

BANCO  
DE  
ESPAÑA

# boletín económico

noviembre 1988

## SIGNOS UTILIZADOS

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

## ADVERTENCIAS

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

## Indice

	<u>Página</u>
Discurso del Gobernador del Banco de España en el acto de presentación del avance de cifras de la Central de Balances para 1987	5
Evolución monetaria	11
Evolución reciente del mercado de pagarés de empresa	17
La innovación financiera y las operaciones del sistema bancario	21
Los problemas estadísticos derivados de la innovación financiera. Especial referencia a los mercados monetarios y de valores	35
El precio del petróleo y la factura energética en 1988 y 1989	47
Información del Banco de España	55
Tipos de interés activos libres declarados por bancos, cajas de ahorro y bancos oficiales. Situación a 31 de octubre de 1988	56
Publicaciones recientes	61
Indicadores económicos	63
Artículos y publicaciones del Banco de España	109



# Discurso del gobernador del Banco de España en el acto de presentación del avance de cifras de la Central de Balances para 1987

Señoras y señores:

Por sexto año consecutivo acudimos a esta cita para presentar los resultados de las empresas que, con la colaboración de todos Vds., han sido recopilados por la Central de Balances del Banco de España. Agradezco a APD que nos proporcione anualmente este foro de discusión y agradezco a todos los asistentes la atención con que siguen estos trabajos.

A lo largo de estos seis años hemos asistido a la consolidación de la Central de Balances, pues, merced a la ayuda prestada por las empresas informantes, disponemos ya, en sus bases de datos, de más de 6.000 empresas para el año 1986, y esperamos recopilar más de 7.500 para 1987, año para el que ahora presentamos un avance elaborado con las 4.254 empresas recibidas hasta los primeros días del presente mes. Quedan lejos estas cifras de empresas colaboradoras de las poco más de 2.000 con que iniciamos nuestros trabajos en 1982 y cuya progresión sólo cabe atribuir a un espíritu de colaboración tanto más meritorio por cuanto que, a diferencia de lo que ocurre en otros países europeos, no existe entre nosotros la obligación, legal o impuesta por necesidades de supervisión bancaria, de que las empresas remitan a la Central sus estados contables.

En justa reciprocidad a esta colaboración voluntaria, y con el propósito de mantenerla y estimularla, el Banco, además de garantizar la confidencialidad estricta de los datos recibidos, ofrece a las empresas que atienden sus requerimientos una información útil para conocer su posición efectiva, que, en el último año, se ha concretado en el envío de 6.000 estudios individuales normalizados (uno a cada colaborador) y, además, más de 10.500 estudios especiales en los que se atienden las peticiones particulares de estos u otros demandantes. El Banco de España se seguirá esforzando en esta línea y, además de solicitar sugerencias para mejorar nuestro servicio a las empresas colaboradoras, ruega a todos Vds. que contribuyan a elevar los porcentajes de colaboración —que todavía son reducidos, ya que cada año se envían más de 30.000 cuestionarios—.

Como *consideración previa al análisis* de los resultados de 1987, cabe reiterar que el avance que ahora se presenta va referido a 4.254 empresas, algunas más de las 4.112 presentadas en el avance del pasado año, que se efectuó a mediados de diciembre. De ese total de empresas, 297 pertenecen al sector público y 3.947 al privado, disponiéndose de datos de 2.745 empresas comunes a los años 1985, 1986 y 1987. Las actividades con mayor peso en el total de la «muestra» son las industrias transformadoras de metales, industria manufacturera y energía.

Al cierre de las bases de datos, el valor añadido bruto del total de empresas de la Central viene suponiendo el 20 % del PIB, su remuneración de los asalariados representa el 25 % de la remuneración total de los asalariados por los empleadores residentes y su plantilla, aproximadamente, el 15 % del total de la población ocupada. Estos ratios evidencian que la Central de Balances está llegando a totales importantes, no plenamente representativos del total de las empresas nacionales, pero sí crecientemente válidos para hacer inferencias sobre la situación de las mismas.

Una última indicación, válida también para valorar nuestros trabajos, es que los datos contables que se presentan están valorados a precios corrientes, es decir, en valores nominales. No se intenta aplicar deflatores para expresar en términos reales la evolución de las operaciones sobre bienes y servicios, ya que no se dispone de índices adecuados de costes y precios para los agregados que se utilizan.

Pasando al *análisis general* de los datos aportados, se constata, en primer lugar, un incremento en 1987, respecto a 1986, del 13 % en el valor Añadido Bruto. Si, como excepción a lo dicho más arriba sobre el paso a términos reales, se aplica a esta tasa de incremento nominal el deflactor de precios del PIB que se viene utilizando para ese año, la citada evolución nominal se correspondería con una por encima del 6 % en términos reales. Esto no sólo confirma la revisión reciente de las cifras del PIB para 1987 (crecimiento del 5,5 % en términos reales), sino que incluso avalaría quizás otras revisiones también al alza que pudieran hacerse en el futuro cuando dichas estimaciones sean definitivas. Estos datos no hacen sino confirmar, desde una fuente distinta, lo ya conocido, a saber: que 1987 fue un año excelente para la economía española.

La evolución de los *beneficios* corrobora lo que acabo de decir. Efectivamente, si bien para las 4.254 empresas hasta ahora disponibles en la base de datos de 1987 el rendimiento de los recursos propios asciende al 7 %, el subtotal referido a las 3.957 empresas privadas asciende al 9 %, que se eleva al 17 % cuando se excluyen de este último las empresas energéticas. Por grupos de actividad económica, existen rendimientos muy altos en las manufactureras, tanto alimentarias (21 %) como no alimentarias (17 %), e incluso en el comercio (17 %).

Esta evolución no es tan favorable en el caso de las 297 empresas públicas disponibles hasta el momento en la base de datos de 1987 (3 % frente al 9 % ya citado para las privadas), pero, en cualquier caso, desde una perspectiva histórica, tanto públicas como

privadas mejoran sus rendimientos en los últimos años, sobre todo en 1987. Así, el grupo formado por 2.461 empresas privadas comunes a los ejercicios de 1985 a 1987 tuvo unos rendimientos sobre recursos propios de 8 %, 13 % y 18 % en 1985, 1986 y 1987, respectivamente, y el grupo formado por 194 empresas públicas comunes al período citado experimentó la siguiente evolución de sus rendimientos en los años de referencia: -4 %, -2 % y 11,5 %, respectivamente.

