del funcionamiento del sistema. La gestión de las bolsas de valores, actuales bolsas oficiales de comercio, se encomienda a unas sociedades anónimas y desaparecen los agentes mediadores individuales.

Se ha aprovechado la reforma del mercado de valores para modificar el régimen de las instituciones de inversión colectiva, que pasan a estar controladas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y ven endurecerse las normas aplicables a sus inversiones.

Otras novedades hacen referencia a la definición de los tipos de interés preferenciales de las entidades de depósito, revisada por el Banco de España, y al establecimiento de un marco general para la auditoría de cuentas, que sujeta a todos los intermediarios financieros a la presentación anual de estados contables auditados.

DISCIPLINA E INTERVENCION DE LAS ENTIDADES DE CREDITO

La regulación disciplinaria de las entidades de crédito, y su correspondiente régimen de infracciones y sanciones, ha estado tradicionalmente repartida entre una dispersa variedad de cuerpos legales y reglamentarios, lo que ha provocado, en algunas ocasiones, problemas de coordinación y consistencia entre normas y, con menor frecuencia, la aparición de lagunas legales para resolver algún supuesto concreto. Por otra parte, la normativa en la que se han venido apoyando las actuaciones supervisoras y sancionadoras de las autoridades económicas y monetarias con respecto a las entidades de crédito presentaba algunas oscuridades en su formulación, requiriendo ser reforzada y adaptada a las pautas de interpretación de los preceptos constitucionales, establecidas por la doctrina del Tribunal Constitucional, y al marco común de supervisión financiera promovido desde las comunidades europeas. A este conjunto de necesidades viene a dar respuesta la ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito, que aprovecha para

regular algunos otros aspectos relacionados con las instituciones financieras.

El ámbito de aplicación de la nueva ley se extiende a las entidades de crédito y a las personas físicas que ostenten cargos de administración o de dirección en las mismas. En este sentido, se opta definitivamente por la denominación entidad de crédito, frente a la alternativa de establecimiento de crédito, entendiéndose como tal toda empresa que tenga como actividad típica y habitual recibir fondos del público en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otras análogas que lleven aparejada la obligación de su restitución, aplicándolos por cuenta propia a la concesión de créditos u operaciones de análoga naturaleza. En concreto, y frente a la anterior regulación, la ley 26/1988 amplía el tipo de entidades que caben bajo tal denominación al incluir el Instituto de Crédito Oficial —como consecuencia del nuevo estatuto jurídico del crédito oficial—, las sociedades mediadoras en el mercado de dinero y las sociedades de arrendamiento financiero.

La nueva regulación refuerza notablemente el papel del Banco de España como eje vertebral del sistema financiero español. En efecto, se asignan a dicha entidad competencias sobre registro, control e inspección de todas las entidades de crédito, lo que supone colocar bajo su tutela las sociedades de crédito hipotecario, las entidades de financiación, el Instituto de Crédito Oficial y las entidades oficiales de crédito, las sociedades mediadoras en el mercado de dinero y las sociedades de arrendamiento financiero, además de bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito tradicionalmente sujetos a la potestad del Banco de España. Por otro lado, también se le asignan tales competencias respecto de las sociedades de garantía recíproca y de reafianzamiento, aun no teniendo éstas el carácter de entidades de crédito.

El núcleo central de la ley 26/1988 está compuesto por el nuevo régimen disciplinario y sancionador de las entidades de crédito. En este sentido se define una pormenorizada serie de infracciones, que pueden tipificarse como muy graves, graves o leves, y sus correspondientes sanciones, que pueden llegar a la revocación de la autorización de la entidad y que, a título de novedad, pueden ser dirigidas contra las personas físicas que ejerzan cargos de administración y/o dirección en la entidad infractora y sean responsables de la falta. La competencia para la instrucción de los expedientes sancionadores y la imposición de las sanciones correspondientes a infracciones graves y leves es asignada al Banco de España, mientras que la imposición de las sanciones correspondientes a infracciones muy graves corres-

ponde al Ministro de Economía y Hacienda, excepto la revocación de la autorización que deberá ser imputada por el Consejo de Ministros. Además, al reservar a las entidades de crédito el ejercicio de actividades y el uso de denominaciones que les son propias, la ley establece sanciones para las personas físicas o jurídicas que infrinjan tal reserva. Con respecto al procedimiento sancionador, se siguen los criterios de la ley de procedimiento administrativo, introduciéndose algunas especialidades.

Otro elemento central y novedoso de la nueva regulación está constituido por las medidas que se arbitran para los supuestos en que una entidad de crédito se encuentre en una situación de excepcional gravedad, que ponga en peligro la efectividad de sus recursos propios, o su estabilidad, liquidez o solvencia. Tales medidas, acordadas por el Banco de España, pueden consistir en la designación de interventores para que participen necesariamente en la toma de acuerdos de los órganos de la entidad intervenida o en la sustitución íntegra del órgano de administración de la misma. El Banco de España viene obligado a presentar una memoria anual ante las Cortes en la que refleje las actuaciones que hayan dado lugar a sanciones muy graves y a medidas de intervención y de sustitución.

En otro orden de cosas, la ley 26/1988 elimina algunas normas que fuerzan una especialización artificiosa de determinadas entidades financieras o constituyen una restricción innecesaria para la actuación de otras. Así, quedan autorizados para emitir cédulas hipotecarias los bancos privados, las cooperativas de crédito, la Caja Postal de Ahorros y el Banco Exterior de España, además de las cajas de ahorro, el Banco Hipotecario de España y las sociedades de crédito hipotecario ya autorizados con arreglo a disposiciones anteriores. Se generaliza a todas las entidades de crédito la posibilidad de emitir obligaciones sin límites relacionados con el capital social, y se autoriza al Gobierno para someter a todas ellas a las normas vigentes sobre coeficientes de caja, inversión y recursos propios. También se permite a los bancos, cajas y cooperativas de crédito la realización de operaciones de arrendamiento financiero. No obstante, subsisten limitaciones, pendientes de un posterior desarrollo reglamentario, para la captación de pasivo del público por parte de las entidades de financiación, sociedades de arrendamiento financiero, sociedades de crédito hipotecario y sociedades mediadoras en el mercado de dinero.

Bajo la genérica rúbrica de disposiciones complementarias, la ley de disciplina e intervención introduce un complejo entramado de normas que afectan a las entidades de crédito y que aclaran y adaptan a

la nueva regulación disposiciones anteriormente vigentes. Así se regula la responsabilidad y el régimen sancionador aplicable a los miembros de las comisiones de control de las cajas de ahorro; se aclaran las competencias de las comunidades autónomas en materia sancionadora de entidades de crédito, estableciendo el papel preponderante del Banco de España en la mayoría de los supuestos y declarando básicos determinados preceptos a efectos del desarrollo que de la ley 26/1988 puedan realizar las comunidades autónomas con competencias para ello; se da nueva redacción a preceptos de la ley general tributaria y de la ley sobre régimen jurídico de control de cambios con el fin de adaptarlos al nuevo sistema sancionador y disciplinario; se faculta al Gobierno para establecer y modificar, previo informe del Banco de España, el capital social mínimo de las entidades de crédito; y, finalmente, se faculta al Ministro de Economía y Hacienda para establecer y modificar las normas y modelos a que habrán de sujetarse los estados contables de las entidades de crédito, facultad que aquél podrá encomendar al Banco de España, y para obligar a las entidades de crédito a tratar de forma expresa determinadas cuestiones en los contratos referentes a operaciones financieras que permitan a su clientela un conocimiento más exacto de sus derechos y obligaciones.

La ley también trae consigo un régimen común de control de las participaciones en el capital de las entidades de crédito. Tras exigir que sean nominativas las acciones de aquellas entidades que revistan la forma de sociedad anónima, faculta al Gobierno para determinar el modo en que deberán informar al Banco de España sobre la composición de su capital social, así como sobre las alteraciones que la misma experimente. También obliga a las entidades de crédito a hacer públicas la participación de otras entidades de crédito españolas o extranjeras en su capital y su participación en el capital de otras entidades de crédito. Además, todo intento de participación en una entidad de crédito española que, directa o indirectamente, suponga el control del 5 por 100 o más de su capital social, deberá comunicarse a la propia entidad y al Banco de España, siendo preceptiva la autorización de éste, si la adquisición de participaciones significa el control del 15 por 100 o más del capital social de un banco español, y quedando el ejercicio de los derechos políticos supeditado a aquella comunicación o a esta autorización. Por otra parte, se requiere siempre la autorización del Ministro de Economía y Hacienda para la realización de acuerdos entre firmas bancarias relacionadas con absorciones y fusiones, modificándose en este punto la ley de ordenación bancaria de 1946, que sólo exigía la autorización cuando el acuerdo lle-

vara implícito el control de una de las firmas sobre la otra.

Con la finalidad de homogeneizar el régimen sancionador y disciplinario de todas las entidades financieras, la ley 26/1988 extiende sus propias disposiciones, con las necesarias y lógicas adaptaciones, a las entidades de seguros y reaseguros, modificando en este punto la ley de ordenación del seguro privado. Asimismo extiende a este tipo de entidades la obligación de que, caso de estar constituidas como sociedades anónimas, las acciones representativas de su capital social sean nominativas, así como la obligación de comunicar, en este caso a la Dirección General de Seguros, las tomas de capital iguales o superiores al 5 por 100.

La nueva ley también acomete la regulación general de las operaciones de arrendamiento financiero al introducir modificaciones en el régimen fiscal de las mismas, limitando la libertad de amortización que suponía la regulación anterior, y establecer plazos mínimos para la duración de los contratos, según se trate de bienes muebles o inmuebles y establecimientos industriales. Ahora, la cuota de amortización habrá de desagregarse en un componente de carga financiera, considerado gasto fiscalmente deducible en todo caso, y en un componente de recuperación del coste del bien por la entidad arrendadora, que será fiscalmente deducible siempre y cuando se trate de bienes amortizables por su naturaleza y este componente sea de cuantía igual o creciente a lo largo del período contractual.

Finalmente, la ley 26/1988 introduce pequeñas modificaciones en el régimen jurídico de las sociedades de garantía recíproca —relativas al derecho de voto y al Consejo de Administración—, en la ley de régimen fiscal de determinados activos financieros —en orden al tratamiento de los títulos representativos de la captación de capitales ajenos con rendimiento implícito— y en la regulación de los coeficientes de caja, de inversión y de recursos propios, ya que se deja abierta la puerta a la extensión de los mismos a todas las entidades de crédito y se incluyen dentro de los recursos propios de las cajas de ahorro las cuotas participativas o valores nominativos representativos de aportaciones dinerarias carentes de derechos políticos. Se faculta al Ministro de Economía y Hacienda para requerir de las personas físicas y jurídicas que, sin estar inscritas en ningún registro administrativo legalmente previsto, ofrezcan al público la realización de operaciones financieras, información sobre estas operaciones y para someterlas a inspección. También se faculta al Banco de España para desarrollar, conforme a su marco competencial, las disposiciones generales aprobadas por el Go-

bierno o por el Ministerio de Economía y Hacienda, siempre que dichas disposiciones le concedan habilitación expresa para ello.

La ley 26/1988 entró en vigor el pasado 19 de agosto.

COEFICIENTE DE CAJA: ACTIVOS DE COBERTURA Y NIVEL

Durante el pasado mes de julio se ha acometido una revisión del coeficiente de caja de los intermediarios financieros, destinada a perfeccionarlo técnicamente. En este sentido una OM de 21 de julio de 1988 y la CBE 10/1988, de 22 de julio, han modificado la estructura y nivel del coeficiente contenidos en una OM de 26 de diciembre de 1983 (1) y en la CBE 18/1987, de 26 de mayo (2).

En cuanto a la estructura del coeficiente, las disposiciones citadas excluyen el efectivo en caja —billetes y monedas de curso legal en España— del grupo de activos válidos para cubrir el coeficiente, lo cual en realidad sólo afecta a bancos y cajas de ahorro, siendo únicamente computables para tal menester los depósitos, en cuenta corriente o a plazo, remunerados o no, en el Banco de España, si bien la citada orden ministerial posibilita la futura inclusión como activo de cobertura de cualquier instrumento, remunerado o no, que el propio Banco de España pueda emplear para detraer liquidez del sistema bancario.