Me complace recordar que este análisis en términos de «Rendimiento de los recursos propios», tan caro a nuestro ponente de tantos años, don Rafael Termes, pone de manifiesto que en este ejercicio se cumple, por primera vez, lo que tan justificadamente consideraba Termes un buen indicador de la rentabilidad de las empresas, a saber: que la rentabilidad económica del activo neto sea superior al coste de los recursos ajenos remunerados. Este comportamiento no se produce para todas las empresas, pero sí para la gran mayoría de las agrupaciones de las empresas privadas en 1987.

En definitiva, el comportamiento de la demanda y de la actividad productiva ha tenido un claro reflejo en la evolución de la rentabilidad empresarial. Esta ha respondido positivamente a la fuerte recuperación de la demanda y la producción de bienes y servicios que se inició en 1986 y se aceleró, con intensidad considerable, a lo largo de 1987. Esto indica, al mismo tiempo, el componente cíclico que subyace al dinamismo de los beneficios empresariales en el período analizado y que impide realizar extrapolaciones simplistas. Las fases de recuperación cíclica acaban por dejar paso a etapas de expansión caracterizadas por ritmos de avance más moderados pero sostenibles durante períodos más largos. Esto no es solo característico de la mecánica cíclica sino que es, además, conveniente para la economía, y no debe ser combatido con políticas que pretendan mantener artificialmente el dinamismo de la demanda.

La prolongación excesiva de los altos ritmos de demanda y actividad que caracterizan a una fase de recuperación tiende a generar tensiones y desequilibrios que, en caso de persistir, pueden impedir una consolidación de la expansión. El análisis de la información disponible para nuestro grupo de empresas permite atisbar la gestación de algunas de esas tensiones, referidas a márgenes de beneficios y a costes, que pueden haber persistido con posterioridad. Así, los márgenes se han elevado desde el 5,5 % en 1985 al 7 % y al 9 % en 1986 y 1987, respectivamente; y los costes laborales por persona, en términos nominales, han avanzado entre un 9 y un 10 % cada uno de estos años.

El aumento de los márgenes es un fenómeno normal en las fases cíclicas de expansión, sobre todo cuando se parte de niveles muy bajos, como era nuestro caso. Con todo, las cifras que he mencionado muestran que muchas empresas han aprovechado las circunstancias favorables para mejorar sus resultados sin prestar suficiente atención a la estabilidad de los precios. Más adelante comentaré las consecuencias que este fenómeno puede traer consigo. Por lo que se refiere a los costes salariales debo advertir que las cifras que he mencionado son algo más altas que las que se deducen de otros estudios.

La información contenida en la Central de Balances para el año 1987 permite afirmar que la rentabilidad empresarial tiende a ser más elevada en las empresas no cotizadas en las Bolsas que en aquellas admitidas a cotización. Si se compara la rentabilidad económica bruta, el rendimiento del activo o la rentabilidad de los recursos propios de las empresas cotizadas, con los indicadores correspondientes del resto de las empresas públicas y privadas no cotizadas, puede observarse que estos últimos superan a aquellos de una manera considerable. Si la comparación se establece eliminando las empresas públicas no cotizadas y dejando únicamente las empresas privadas que no acuden a la Bolsa, los índices de rendimiento se duplican, pasando, por ejemplo, del 5 % hasta el 12 % en el caso de la rentabilidad de los recursos propios. Si se eliminan del colectivo de referencia las empresas más pequeñas, no susceptibles de ser admitidas a cotización, se sigue observando la misma diferencia de rentabilidad.

Es posible que algunos de los indicadores de rentabilidad que he mencionado estén influidos por el hecho de que las sociedades cotizadas en Bolsa tengan menos reservas tácitas que la no cotizadas. Este asunto de las rentabilidades de unas sociedades y otras merece ser estudiado más a fondo, pero en cualquier caso es bien conocido que existen muchas sociedades de gran tamaño y solvencia financiera que se mantienen fuera de la Bolsa. Este hecho puede tener consecuencias negativas por dos circunstancias. Me refiero, por una parte, a la liberalización de los controles de cambios y de movimientos de capital que nuestro país se ha comprometido a implantar para los próximos años; y, por otra, a la inmediata aparición de los fondos de pensiones y otro conjunto de ahorradores institucionales que van a acudir a invertir a los mercados bursátiles. Si estos nuevos demandantes de títulos no tienen un conjunto de nuevas sociedades rentables donde situar sus recursos financieros, inevitablemente terminarán provocando un incremento de las cotizaciones, que aumentaría artificialmente la relación precio/beneficio e incitaría a los inversores nacionales a diversi-

ficar sus carteras, colocando fondos en bolsas extranjeras.

Es este un problema al que deberíamos dedicar suficiente atención en el futuro, buscando la manera de incitar a las sociedades españolas más prósperas que están fuera para que acudan a la Bolsa, completando así la tendencia ya iniciada al aumento de sociedades cotizadas. La reforma de las Bolsas, que en estos momentos está poniéndose en marcha, pretende avanzar por este camino, mejorando los sistemas de cotización y los canales de distribución de los títulos representativos del capital, de modo que las ventajas en forma de amplia disponibilidad de recursos financieros que se abren para las empresas terminen superando a los problemas de control y transparencia que necesariamente surgen cuando hay que recabar una amplia base de accionariado. Esta acción necesitará probablemente ser completada con medidas fiscales.

La comparación de los estados financieros de las empresas pone, también, en evidencia el pujante *proceso de formación de capital fijo* que experimentó la economía española en 1987. Si se consideran las sociedades que ya han contestado a los cuestionarios y cuyos datos de los tres años anteriores constan en los registros de la Central de Balances, la tasa de crecimiento de la inversión del ejercicio 1987 se eleva al 34 %, en términos nominales.