Por otra parte, la CBE 10/1988 ha modificado a la baja el nivel del coeficiente de caja y ha disminuido el tramo remunerado del mismo. Para bancos y cajas de ahorro, el nivel del coeficiente pasa del 18,5 al 16,5 por ciento y, dentro de éste, el tramo remunerado queda fijado en el 11,5 por ciento frente al 16 anterior. Para el resto de intermediarios financieros sujetos al coeficiente (sociedades mediadoras en el mercado de dinero, juntas sindicales de las bolsas de comercio, cooperativas de crédito, sociedades de crédito hipotecario y entidades de financiación) el coeficiente baja medio punto, del 16 al 15,5 por ciento, y su tramo remunerado se establece en el 12,5 por ciento, mientras que anteriormente era íntegramente retribuido. En uno u otro caso, el tipo de interés del tramo remunerado sigue siendo el 7,75 por ciento.

(1) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1983», en *Boletín Económico* del Banco de España, enero de 1984, páginas 33 a 35.

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

Las nuevas disposiciones entraron en vigor para bancos, cajas de ahorro, sociedades mediadoras en el mercado de dinero y juntas sindicales de las bolsas de comercio en la primera decena del pasado agosto, y para el resto de intermediarios sujetos al coeficiente en el ajuste de depósitos bloqueados correspondiente al 16 del mismo mes.

ENTIDADES DELEGADAS: OPCIONES SOBRE DIVISAS

Con la finalidad de reducir el riesgo de cambio a que están sometidos los exportadores e importadores titulares de cualquier transacción de balanza de pagos, complementando en este sentido otros mecanismos de cobertura, como los contratos de divisas a plazo o el seguro de crédito a la exportación, el Banco de España ha autorizado, con algunas limitaciones, las operaciones de compra y venta de opciones sobre divisas mediante la circular 9/1988, de 28 de junio.

Así, las entidades delegadas quedan autorizadas para vender opciones sobre divisas convertibles admitidas a cotización en el mercado español, tanto de compra como de venta, a residentes, con contrapartida en pesetas ordinarias y siempre que la operación tenga relación con algún concepto de balanza de pagos, y a otras entidades delegadas, con contrapartida bien en pesetas ordinarias bien en cualquier otra divisa. La nueva circular también autoriza a las entidades delegadas a adquirir opciones, tanto de compra como de venta, sobre divisas convertibles admitidas a cotización en el mercado español a residentes, siempre que éstos se vean imposibilitados para ejercer la opción a su vencimiento por alteración de la fecha de cobro o pago exterior de la transacción comercial o porque éste o aquél no van a producirse, a otras entidades delegadas, con contrapartida tanto en pesetas ordinarias como en otra divisa, y a no residentes, con contrapartida bien en pesetas convertibles bien en cualquier otra divisa.

La circular permite que las opciones contratadas sean del tipo europeo —únicamente pueden ser ejercitadas al vencimiento del contrato— o del tipo americano —cuando pueden ejercitarse en cualquier momento durante la vigencia del mismo—, y da libertad para la fijación de plazos de vencimiento, precios de las opciones, tipos de cambio fijados para el eventual ejercicio de las opciones y otras condiciones de las transacciones de opciones sobre divisas. No obstante, la circular opta por unos criterios generales de prudencia y control particularmente estrictos, reservándose el Banco de España la facultad de establecer los límites a los que deberá someterse cada entidad delegada en el ejercicio de estas nuevas actividades.

Por último, la CBE 9/1988 establece que, a efectos de la determinación de los recursos propios mínimos de las entidades de depósito, y según lo dispuesto en el RD 1370/1985, de 1 de agosto (1), la suma de las ventas de opciones sobre divisas, tanto de compra como de venta, estará sujeta al coeficiente de riesgo correspondiente a los activos de clase d) fijado actualmente en el 7,5 por ciento.

Las nuevas disposiciones entraron en vigor el primero de agosto pasado.

ENTIDADES DE DEPOSITO: TIPOS DE INTERES PREFERENCIALES

El Banco de España ha establecido una nueva definición del tipo de interés preferencial, mediante la CBE 11/1988, de 22 de julio, dejando obsoleta la contenida en la CBE 15/1987, de 7 de mayo (2).

En efecto, ahora se entiende por tipo preferencial el tipo de interés que las entidades de depósito aplican a sus clientes de mayor solvencia, incluidos en el sector privado, en operaciones de crédito a corto plazo y de importante cuantía. Por otro lado, ahora se exige la publicación de este tipo preferencial único y no, como anteriormente, la de un tipo preferencial para el descuento comercial a 90 días y la de otro tipo preferencial para los créditos y préstamos a un año.

La circular comentada entró en vigor el 1 de agosto pasado.

ANOTACIONES EN CUENTA DE DEUDA DEL ESTADO: CREADORES DE MERCADO

A principios del año en curso, el Banco de España organizó un núcleo central dentro del mercado de deuda pública anotada compuesto por un grupo de entidades gestoras que, dispuestas a cumplir determinados requisitos, como el mantenimiento de un volumen mínimo de deuda anotada por cuenta de terceros, y a asumir una serie de compromisos en cuanto al volumen de suscripción y de cotización, recibieron el nombre de creadores de mercado y tu-

(1) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1985», en *Boletín Económico* del Banco de España, octubre de 1985, páginas 52 y 53, y «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1987», en *Boletín Económico* del Banco de España, enero de 1988, páginas 45 y 46.

(2) Véase: «Regulación financiera: segundo trimestre de 1987», en *Boletín Económico* del Banco de España, julio-agosto de 1987, páginas 51 y 52.

vieron el acceso a una red de negociación organizada por un reducido número de mediadores ciegos entre negociantes de deuda anotada, acceso que también se permitió a otro conjunto de entidades gestoras que, asumiendo los mismos compromisos que los creadores de mercado, tenían un volumen de saldos de terceros inferior al mínimo exigido (1). En aquel momento, el Banco de España ya anunció la revisión periódica de tales requisitos. Por otro lado, la pasada primavera, con la finalidad de mantener los tipos de interés dentro de los objetivos programados, esta institución comenzó a intervenir en los mercados monetarios a través de los creadores de mercado que sustituyeron en este papel a las sociedades mediadoras en el mercado de dinero (2).

En este estado de cosas, un acuerdo del Consejo Ejecutivo del Banco de España, de 6 de julio de 1988, ha realizado la primera de las revisiones anunciadas modificando los requisitos que deben cumplir los dos grupos de entidades con acceso a la red de negociación. Las modificaciones afectan, en primer lugar, a los compromisos de cotización que los creadores de mercado deben asumir, ya que ahora son más exigentes. Así, por ejemplo, deberán ofrecer precios de compra y de venta para, al menos, un 40 por ciento de las emisiones en circulación de letras del Tesoro, mientras que el compromiso mínimo anterior era del 30 por ciento, o, en el caso de la deuda del Estado anotada, para un 30 por ciento de las emisiones en circulación frente al 25 por ciento anterior. También ha sido modificado el nivel mínimo de saldos de terceros de deuda anotada que deben gestionar los creadores de mercado, reduciéndose del 2,5 al 1,75 por ciento de los saldos totales de deuda anotada en cuentas de terceros en la Central de Anotaciones.