Si se toma un horizonte más amplio, tratando de seguir la evolución que ofrecen los datos que se poseen desde el año 1982, puede observarse que, hasta el año 1984, las empresas aumentaron lentamente sus beneficios, incrementando la proporción de los recursos generados sobre el conjunto del valor añadido bruto desde una cifra del 15 % —en que se hallaba situado al comienzo de la serie— hasta un porcentaje del 22 %, que alcanzó en 1984. A partir de este momento, sin embargo, el cash-flow se acelera, registrándose un coeficiente del 26 % en 1985, del 29,5 %, en 1986 y del 34 % en 1987. Los dividendos, sin embargo, no muestran esta progresión, sino que únicamente se incrementan desde el 5 % correspondiente a 1982, hasta el 6,5 % del valor añadido generado por las empresas declarantes en 1987.

Dada la estabilidad de los tipos impositivos sobre los beneficios de las sociedades, los resultados retenidos en las empresas subieron desde el 9 % del valor añadido, en 1982, hasta el 24 %, en 1987. Estos porcentajes señalan que la proporción de la autofinanciación en sentido estricto sobre el total del valor añadido bruto generado en las unidades productivas experimentó una ganancia de 15 puntos porcentuales en los seis últimos ejercicios.

Este fuerte aumento en la generación de fondos propios ha permitido a las sociedades sanear considerablemente sus balances, que se habían visto muy afectados durante los años de crisis. Este proceso ha sido especialmente intenso en 1987; en este año, a pesar del fuerte aumento de los gastos en capital fijo, éstos se han cubierto totalmente con recursos propios. Así, la proporción que representan el capital y las reservas sobre el total del pasivo ha pasado del 45 %, en los años 1982-85, al 51 % en 1987. La reducción del endeudamiento ha producido una caída muy importante de los gastos financieros, hecho que ha contribuido muy sensiblemente a la mejora de los resultados empresariales en 1987.

La reducción de los recursos ajenos sobre el total del balance ha afectado prácticamente en la misma medida a los créditos a corto plazo y a los pasivos más permanentes. No obstante, cabe señalar que el descenso de los recursos ajenos a medio y largo plazo se produjo principalmente en 1986, mientras que la reducción en el porcentaje de los fondos a corto plazo se realizó primordialmente en 1987, año en el que la proporción de la financiación bancaria a corto plazo sobre el total del pasivo remunerado se ha situado en el 11 %.

Los datos de la Central de Balances presentan, asimismo, las diferentes condiciones de acceso de las empresas al sistema financiero en función de su tamaño. La diferencia está parcialmente justificada por las economías de escala que para las instituciones financieras supone su relación con las grandes sociedades y por el incremento de riesgos que inevitablemente descuentan las instituciones de crédito en sus compromisos con las empresas de tamaño más reducido. Pese a estas razones parciales, persisten problemas de transparencia de los mercados bancarios. De ahí la insistencia del Banco de España en que funcione adecuadamente el sistema de los tipos de interés preferenciales.

Debo confesar que todavía las cosas en este terreno no funcionan todo lo bien que desearíamos, pero sí quiero asegurarles que tomaremos todas las medidas que sean necesarias para conseguirlo. En otros ámbitos cercanos también deberán producirse mejoras. A modo de anticipo, quiero comunicarles que estamos preparando una circular que normalice las prácticas bancarias referentes a fechas y criterios de cargo y abono, a los plazos susceptibles de mejora en las liquidaciones de las transferencias y a los criterios de utilización de la fecha valor.

\* \* \*

Antes de terminar mi intervención y de dar paso al coloquio, me permitirán Vds. que haga unos comen-

tarios sobre cómo veo el marco económico en el que vivirán las empresas españolas en el próximo futuro.

Estamos sin duda en un momento económico muy delicado: lo que ocurra en los próximos meses va a condicionar, para bien o para mal, la situación económica española a medio plazo. Quizá la mejor manera de comprender la trascendencia de la presente coyuntura es hacer un breve balance de dónde estábamos a principio de los años ochenta, de dónde estamos ahora y de dónde podemos estar el año que viene.

A principio de los años ochenta nos encontramos con una economía que todavía tenía una tasa de inflación cercana al 15 %, un crecimiento no superior al 1 %, una balanza de pagos muy débil y un sector empresarial en una precaria situación financiera, todo lo cual traía como resultado una destrucción constante de puestos de trabajo. Hoy, gracias al esfuerzo de todos y a las circunstancias internacionales que nos han favorecido mucho, tenemos la tasa de crecimiento más alta de la CEE; estamos creando empleo a un ritmo anual neto de unos 380.000 nuevos puestos de trabajo; la inflación se ha reducido en dos tercios; nuestra balanza de pagos global sigue mostrando todavía este año 1988 un fuerte superávit; y, lo que es más importante de todo, hemos realizado con gran éxito nuestra entrada en la Comunidad, cuando muchos auguraban todo tipo de males para nuestra industria si se entraba en las condiciones que se habían conseguido.

Aceptando, por supuesto, que todo en la vida es perfectible y que hay muchas cosas que mejorar en el ámbito público y en el ámbito empresarial, es obvio el enorme avance conseguido en estos años para colocar la economía española en condición de afrontar con éxito total la gran tarea histórica de la integración europea. Si alguien tuviera alguna duda, yo le animo a que reflexione sobre un hecho para mí trascendental: España es probablemente el país que está atrayendo relativamente un número mayor de los grandes proyectos industriales que las empresas multinacionales van a realizar en Europa durante los próximos años.

Hace poco más de dos horas, he estado reunido con el consejo de administración de uno de los mayores bancos del mundo. Pues bien, cuando se enjuicia la situación presente y nuestras posibilidades futuras, yo me quedaría más que satisfecho si se dijera la mitad de lo que allí he oído. Y si alguien pensase que eso son meras palabras corteses, le recordaría que no es frecuente que un empresario, por cortesía, decida elegir a un país para invertir decenas de miles de millones de pesetas.

Pues bien, lo que de alguna manera está en juego en estos momentos es si vamos a continuar por la vía que ha dado esos resultados, corrigiendo lo que haya que corregir, o si optamos por las soluciones fáciles a corto plazo, renunciando a ganar la batalla contra la inflación. Imaginémosnos por un momento que así fuera. ¿Cuáles serían las consecuencias? No hace falta tener muchos conocimientos económicos, sino simplemente recordar lo ocurrido en otros países de nuestro entorno económico, para afirmar rotundamente que ello traería consigo un rápido deterioro de la situación económica en todos los campos.

En ese sentido, conviene tener muy presente que nuestra economía se parece muy poco a la que era en el pasado. Hoy en día, cualquier desequilibrio interior se manifiesta rápidamente en nuestras cuentas en el exterior, y pone en peligro la estabilidad de la peseta. Por ello comprenderán ustedes que el Banco de España sea decidido partidario de seguir una política de rigor financiero que, no sólo evite un rebrote de la inflación, sino que consiga reducir nuestros diferenciales de inflación con relación a la Comunidad.

La tarea no será fácil, pero tanto menos lo será mientras más dudas queden sobre la decisión de los poderes públicos de llevarla a cabo. En este sentido, yo me congratulo de que el Gobierno haya fijado para el año próximo un objetivo de reducción de la inflación bastante ambicioso, que ha sido objeto de muchas críticas, en parte porque se ha malinterpretado su naturaleza. Cuando el Gobierno establece en la documentación presupuestaria un objetivo de precios, no está haciendo un ejercicio de previsión económica, como podría hacerlo un servicio de estudios de cualquier institución, sino estableciendo un objetivo en función del cual elaborará su política económica; y es evidente que ese objetivo del 3 % podría alcanzarse si todos pusiéramos los medios para ello.

Una vez decidido el Presupuesto para 1989, la política económica tiene dos caminos para conseguirlo: en primer lugar, procurando en todo lo posible aumentar la competencia y, sobre todo, siguiendo una política monetaria rigurosa.

Todavía subsisten muchas zonas de la economía española donde los grados de competencia no son suficientes y ello lleva a aumentos de precios que no están justificados, sobre todo dentro de una estrategia a medio plazo. De ahí que el Gobierno haya tomado algunas medidas para aumentar la concurrencia de los productos extranjeros; de ahí también que estemos decididos a mantener una peseta fuerte, aunque ello contribuya a aumentar nuestras importaciones, porque, sin esta presión, los precios

tenderían a dispararse, por muchas recomendaciones que se hicieran y por muy buenos propósitos que hubiera por parte de todos.

Sin embargo, el principal problema con que nos enfrentamos es contener el crecimiento de la demanda interna dentro de unos límites que permitan seguir creciendo a ritmos elevados, pero en cambio eviten un crecimiento de los precios como el que estamos teniendo en estos momentos. Obviamente, esto es más fácil de decir que de hacer. La política monetaria puede influir en la expansión del gasto e incluso conseguir que éste no supere un determinado porcentaje, pero la distribución de este crecimiento entre aumento de la producción y aumento de los precios dependerá fundamentalmente de lo que decidan los empresarios y los sindicatos.

Si las empresas aprovechan la pujanza de la demanda para mejorar sus márgenes y al mismo tiempo acuerdan aumentos salariales muy por encima de las ganancias de productividad, el aumento previsto del gasto se reflejará en su mayor parte en aumento de la inflación, en detrimento de la actividad y de la creación de empleo; esa política tendería a hacer crecer las magnitudes monetarias por encima de los objetivos de la política monetaria, dando lugar a subidas de los tipos de interés y a un encarecimiento general de la financiación. Por el contrario, si empresarios y sindicatos llegan a acuerdos responsables, la actividad económica y el empleo seguirán creciendo en 1989 a ritmos cercanos a los actuales, lo mismo que los salarios reales y el consumo.

Espero que, cuando el año próximo nos reúnamos de nuevo, podamos congratularnos de que cada uno asumió sus responsabilidades, y entre todos hayamos creado un marco de crecimiento y de mayor bienestar. Entre tanto, deseo terminar mis palabras agradeciéndoles de nuevo muy sinceramente su colaboración, que nos ha permitido ofrecer un año más el estudio de la Central de Balances, que para nosotros es esencial para conocer lo que está ocurriendo en la economía española y, confío, también es de gran utilidad para ustedes. Precisamente por ello, estamos estudiando la manera de mejorar aún más la calidad de sus datos y su amplitud, tarea en la que estoy seguro seguiremos contando con su decidida colaboración.

Muchas gracias por todo ello.



# Evolución monetaria

Durante el mes de octubre, los activos líquidos en manos del público crecieron a una tasa intermensual anualizada del 12,6 %. De esta forma, el crecimiento acumulado en el período transcurrido del año se situó en el 10,4 %, dentro de la banda de objetivos fijados para 1988. No obstante, desde el mes de septiembre la evolución del agregado refleja una inflexión al alza de su ritmo de crecimiento, con lo que parece finalizar la desaceleración que se había producido en los meses centrales del año.

El carácter más expansivo de ALP se basó fundamentalmente en el fuerte crecimiento de los títulos públicos que se incluyen en su definición. En concreto destacó la variación en el saldo medio de letras del Tesoro en poder del público, que aumentó en 116 m.m. Las cesiones de deuda a medio y largo plazo con pacto de recompra se incrementaron en 51 m.m., con lo que se ha debilitado el carácter compensatorio de las variaciones de ambos activos dentro de las carteras del público. Incluso los pagarés del Tesoro registraron una variación positiva, por primera vez en lo que va de año de unos 3 m.m., asociado probablemente con la proximidad del cierre del ejercicio fiscal y con la mayor disposición anunciada por las autoridades fiscales de controlar las operaciones de seguro de prima única. Los ALP computables registraron un crecimiento conjunto del 12,6 %. Dentro de éstos se debe resaltar la fuerte expansión de los depósitos de las cajas de ahorro, con un crecimiento intermensual anualizado del 14,2 %, que contrasta con el descenso de los depósitos de la banca privada, -3,8 %.