Con los nuevos requisitos, el Banco de España ha confirmado a los cinco mediadores entre negociantes de deuda anotada anteriormente autorizados para organizar la red de negociación, ha elevado de 11 a 18 el número de entidades gestoras que ostentan la condición de creadores de mercado y ha concedido el acceso a la red de negociación a 14 entidades gestoras, además de las 17 anteriormente existentes, que, habiendo manifestado su intención de cumplir los compromisos asumidos por los creadores de mercado, no alcanzan el volumen de saldos de terceros mínimo exigido para éstos.

(1) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1988», en *Boletín Económico* del Banco de España, abril de 1988, página 60.

(2) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1988», en *Boletín Económico* del Banco de España, julio-agosto de 1988, páginas 76 y 77.

ANOTACIONES EN CUENTA DE DEUDA DEL ESTADO: OPERACIONES SIMPLES A PLAZO

La creciente importancia, tanto cuantitativa como cualitativa, que viene teniendo el mercado de anotaciones en cuenta de deuda del Estado, ha servido de acicate para que, dentro del marco establecido por el RD 505/1987, de 3 de abril, por el que se creó el sistema de anotaciones para la deuda del Estado, y de la OM de 19 de mayo de 1987, que lo desarrolló (1), el Banco de España haya regulado y autorizado las operaciones de compraventa simple a plazo entre titulares de cuentas en la Central de Anotaciones, como requisito previo a la existencia de un mercado para tales operaciones que permita el acceso a las mismas, a través de las entidades gestoras, de terceros no titulares, mediante la circular 12/1988, de 8 de septiembre.

Se definen las operaciones de compraventa simple a plazo como aquéllas en las que media un plazo mínimo de cinco días hábiles entre la fecha de contratación y la fecha convenida para la ejecución del contrato. Al igual que en el resto de operaciones autorizadas con deuda del Estado anotada, las comunicaciones de las operaciones de compraventa simple a plazo, relativas a su contratación y liquidación, se cursarán a través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero del Banco de España.

La circular permite, con acuerdo de las partes, liquidar por diferencias las operaciones a plazo, en cualquier fecha del plazo o incluso en la pactada para su ejecución. La liquidación por diferencias consiste en la ejecución de una operación no mediante la transmisión de los valores y el pago del precio pactado, sino mediante el pago en numerario del importe que suponga la diferencia entre el precio previamente pactado y el precio resultante del nuevo acuerdo.

Se asigna a la suma de las compras y ventas a plazo de activos financieros, reducida en un 50 por ciento, el coeficiente de riesgo fijado para los activos de clase b) —un 1,25 por ciento— a efectos de la determinación de los recursos propios mínimos necesarios en aplicación del RD 1370/1985, de 1 de agosto (2), a la vez que se excluyen estas operaciones del

(1) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1987», en *Boletín Económico* del Banco de España, julio-agosto de 1987, páginas 46 a 48.

(2) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1985», en *Boletín Económico* del Banco de España, octubre de 1985, páginas 52 y 53, y «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1987», en *Boletín Económico* del Banco de España, enero de 1988, páginas 45 y 46.

cálculo de los recargos por concentración de riesgo. Por último, la circular exige una gestión prudente a los titulares de cuentas que participen en operaciones de compraventa a plazo y fija su entrada en vigor para el 1 de diciembre próximo.

REFORMA DEL MERCADO DE VALORES

Tras un largo proceso, que se inició en 1978 con la creación de una comisión para el estudio del mercado de valores, y que ha tenido su fase más intensa en el último año y medio, en el que se desató una viva polémica al respecto, la reforma del mercado de valores se ha visto materializada en la ley 24/1988, de 28 de julio. Dada la extensión y el alcance de esta norma jurídica, aquí únicamente se van a comentar las novedades más relevantes de la misma que afectan al sistema financiero sin entrar en un exhaustivo análisis jurídico.

La ley, que necesita un amplio desarrollo reglamentario posterior, trata de dar respuesta a la necesidad de disponer de unos mercados primarios y secundarios de valores ordenados bajo un criterio de globalidad. En este sentido, las novedades introducidas con respecto a la regulación anterior son, como se verá más adelante, notables.

El eje central de la reforma lo constituye la creación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Esta, que se define como una entidad de derecho público con personalidad jurídica propia, tiene encomendada la supervisión y la inspección de los mercados de valores. Como responsable del funcionamiento de los mismos, deberá velar por la transparencia, correcta formación de precios, protección de inversores, etc., y tiene asignada la potestad sancionadora. Estará regida por un consejo de administración, en el que no participan las entidades miembros de los mercados de valores, si bien éstas pueden asesorar a aquél por medio de su participación en un comité consultivo que se crea al efecto.

Por lo que respecta al mercado primario, se consagra la libertad de emisión de valores sin necesidad de autorización, salvo algunas excepciones como las indicadas o las denominadas en moneda extranjera, y la de colocación de los mismos, aunque se introducen normas severas en orden a la publicidad como la obligación que tienen los emisores de publicar un folleto con las características de la emisión. Es de destacar la posibilidad de que todos los valores —y no sólo la deuda del Estado— estén representados en anotaciones en cuenta, abandonándose la tradicional relación que exige que en el mercado de valores se negocien únicamente valores materializados en títulos.

Los valores deberán aparecer agrupados en emisiones para su negociabilidad y desaparece el concepto de valores emitidos en serie.

Se contemplan tres tipos de mercados secundarios: las bolsas de valores, el mercado de deuda pública representada en anotaciones en cuenta y aquellos otros que se puedan crear. La negociación de las acciones y de los valores asimilados a ellos, así como la de los representados en anotaciones en cuenta, queda reservada a las bolsas. Desaparece el requisito de la fe pública obligatoria, salvo casos específicos, sustituido por la mediación obligatoria de una entidad que ostente la condición de miembro del mercado secundario en cuestión, con una casi total libertad de comisiones.