## 1. Agregados monetarios (Ø) (\*)

	Saldos m.m.	Variación intermensual (T <sub>i</sub> ) %			Variación acumulada desde DIC de 1987 %		
		OCT (p)	AGO	SEP (p)	OCT (p)	AGO	SEP (p)
<b>Activos líquidos en manos del público (ALP)</b>	<b>35.077</b>	<b>7,6</b>	<b>10,3</b>	<b>12,6</b>	<b>10,1</b>	<b>10,2</b>	<b>10,4</b>
Disponibilidades líquidas (M <sub>2</sub> )	26.007	7,5	6,1	5,8	13,1	12,3	11,6
<i>Efectivo</i>	3.000	17,6	23,9	15,6	17,8	18,5	18,2
<i>Depósitos de la banca</i>	11.394	-0,5	-1,5	-3,8	12,3	10,7	9,2
<i>Depósitos de las cajas</i>	10.272	14,6	10,4	14,2	14,1	13,7	13,7
<i>Otros depósitos (a)</i>	1.342	5,7	5,1	9,6	2,9	3,1	3,7
Otros activos líquidos	9.070	8,1	23,6	35,1	2,1	4,3	7,1
<i>Títulos públicos (b)</i>	6.065	2,6	18,5	40,8	6,2	7,5	10,5
<i>Otros activos (c)</i>	3.005	20,1	34,6	24,3	-5,4	-1,6	0,7

(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 (%)		
	AGO (p)	SEP (p)	OCT (p)	AGO (p)	SEP (p)	OCT (p)	AGO (p)	SEP (p)	OCT (p)
				$T_1$					
<b>Serie desestacionalizada</b>									
Financiación total	27.698	28.162	28.508	3,3	22,1	15,8	14,0	14,8	14,9
				$T_{12}$					
<b>Series originales</b>									
Financiación total	27.562	27.994	28.443	15,4	15,3	14,9			
Crédito	25.405	25.840	26.285	15,4	15,3	14,9			
<i>Banca</i>	15.120	15.364	15.636	14,7	14,5	13,2			
<i>Cajas</i>	6.986	7.138	7.285	23,0	23,2	23,3			
<i>Resto</i>	3.300	3.338	3.364	5,0	4,2	5,3			
Valores y mercados monetarios	2.156	2.154	2.158	15,6	16,0	16,2			

(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 intranuales 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.

Cabe hacer una matización adicional sobre el hecho de que el componente más dinámico de ALP, durante el mes de octubre, haya sido el de las letras del Tesoro. El incremento de esos títulos públicos en poder de las empresas no financieras y familias ha sido consecuencia de la canalización por el sistema bancario hacia el público de una buena parte de las cesiones de letras del Tesoro con pactos de recompra a plazos generalmente inferiores a diez días, que el Banco de España hubo de realizar para mantener el control monetario, a los tipos de interés practicados. Por tanto, el importante crecimiento de ALP durante octubre se ha debido, básicamente, a la fuerte expansión de activos financieros con un alto grado de liquidez, lo que sugiere un significativo aumento de la preferencia por el corto plazo en un contexto de expectativas alcistas de los tipos de interés.

Los datos parciales sobre las contrapartidas de ALP permiten avanzar que su evolución en octubre fué dispar. El sector exterior tuvo, probablemente, una aportación negativa a la liquidez del sistema puesto que aunque las reservas de divisas aumentaron en unos 300 millones de dólares, la posición de contado de las entidades delegadas se redujo en unos 670 millones de dólares, reflejando expectativas de ulterior apreciación de la peseta. Por el contrario, el crédito interno al sector privado continúa creciendo a tasas elevadas, en torno al 15,5%. El sostenimiento de las tasas de variación de este agregado se ha visto favorecido en los últimos meses por

la cancelación neta de financiación exterior. En el mismo sentido expansivo evolucionó el crédito interno concedido a las Administraciones Públicas que ha experimentado, por segundo mes consecutivo, una significativa aceleración, lo que sitúa su crecimiento acumulado en los diez primeros meses del año, ligeramente por encima de las previsiones formuladas al comienzo del ejercicio.

La evolución de los tipos de interés durante el mes de octubre tuvo como referencia básica la elevación de los tipos de intervención del Banco de España y de los ofrecidos por el Tesoro para la captación de financiación a medio y largo plazo. Este ajuste, iniciado el 23 de septiembre con la elevación de los tipos exigidos en los préstamos de regulación monetaria, se completó en la subasta de bonos del Estado del 6 de octubre.

Los datos desfavorables sobre la evolución del IPC de septiembre, que implicaban la continuidad del proceso alcista de los precios iniciado al comienzo del verano, en un clima de recalentamiento de la economía cada vez más evidente, generaron fuertes expectativas alcistas de los tipos de interés. Estas no se vieron, sin embargo, corroboradas y durante el mes de octubre se mantuvieron invariables los tipos de intervención del Banco de España y del Tesoro, provocando la renovación de tan sólo un 50 % aproximadamente de las amortizaciones de letras del Tesoro a un año. Al mismo tiempo, y estrechamente

relacionado con lo anterior, la existencia de fuertes excedentes de liquidez en el mercado de activos de caja durante la segunda y tercera decena del mes, fue ocasionando una cierta erosión de las expectativas iniciales sobre los futuros tipos de interés, e incluso caídas esporádicas en los tipos de interés de los depósitos interbancarios.

Los tipos de interés negociados en el mercado interbancario se elevaron, en media mensual, 0,73 puntos para los depósitos a un día y 1,42 para los depósitos a seis meses. El mayor incremento se produjo en el plazo de tres meses, 1,46. Por lo que se refiere a los tipos negociados en las operaciones dobles con deuda del Estado, los incrementos fueron inferiores, con lo que durante el mes de octubre se ha ensanchado el diferencial de los tipos de interés correspondientes al mercado interbancario de depósitos y al mercado secundario de deuda pública. La única excepción a este comportamiento correspondió a las cesiones de bonos y obligaciones a tres meses que experimentaron el mayor incremento de los registrados en el mercado de dinero, 1,74 puntos, aunque se trata de un hecho poco significativo dado

el reducido volumen de negociación en este tramo del mercado (el dato de septiembre corresponde a una sólo operación efectuada con anterioridad al incremento de los tipos, iniciado el día 23 de septiembre).

En el mes de octubre se observó una transmisión hacia los tipos a más largo plazo del incremento generalizado en los tipos a un año o a plazos inferiores. Así lo refleja el incremento de las rentabilidades negociadas en operaciones bursátiles para la deuda pública y, en menor grado, para las obligaciones eléctricas. Cabe destacar la subida de 1,13 puntos en el rendimiento interno de la deuda pública con vencimiento a más de dos años en el mercado bursátil. En el mercado de deuda anotada las alzas fueron de 0,72 puntos para la deuda con vencimientos a más de dos años y de 0,60 para vencimientos a más de cuatro años.

Como consecuencia de la evolución reseñada en los tipos de interés en el mercado nacional y de la estabilidad de los mismos en los mercados financieros internacionales, el diferencial medio de los

### 3. Tipos de interés (Ø)

%

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

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

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

	1987 DIC	1988		
		AGO	SEP	OCT
EUROMERCADOS A 3 MESES:				
Dólar	7,9	8,5	8,3	8,5
Franco suizo	3,6	3,6	3,4	3,7
Marco	3,6	5,1	4,9	4,9
Yen	4,4	4,8	4,9	4,6
Franco francés	8,9	7,8	7,9	8,0
Libra esterlina	8,7	11,3	12,1	12,0
<b>Media ponderada (a)</b>	<b>5,7</b>	<b>6,4</b>	<b>6,3</b>	<b>6,3</b>
<b>Diferencial medio (b)</b>	<b>8,1</b>	<b>4,4</b>	<b>4,9</b>	<b>6,3</b>

(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.

tipos de interés aumentó en 1,4 puntos respecto del mantenido en septiembre. La evolución de la peseta en los mercados cambiarios ha estado caracterizada por la continuación del proceso de apreciación nominal y real, que se ha venido dando a partir de la primera decena de septiembre. La tendencia depreciatoria del dólar en los mercados internacionales y las expectativas alcistas de los tipos de interés nacionales constituyen las causas básicas de la apreciación nominal de la peseta. El incremento del diferencial de inflación registrado durante octubre frente a los principales países industrializados explica, adicionalmente, la apreciación real. Frente al dólar, en términos nominales y en medias mensuales, la peseta se apreció un 3,3 % y frente al marco un 0,8 %. El índice de posición efectiva de la peseta frente a la CEE experimentó una apreciación del 0,8 % y del 1,1 % frente al conjunto de los países desarrollados.

La publicación del IPC de septiembre supuso una apreciación inmediata de nuestra moneda, que re-

#### 5. Tipos de cambio (∅)

	Situación en OCT 1988	Variaciones (%) (a)					
		Mensuales			Mensuales acumuladas desde DIC 1987		
		AGO	SEP	OCT	AGO	SEP	OCT
<b>TIPOS DE CAMBIO NOMINALES:</b>							
Del dólar frente a:							
Marco	1,82	2,4	-1,1	-2,5	15,5	14,2	11,4
Yen	128,99	0,4	0,5	-4,0	4,1	4,6	0,4
Países desarrollados (b)	96,76	1,3	-0,1	-2,7	6,1	6,0	3,2
De la peseta frente a:							
Dólar	120,28	-1,6	-0,1	3,3	-10,8	-10,9	-7,9
Franco suizo	78,03	1,8	-0,6	1,0	6,2	5,6	6,7
Marco	66,05	0,8	-1,2	0,8	3,1	1,8	2,6
Yen	93,26	-1,1	0,4	-0,8	-7,1	-6,7	-7,5
Libra esterlina	208,71	-1,1	0,6	0,2	-3,8	-3,2	-3,0
Franco francés	19,37	1,2	-0,8	1,1	2,9	2,2	3,3
CEE (b) (d)	76,78	0,6	-0,7	0,8	2,1	1,4	2,1
Países desarrollados (b) (d)	71,44	-0,2	-0,5	1,2	-1,2	-1,7	-0,5
Principales acreedores (c) (e)	53,52	-0,4	-0,3	1,5	-4,2	-4,5	-3,1
<b>TIPOS DE CAMBIO REALES (f):</b>							
De la peseta frente a:							
Dólar	...	-1,0	0,6	...	-10,1	-9,5	...
CEE (b)	103,93	1,2	0,1	-0,9	3,7	3,8	2,8
Países desarrollados (b)	97,10	0,7	0,2	-1,1	0,2	0,4	-0,7

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

(b) Medias ponderadas por el comercio exterior.

(c) Índice base: ∅ 1980/82=100.

(d) Índice base: ∅ 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.

## 6. Intervención del Banco de España

	OCT 1988 Saldo a fin de mes	1988			OCT 1988		
		AGO	SEP	OCT	1 dec.	2 dec.	3 dec.
Variaciones absolutas (a)							
<b>Activos de caja</b>	<b>3.565</b>	<b>-779</b>	<b>-58</b>	<b>-29</b>	<b>233</b>	<b>-307</b>	<b>45</b>
CONTRAPARTIDAS:							
<b>Circulación fiduciaria (b)</b>	<b>-3.318</b>	<b>89</b>	<b>20</b>	<b>3</b>	<b>-58</b>	<b>98</b>	<b>-37</b>
<b>Otros factores</b>	<b>7.307</b>	<b>-379</b>	<b>39</b>	<b>138</b>	<b>54</b>	<b>163</b>	<b>-79</b>
Sector exterior	4.429	151	-81	-5	24	2	-31
Sector público	1.062	167	294	-682	-172	-191	-320
Cartera de pagarés y letras del Tesoro	1.691	123	200	495	0	296	199
Otros fondos públicos	238	13	0	0	0	0	0
Cuentas diversas (b)	224	-444	-409	313	-168	-63	-83
Efectivo en caja del sistema bancario (b)	-337	-389	36	16	34	-8	-10
<b>Operaciones con las instituciones financieras</b>	<b>-424</b>	<b>-489</b>	<b>-117</b>	<b>-170</b>	<b>237</b>	<b>-568</b>	<b>161</b>
Préstamos de regulación	0	-255	1	-1	-1	0	0
Cesiones temporales deuda (b)	-1.206	-237	-105	-224	232	-616	160
Otros	782	3	-13	55	5	48	1
Niveles medios en porcentajes							
EXCEDENTES DE CAJA (c) (c):							
Sistema bancario	...	0,037	0,047	0,039	0,035	0,040	0,042
Banca	...	0,049	0,066	0,055	0,048	0,061	0,057
Cajas	...	0,023	0,027	0,022	0,021	0,018	0,026

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

(b) Aumento (-).