En el ámbito de las bolsas de valores, las novedades son también numerosas. La creación de las mismas corresponde al Gobierno, salvo que se trate de bolsas ubicadas en comunidades autónomas con competencias al efecto. Solamente podrán ser miembros de las bolsas de valores las sociedades y agencias de valores (más adelante se comentan las particularidades de uno y otro tipo de entidades) que accedan a tal condición. Cada bolsa estará regida por una sociedad anónima, cuyo capital será propiedad de las sociedades y agencias de valores miembros de la misma, y dicho capital será variable en función del número de miembros que haya en cada momento. Las bolsas crearán un sistema de interconexión bursátil de ámbito estatal, integrado a través de una red informática, en la que se negociarán en exclusiva determinados valores que acuerde la CNMV y cuya gestión se encomienda a una sociedad de bolsas constituida por las sociedades rectoras de todas ellas. La ley también prevé la creación de un Servicio de Compensación y Liquidación de Valores con la forma de sociedad anónima.

Con respecto al mercado de deuda pública en anotaciones la ley da acogida legal al mismo y no introduce novedades con respecto a la estructura y funcionamiento existentes. Para compaginar las actuaciones del Banco de España y de la CNMV en esta materia, se crea una comisión asesora del mercado de deuda pública en anotaciones de la que forman parte los dos organismos citados.

Desaparece la figura del agente mediador individual y se sustituye por unas entidades financieras especializadas que, constituidas como sociedades anónimas, reciben la denominación de sociedades y agencias de valores. Las primeras pueden tomar posiciones por cuenta propia y por cuenta de terceros, mientras que las agencias de valores sólo pueden actuar por cuenta de terceros. Unas y otras son miembros

brotes potenciales de las bolsas de valores, pudiendo serlo de varias de ellas, lo cual les permite la negociación en exclusiva en los mismos, ya que el resto de entidades relacionadas con el mercado de valores no pueden realizar tal actividad. A las sociedades y agencias de valores se les permite una variada gama de actividades, si bien algunas de ellas también son permitidas a entidades oficiales de crédito, bancos, cooperativas de crédito, sociedades mediadoras en el mercado de dinero, sociedades gestoras de cartera —denominación que introduce la ley para las antiguas sociedades gestoras de patrimonio— y corredores de comercio colegiados.

La ley 24/1988 instaura un código de conducta, inspirado en las recomendaciones de las comunidades europeas, que otorga absoluta prioridad a los intereses de los inversores y a la transparencia del mercado. Regula el uso de la información privilegiada y obliga a hacer público inmediatamente todo suceso o decisión que pueda influir en las cotizaciones de un valor.

El régimen disciplinario y sancionador es, salvando las lógicas diferencias, similar al establecido en la ley 26/1988 sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito. Las infracciones pueden ser leves, graves y muy graves, y en ellas puede incurrir toda persona física o jurídica que se relacione con el mercado de valores. La competencia sancionadora e inspectora se otorga a la CNMV y la ley establece los mecanismos de articulación entre las potestades del Banco de España y de la CNMV respecto de las entidades sujetas a la ley 26/1988.

En otro orden de cosas, se establecen las bases para una posterior regulación reglamentaria de las ofertas públicas de adquisición y de las ofertas públicas de venta de valores no admitidos a negociación, sujetas a los mismos requisitos que las emisiones en el mercado primario y aplicables particularmente a la venta en España de valores no nacionales.

El régimen fiscal de las operaciones sobre valores exime del impuesto sobre el valor añadido y del impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados a las transmisiones de valores con independencia de que estén admitidos o no a negociación en un mercado secundario oficial. No obstante, se exceptúan de la exención en el impuesto sobre transmisiones patrimoniales las de valores que representen partes del capital de entidades cuyo activo esté compuesto mayoritariamente por inmuebles, siempre que tales transmisiones otorguen a los adquirentes la titularidad o el control de las mismas. Por lo demás, se exige a los partici-

pantes en los mercados de valores que cumplan sus obligaciones de información a la administración tributaria y se otorga a la CNMV el mismo tratamiento fiscal que tiene el Banco de España.

Por último, la ley 24/1988 reconoce la condición de bolsas de valores a las actuales cuatro bolsas oficiales de comercio y modifica el estatuto jurídico de las instituciones de inversión colectiva, la ley de sociedades anónimas y el código de comercio en la medida necesaria para dar cabida a los nuevos preceptos. Por lo que respecta al estatuto jurídico de los agentes de cambio y bolsa existentes en el momento de entrada en vigor de la ley, ésta dispone, previa la desaparición del correspondiente colegio profesional, su adscripción al cuerpo de corredores de comercio colegiados y les permite acceder a la condición de miembros a título individual de una bolsa de valores y entrar a formar parte de las sociedades y agencias de valores. En este último caso, la ley limita, hasta el uno de enero de 1992, la participación en el capital social de tales instituciones de las personas físicas y jurídicas que en la fecha de entrada en vigor de la ley no ostenten la condición de agentes de cambio y bolsa.

La entrada en vigor de la nueva ley está establecida para el 29 de enero de 1989, aunque los preceptos relativos a las bolsas de valores no lo harán hasta el 29 de julio de ese año. Se concede un plazo de un año para que el gobierno desarrolle reglamentariamente la ley.

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

La regulación básica de las instituciones de inversión colectiva, establecida por medio de la ley 46/1984, de 26 de diciembre (1), ha necesitado adaptarse a los preceptos de la ley 24/1988, de 28 de julio, sobre el mercado de valores, para dar cabida a las competencias de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre estas instituciones, aunque también se ha aprovechado la ocasión para hacer más riguroso el régimen de inversiones de las mismas.

En efecto, se prohíbe a las instituciones de inversión colectiva la inversión en valores emitidos por sociedades de inversión mobiliaria pertenecientes al mismo grupo que la institución inversora o por un fondo de inversión gestionado por una sociedad en la que se dé la misma circunstancia. El máximo de inversión autorizada en entidades de un mismo

(1) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1984», en *Boletín Económico* del Banco de España, enero de 1985, páginas 41 a 45.

grupo desciende del 25 al 15 por ciento, y el correspondiente a inversiones de una institución de inversión colectiva en otra también desciende del 10 al 5 por ciento. Además de otras modificaciones menores, se establece un calendario de adaptación a los nuevos porcentajes que finaliza el 31 de diciembre de 1992.