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

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núm. 5. *Boletín Estadístico*, cuadros I-1 a I-13, y IX-9.

basó el límite de las 66 pesetas por marco, en un movimiento que cabe interpretar como de anticipación por el mercado de un endurecimiento de la política monetaria ante la desfavorable evolución de los precios. Sin embargo el mantenimiento de los tipos de intervención del Banco de España y de los ofrecidos por el Tesoro provocó que el impacto apreciatorio de la publicación del IPC fuera corrigiéndose suavemente hasta alcanzar los niveles de cotización anteriores. A pesar de este reajuste, las expectativas del mercado apuntaban hacia una apreciación adicional de la peseta, como refleja el importante descenso en la posición de contado de las entidades delegadas mencionado anteriormente.

La actuación del Banco de España en los mercados monetarios se centró en el drenaje de liquidez, especialmente en la segunda y tercera decena del mes, debido a la existencia de fuertes excedentes en el mercado de activos de caja. La intervención neta resultante pasó así de 145 m.m. en la primera decena a -29 m.m. y -42 m.m. en las dos restantes. En consonancia con lo expuesto anteriormente, el elemento

más característico de este proceso fue la negativa de las instituciones financieras a aceptar la colocación de sus excedentes en el tramo generalmente utilizado por el Banco de España para la absorción de liquidez, el de tres meses, con lo que el banco emisor hubo de recurrir a las cesiones de letras del Tesoro con pactos de recompra a plazos muy cortos. Este fenómeno es consecuencia, nuevamente, de las expectativas alcistas de tipos de interés existentes durante el mes de octubre. A pesar del efecto de absorción de liquidez de la importante concentración de ingresos fiscales, durante la primera decena de activos de caja de noviembre, el Banco de España ha tenido que continuar su labor de drenaje, como se refleja en la intervención neta decenal resultante (-82 m.m.).

21-XI-1988.



# Evolución reciente del mercado de pagarés de empresa

## 1. EL MERCADO DE PAGARES DE EMPRESA: EMISIONES Y SALDOS VIVOS

La recuperación de la actividad del mercado de pagarés de empresa, iniciada en los últimos meses de 1987, prosiguió a lo largo del período enero-septiembre de 1988, en un contexto de gradual normalización de los mercados financieros que contrastó con las tensiones registradas en el mismo período del año pasado.

Aunque en algunos meses de 1988 se han registrado emisiones netas negativas, al finalizar septiembre el saldo de pagarés de empresa en circulación se ha incrementado en 140,9 m.m., cifra muy superior a la variación registrada en el mismo período de 1987 (véase cuadro 1).

Si bien existen diversos elementos que apuntan a una infravaloración del saldo vivo estimado, su magnitud al término del tercer trimestre del año actual ascendía a 512 m.m., de los que 233 m.m. estaban en posesión de bancos, cajas y SMMD, mientras que los 279 m.m. restantes engrosaban las carteras del sector privado no financiero (véase cuadro 2).

### 1. Pagarés de empresa y transferencias de activos

(Emisiones netas)

m.m.

	Total	Pagarés de empresa	Transferencias de activos
<b>1987 Ene-Sep</b>	-113,8	-113,2	227,0
<b>1987 Oct-Dic</b>	-187,9	-249,1	61,2
<b>1988 Ene-Sep</b>	509,7	140,9	368,8
<b>1988 Ene</b>	31,5	39,9	-8,4
<i>Feb</i>	65,2	-5,4	70,6
<i>Mar</i>	97,7	-19,9	117,6
<i>Abr</i>	204,2	15,6	188,6
<i>May</i>	-166,5	22,7	-189,2
<i>Jun</i>	-12,9	49,6	-62,5
<i>Jul</i>	75,4	14,7	60,7
<i>Ago</i>	201,5	36,0	165,5
<i>Sep</i>	13,6	-12,3	25,9

### 2. Pagarés de empresa

(Saldo vivo)

	Total		Cartera del público		Cartera de bancos, cajas y SMMD	
	Miles de millones 1	Miles de millones 2	% s/1 3	Miles de millones 4	% s/1 5	
<b>1987</b>	370,8	199,6	53,8	171,2	46,2	
<b>1988 Ene</b>	410,7	227,1	55,3	183,6	44,7	
<i>Feb</i>	405,3	177,9	43,9	227,4	56,1	
<i>Mar</i>	385,4	163,0	42,3	222,4	57,7	
<i>Abr</i>	401,0	192,9	48,1	208,1	51,9	
<i>May</i>	423,7	219,0	51,7	204,7	48,3	
<i>Jun</i>	473,3	259,8	54,9	213,5	45,1	
<i>Jul</i>	488,0	250,7	51,4	237,3	48,6	
<i>Ago</i>	524,0	289,5	55,2	234,5	44,8	
<i>Sep</i>	511,7	278,6	54,4	233,1	45,6	

## 2. COMPORTAMIENTO DE LOS AGENTES PARTICIPANTES EN EL MERCADO

A lo largo del período considerado, la distribución por agentes tenedores del saldo de pagarés en circulación ha registrado una acusada variabilidad.

El cuadro 2 ilustra suficientemente el fenómeno apuntado. Así, durante el primer trimestre las entidades financieras aumentaron su participación en el saldo vivo en once puntos porcentuales, mientras que el público la redujo en la misma proporción. Sin embargo, a partir del mes de abril ambos grupos de agentes se comportaron de modo inverso, de manera que al finalizar el mes de septiembre el mercado presentaba una estructura de tenencias similar a la del comienzo del año.