Con respecto a las sociedades de inversión mobiliaria, se dispone la obligatoriedad de que su capital esté dividido en acciones nominativas, dándose todo el año 1989 de plazo para que aquellas que tienen acciones al portador regularicen su situación. También se han modificado los criterios de capital mínimo de este tipo de instituciones.

Por lo demás, el registro y autorización de las instituciones de inversión colectiva, que antes correspondía a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, se encomienda a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, organismo que también tiene atribuida la potestad disciplinaria y sancionadora, en términos similares a los previstos para el Banco de España en la ley de disciplina e intervención de las entidades de crédito, y se dan nuevos criterios sobre participaciones significativas en las instituciones de inversión colectiva, si bien quedan pendientes de un posterior desarrollo reglamentario.

blecer las obligaciones de información de los auditores hacia tales organismos supervisores.

19-X-1988.

AUDITORIA DE CUENTAS

La ausencia de un marco legal general para la auditoría de cuentas ha sido subsanada por la promulgación de la ley 19/1988, de 12 de julio. En ella se desarrollan los preceptos aplicables al ejercicio de la auditoría de cuentas y al contenido mínimo de los informes de auditoría, se crea el Instituto de Contabilidad y de Auditoría de Cuentas, que sustituye al Instituto de Planificación Contable, y se establece el régimen disciplinario y sancionador de los auditores de cuentas.

La ley, sin perjuicio de lo que establecen o puedan establecer otras disposiciones, hace obligatoria la auditoría anual de cuentas para las entidades que coticen sus títulos en cualquiera de las bolsas de valores, para las que emitan obligaciones en oferta pública, para las que se dediquen de modo habitual a la intermediación financiera y, en fin, para las que tengan por objeto social cualquier actividad sujeta a la ley 33/1984, de 2 de agosto, de ordenación del seguro privado. En otro orden de cosas, y en relación con las entidades que se sometan a auditoría de cuentas y estén sujetas a la supervisión de organismos públicos, se faculta al Gobierno para esta-

Información del Banco de España

TIPOS DE INTERES ACTIVOS LIBRES DECLARADOS POR BANCOS Y CAJAS DE AHORRO

Situación al día 30 de septiembre de 1988

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
SIETE GRANDES					
BILBAO	11,46	26,25	24,00	26,25	24,00
CENTRAL	12,82	25,44	24,00	26,25	-
ESPAÑOL DE CREDITO	12,82	23,88	22,00	23,88	22,00
HISPANO AMERICANO	12,55	24,12	22,00	23,88	22,00
POPULAR ESPAÑOL	11,46	26,00	24,50	26,84	24,50
SANTANDER	12,82	32,31	29,00	32,31	29,00
VIZCAYA	11,46	28,65	26,00	28,65	26,00
<i>Media simple</i>	12,20	26,66	24,50	26,87	24,58
COMERCIALES					
ABEL MATUTES TORRES	10,50	22,10	21,00	(2,52)	(2,50)
ALBACETE	-	-	-	-	-
ALICANTE	11,46	23,88	22,00	23,88	22,00
ALICANTINO DE COMERCIO	-	-	-	-	-
ANDALUCIA	11,46	26,00	24,50	26,84	24,50
ASTURIAS	12,55	27,44	25,00	27,44	25,00
ATLANTICO	12,00	26,25	24,00	26,25	24,00
B.N.P. ESPAÑA	13,00	24,32	23,00	(3,00)	-
BARCELONA	12,55	32,30	29,00	32,30	29,00
BARCLAYS S.A.E.	12,55	25,06	23,00	25,06	23,00
BILBAO MERCHANT	-	-	-	-	-
CANTABRICO	11,46	23,88	22,00	23,88	22,00
CASTILLA	11,46	26,00	24,50	26,84	24,50
CATALANA	12,55	32,30	29,00	32,30	29,00
CITIBANK ESPAÑA	14,75	25,06	23,00	(4,06)	(4,00)
COMERCIAL ESPAÑOL	12,82	32,31	29,00	32,31	29,00
COMERCIAL TRANSATLANTICO	13,65	21,55	20,00	21,55	20,00
COMERCIO	13,00	26,25	24,00	26,25	24,00
CONDAL	-	-	-	-	-
CONSOLIDADO ESPAÑA	13,00	24,32	23,00	24,32	23,00
CREDIT & COMMERCE	9,56	26,56	25,00	27,44	-
CREDITO BALEAR	12,55	26,00	24,50	26,84	24,50
CREDITO CANARIO	12,55	28,65	26,00	28,65	26,00
CREDITO Y AHORRO	12,55	28,65	26,00	28,65	26,00
DEPOSITOS	7,19	15,56	15,00	15,87	15,00
ETCHEVERRIA	11,57	21,93	-	(5,00)	-
EUROPA	13,10	25,06	23,00	25,06	23,00
EXPORTACION	12,00	26,25	24,00	26,25	24,00
EXTERIOR DE ESPAÑA	11,46	23,88	22,00	23,88	22,00
EXTREMADURA	12,00	26,25	24,00	26,25	24,00
GALICIA	11,46	26,00	24,50	26,84	24,50
GALLEGO	12,82	25,44	-	26,25	-
GENERAL	-	-	-	-	-
GUIPUZCOANO	12,28	27,41	-	(6,14)	-
HERRERO	12,01	25,06	23,00	25,06	23,00
HUELVA	-	-	-	-	-
HUESCA	-	-	-	-	-
IBERCORP	13,83	26,25	24,00	26,25	24,00
INTERNACIONAL DE COMERCIO	13,37	26,84	24,50	26,84	24,50
INVERSION HERRERO	12,01	25,06	23,00	25,06	23,00
INVERSIONES Y SERVICIOS FINANCIEROS	-	-	-	-	-
ISLAS CANARIAS	13,64	24,00	-	24,00	-
JEREZ	13,10	24,32	23,00	25,06	23,00

(Continuación) 2
Situación al día 30 de septiembre de 1988

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
JOVER	12,82	32,31	29,00	32,31	29,00
MADRID	12,82	23,88	22,00	23,88	22,00
MARCH	12,00	27,44	25,00	27,44	25,00
MAS SARDA	12,55	26,25	24,00	26,25	24,00
MERCANTIL DE TARRAGONA	13,37	24,12	22,00	23,88	22,00
MERIDIONAL	11,46	28,65	26,00	28,65	26,00
MURCIA	12,82	32,31	29,00	32,31	29,00
NATWEST MARCH	12,55	27,44	25,00	27,44	25,00
NORTE	13,10	24,32	23,00	25,06	23,00
OESTE	12,00	26,25	24,00	26,25	24,00
PASTOR	12,82	26,56	25,00	27,44	25,00
PENINSULAR	-	-	-	-	-
PUEYO	9,53	21,55	-	21,55	-
SABADELL	12,55	24,47	22,50	24,47	22,50
SANTANDER NEGOCIOS	13,25	17,72	-	18,11	-
SEVILLA	-	-	-	-	-
SIMEON	11,46	23,88	22,00	23,88	22,00
SINDICATO DE BANQUEROS BARNA.	14,13	29,86	27,00	29,86	27,00
TOLEDO	13,65	30,60	27,00	30,60	27,00
VALENCIA	14,75	25,44	24,00	26,25	24,00
VASCONIA	11,46	26,00	24,50	26,84	24,50
VITORIA	11,45	22,71	21,00	(3,02)	(3,00)
ZARAGOZANO	13,10	30,60	27,00	30,60	27,00
<i>Media simple</i>	<i>12,35</i>	<i>25,90</i>	<i>24,13</i>	<i>26,33</i>	<i>24,30</i>
INDUSTRIALES					
BANCAPITAL	13,92	25,06	23,00	(4,06)	(4,00)
CATALA DE CREDIT	11,73	23,88	22,00	23,88	22,00
CHASE ESPAÑA	15,86	26,25	24,00	26,25	24,00
DESARROLLO ECONOMICO ESPAÑOL	13,54	22,71	-	22,71	-
EXPANSION INDUSTRIAL	12,55	23,00	-	23,00	-
FINANCIACION INDUSTRIAL	13,00	28,65	26,00	28,65	26,00
FOMENTO	12,82	25,44	24,00	26,25	24,00
GRANADA	12,82	25,44	24,00	26,25	24,00
HISPANO INDUSTRIAL	14,20	23,88	22,00	23,88	22,00
INDUSTRIAL DE BILBAO	12,00	26,25	24,00	26,25	24,00
INDUSTRIAL DE CATALUÑA	12,55	32,30	29,00	32,30	29,00
INDUSTRIAL DE GUIPUZCOA	11,46	23,88	-	23,88	-
INDUSTRIAL DEL MEDITERRANEO	12,55	32,30	29,00	32,30	29,00
INDUSTRIAL DEL SUR	12,55	28,65	26,00	28,65	26,00
INTERCONTINENTAL ESPAÑOL	13,00	27,44	25,00	(8,00)	-
NOROESTE	-	-	-	-	-
OCCIDENTAL	16,99	28,65	-	28,65	-
PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA	14,20	26,56	25,00	26,56	25,00
POPULAR INDUSTRIAL	11,46	24,30	23,00	24,30	23,00
PROGRESO	12,00	27,44	25,00	27,44	25,00
PROMOCION DE NEGOCIOS	12,00	26,25	24,00	26,25	24,00
URQUIJO-UNION	11,46	23,21	22,00	23,88	22,00
<i>Media simple</i>	<i>12,98</i>	<i>26,26</i>	<i>24,53</i>	<i>26,39</i>	<i>24,60</i>
EXTRANJEROS					
ALGEMENE BANK	11,68	21,94	-	21,55	-
AMERICA	13,65	21,55	-	(4,00)	-

(Continuación) 3

Situación al día 30 de septiembre de 1988

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
ARABE ESPAÑOL	14,75	19,90	—	19,90	—
BANKERS TRUST	12,55	18,40	—	(4,00)	—
BARCLAYS BANK INTERNAT.	12,55	25,06	23,00	25,06	23,00
BRASIL	13,97	22,00	—	(3,00)	—
BRUXELLES LAMBERT	13,10	21,55	20,00	21,55	20,00
CAISSE N.C. AGRIC	13,79	24,36	—	(2,01)	—
CHASE MANHATTAN	15,86	26,25	24,00	(3,04)	(3,00)
CHEMICAL BANK	14,00	18,39	—	—	—
CITIBANK	14,75	25,06	23,00	(4,06)	(4,00)
COMERCIALE ITALIANA	14,20	27,44	25,00	(2,00)	—
COMMERZBANK	12,01	15,59	—	15,59	—
CONTINENTAL ILLINOIS	12,50	16,12	—	16,12	—
CREDIT COMMERCIAL DE FRANCE	14,19	23,88	22,00	(2,00)	—
CREDIT LYONNAIS	12,55	19,25	18,00	(1,01)	(1,00)
CREDITO ITALIANO	—	—	—	—	—
DEUTSCHE BANK	14,13	24,37	22,00	24,37	22,00
DRESDNER BANK	13,15	22,00	—	22,00	—
ESTADO SAO PAULO	—	24,00	—	(6,00)	—
EXTERIOR DE LOS ANDES	11,46	26,25	24,00	26,25	24,00
FIRST INTERSTATE	11,63	16,50	—	(5,00)	—
FIRST N. BANK OF CHICAGO	12,88	22,15	22,00	(4,08)	—
GB BANCO BELGA	12,55	23,21	22,00	(3,04)	(3,00)
HONG KONG	—	—	—	—	—
INDOSUEZ	—	21,00	—	21,00	—
LLOYDS BANK	13,10	26,25	24,00	(4,06)	(4,00)
MANUF. HANNOVER TRUST	12,60	28,39	25,00	28,39	25,00
MIDLAND BANK	13,10	15,50	—	(3,00)	—
MITSUBISHI BANK	13,10	25,22	—	(2,00)	—
MITSUMI BANK	—	—	—	—	—
MORGAN GUARANTY	12,50	17,50	—	17,50	—
NACION ARGENTINA	12,55	22,00	—	(4,00)	—
NAT. WESTMINSTER BANK	11,50	27,44	25,00	(4,58)	(4,50)
NATIONALE DE PARIS	13,00	24,32	23,00	(3,00)	—
NAZIONALE LAVORO	15,03	23,88	22,00	19,25	18,00
PARIBAS	14,48	21,55	—	(2,00)	—
PORTUGUES DO ATLANTICO	16,75	23,00	—	(4,00)	—
REAL	14,00	24,00	—	22,00	—
ROMA	14,20	21,00	—	(2,00)	—
ROYAL BANK OF CANADA	12,00	18,00	—	18,00	—
SAUDI ESPAÑOL	14,20	24,25	22,94	24,25	22,31
SOCIETE GENERALE	13,65	23,18	—	(3,42)	—
SUMITOMO BANK	12,99	21,25	—	(2,02)	—
TOKYO	13,10	24,32	23,00	(2,01)	(2,00)
<i>Media simple</i>	<i>13,34</i>	<i>22,32</i>	<i>22,77</i>	<i>21,42</i>	<i>22,04</i>
TOTAL					
<i>Media simple</i>	<i>12,77</i>	<i>24,81</i>	<i>23,97</i>	<i>25,53</i>	<i>24,17</i>
CAJAS DE AHORRO					
ALAVA PROVINCIAL	14,19	19,90	19,00*	20,22	19,00
ALBACETE	13,10	22,10	—	22,71	—
ALICANTE PROVINCIAL	13,92	21,55	20,00	(4,00)	—
ALMERIA	12,50	21,00	—	(4,00)	—
ANTEQUERA	11,30	23,21	22,00	23,21	22,00

(Continuación) 4
Situación al día 30 de septiembre de 1988

CAJAS DE AHORRO	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
ASTURIAS	13,25	21,00	20,00	(4,00)	-
AVILA MONTE	12,90	21,55	-	(5,00)	-
BADAJOS	10,20	22,71	-	(4,00)	-
BALEARES	12,60	22,00	-	(4,00)	-
BARCELONA	12,55	23,88	22,00	23,88	22,00
BILBAO MUNICIPAL	12,55	19,25	18,00	(3,00)	-
BURGOS C.C.O.	10,50	18,81	-	19,25	-
BURGOS MUNICIPAL	10,62	18,81	18,00	19,25	18,00
CACERES	9,52	20,00	-	(2,00)	-
CADIZ	11,79	23,00	-	(4,00)	-
CAIXA PENSIONES	12,55	19,25	18,00	(2,02)	-
CANARIAS GENERAL	14,20	22,10	-	(4,00)	-
CANARIAS INSULAR	12,56	23,21	-	23,88	-
CARLET	12,96	20,73	-	(6,00)	-
CASTELLON	13,64	18,00	-	(3,00)	-
CATALUÑA	12,00	21,00	-	21,00	-
CECA	13,64	17,00	-	(2,00)	-
CEUTA	13,50	22,00	-	22,00	-
CORDOBA MONTE	10,00	22,75	-	22,75	-
CORDOBA PROVINCIAL	13,10	23,21	-	23,88	-
CUENCA	13,10	22,10	-	22,71	-
GALICIA	13,65	21,00	-	(4,00)	-
GERONA	13,64	24,32	-	25,06	-
GRANADA MONTE	13,95	23,21	22,00	23,88	22,00
GRANADA PROVINCIAL	9,89	24,80	-	25,06	-
GUADALAJARA	13,10	22,71	21,00	(4,06)	(4,00)
GUIPUZCOA PROVINCIAL	13,10	18,81	-	(2,01)	-
HUELVA	13,09	23,88	-	(2,02)	-
INMACULADA ARAGON	11,46	20,99	-	(5,09)	-
JAEN	14,75	22,71	-	22,71	-
JEREZ	12,28	25,06	-	(2,02)	-
LAYETANA	12,96	23,88	22,00	23,88	22,00
LEON	12,89	21,00	20,00	(4,04)	(4,00)
MADRID	11,46	20,39	19,00	(5,09)	-
MALAGA	9,52	23,21	-	(4,00)	-
MANLLEU	13,37	26,84	24,50	26,84	24,50
MANRESA	12,00	22,00	-	(3,00)	-
MEDITERRANEO	13,65	22,71	21,00	21,55	20,00
MURCIA	13,00	22,71	-	(5,00)	-
NAVARRA	9,52	21,55	20,50	22,54	20,50
ONTENIENTE	13,64	21,55	-	21,55	-
ORENSE	13,37	22,10	21,00	(3,00)	-
PALENCIA	12,55	19,90	-	19,90	-
PAMPLONA MUNICIPAL	11,00	21,63	-	(2,08)	-
PLASENCIA	12,00	22,00	-	22,00	-
POLLENSA	14,75	23,88	-	23,88	-
PONTEVEDRA	13,42	22,00	-	(4,00)	-
POSTAL	11,46	21,00	-	(2,00)	-
RIOJA	13,00	22,00	-	22,00	-
RONDA	12,55	15,56	15,00	19,25	18,00
SABADELL	14,20	23,88	22,00	(3,00)	-
SAGUNTO	13,65	21,55	-	(3,03)	-
SALAMANCA	11,73	19,90	-	(4,00)	-
SAN SEBASTIAN MUNICIPAL	12,50	18,81	-	(2,00)	-
SANTANDER	13,65	18,00	18,00	19,25	18,00
SEGORBE	13,21	21,55	-	21,55	-
SEGOVIA	13,10	18,11	17,00	18,11	17,00

(Continuación) 5
Situación al día 30 de septiembre de 1988

CAJAS DE AHORRO	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
SEVILLA MONTE	13,50	19,90	—	(4,06)	—
SEVILLA SAN FERNANDO	9,97	21,00	20,00	(5,09)	(5,00)
SORIA	13,50	18,00	—	(4,00)	—
TARRAGONA	11,25	22,00	—	(5,00)	—
TARRASA	12,68	22,10	—	(3,00)	—
TOLEDO	12,00	22,10	—	(6,00)	—
TORRENTE	12,55	20,97	—	(3,03)	—
VALENCIA	12,96	19,90	19,00	20,40	19,00
VALENCIA PROVINCIAL	13,00	22,00	—	(3,00)	—
VALLADOLID POPULAR	9,44	19,90	19,00	(4,06)	(4,00)
VALLADOLID PROVINCIAL	13,65	20,97	—	(5,09)	—
VIGO	11,50	23,21	22,00	23,88	22,00
VILAFRANCA DEL PENEDES	12,50	22,71	—	(3,00)	—
VITORIA	13,65	22,10	—	(4,00)	—
VIZCAINA	12,27	18,81	—	(2,00)	—
ZAMORA	13,65	19,00	—	(5,00)	—
ZARAGOZA, ARAGON Y RIOJA	11,46	22,10	21,00	(4,00)	—
TOTAL					
<i>Media simple</i>	12,52	21,42	20,04	22,19	20,29

(a) 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»
12/88, de 8 de septiembre	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Anotaciones en cuenta de deuda del Estado. Operaciones a plazo.	1 Octubre 1988