La explicación de este comportamiento debe situarse en un marco más general que considere factores tales como la política crediticia de las entidades financieras, la intensidad y características de la apelación al mercado de recursos prestables por parte de las empresas emisoras, el grado de respuesta del ahorro ante el abanico de oferta de instrumentos financieros disponibles en los distintos mercados y, todo ello, lógicamente, en el contexto de la evolución corriente y esperada de los tipos de interés.

Dado que las cajas de ahorro son un componente residual en el mercado primario, el primer aspecto señalado se reduce, de hecho, a considerar la política de activo seguida por la banca, sin cuyo concurso la existencia de este mercado no sería posible en la actualidad. Con independencia de los compromisos financieros a medio plazo contraídos por las instituciones bancarias con las empresas emisoras de los pagarés, que determinan la renovación periódica de un volumen importante de las carteras de los intermediarios, las expectativas mantenidas sobre el curso previsible de los tipos de interés a corto plazo condicionan considerablemente la política de ventas y cesiones de aquellos títulos por estas entidades.

La continuación, desde principios de año, de la tendencia descendente de los tipos de interés y las perspectivas sobre su mantenimiento a medio plazo, indujo a las entidades a acumular durante enero y febrero un volumen de pagarés de 56 m.m. Sin embargo, en los meses siguientes se produjeron dos acontecimientos que provocaron una corrección de las expectativas sostenidas hasta entonces con respecto a la evolución de los tipos. En efecto, las subidas que registraron los tipos de interés en los mercados internacionales a partir del mes de marzo, y el empeoramiento de la evolución del nivel general de precios en el verano, introdujeron elementos de in-

certidumbre con respecto al rumbo futuro de los tipos en los mercados internos. En estas condiciones, las instituciones financieras optaron por cubrirse mediante la venta al sector privado de parte de su cartera de pagarés de empresa, al tiempo que aceleraban el ritmo de las colocaciones intermedias. El efecto de esta estrategia en los meses siguientes fue doble. De un lado, las carteras de pagarés del público crecieron ostensiblemente y, de otro, las entidades financieras lograron las plusvalías derivadas de la caída de los tipos (véase cuadro 2).

También hay que señalar que el fuerte ritmo de crecimiento registrado por la economía española en este período no habría sido posible sin una paralela expansión de los recursos financieros disponibles para las empresas, en cuya movilización el mercado de pagarés de empresa ha recuperado parte del protagonismo que perdió en 1987.

Otro elemento relevante para la dinámica del mercado fue la progresiva normalización de la pendiente de las curvas de rendimientos por plazos, asociada al carácter relativamente distendido con el que se instrumentó la política monetaria en ese período. Este hecho, junto a la caída de la remuneración ofrecida por el Tesoro en las subastas de letras (véase cuadro 3), indujo una reestructuración de la riqueza financiera del público, caracterizada por la revitalización de los mercados de valores y de otros activos monetarios no incluidos en la definición estadística del agregado objetivo intermedio, entre los que se encuentran los pagarés de empresa.

Sin embargo, después de tres meses de mantener fijo el tipo de interés de las letras, el Tesoro elevó su remuneración en las subastas de septiembre en un porcentaje superior al que estaban dispuestos a soportar los emisores de pagarés de empresa (véase cuadro 3), con lo que su oferta neta de papel se tornó negativa y la participación del público en el stock vivo en circulación descendió moderadamente.

## 3. Tipos de interés

	Pagarés de empresa (a)		Letras del Tesoro a un año (b)	Dep. inter bancarios a 3 meses
	A 3 meses	A 1 año		
<b>1988</b>				
<i>Ene</i>	13,01	12,84	11,83	12,70
<i>Feb</i>	12,24	12,44	11,71	12,00
<i>Mar</i>	11,52	11,64	10,86	11,10
<i>Abr</i>	10,94	10,93	9,72	10,90
<i>May</i>	10,94	10,77	9,99	11,10
<i>Jun</i>	10,50	10,46	10,02	10,40
<i>Jul</i>	10,87	10,86	10,02	10,79
<i>Ago</i>	11,12	11,03	10,02	10,75
<i>Sep</i>	11,42	11,21	10,59	11,17

(a) Compras de la banca a los emisores.

(b) Marginal de las peticiones adjudicadas en subasta.

### 3. PLAZOS DE LAS OPERACIONES

El plazo de vencimiento al que se emiten los pagarés presenta una ostensible variabilidad en períodos cortos de tiempo. En este punto, las expectativas existentes con respecto a la trayectoria a corto plazo de los tipos de interés tienen un peso considerable en la estructura de la demanda y oferta de vencimientos.

En efecto, en los comienzos del año, la credibilidad otorgada por el mercado a la política de rebaja de tipos llevada a cabo por las autoridades monetarias se manifestó en un elevado volumen de operaciones a más de tres meses (véase cuadro 4).

A medida que avanzaba el año, la preferencia por el muy corto plazo comenzó a dominar el mercado, de modo que las operaciones a plazos inferiores a tres meses llegaron a representar en septiembre, el 92% del total, con una drástica reducción de las realizadas a más de un año. Este fenómeno estuvo asociado a las incertidumbres derivadas del rumbo que tomaron los tipos de interés exteriores y, posteriormente, del dato de inflación del mes de julio, que indujeron a las entidades a acumular en sus carteras las emisiones a plazos cortos y a colocar entre el público un mayor porcentaje de las realizadas a plazos mayores.

La apreciación del tipo de cambio efectivo real de la peseta en los meses de verano redujo la probabilidad de una subida inmediata de los tipos de interés internos que abriese aún más su diferencial con los del resto del mundo. En este contexto se produjo un moderado proceso de alargamiento de los vencimientos de las nuevas emisiones del mes de septiembre, sin que ello pueda interpretarse como un cambio de tendencia.

### 5. Pagarés de empresa y transferencias de activos (Saldos en manos del público)

	Total		Pagarés de empresa		Transferencias de activos	
	Miles de millones 1	Miles de millones 2	% s/1 3	Miles de millones 4	% s/1 5	
<b>1987</b>	637,8	199,6	31,3	438,2	68,7	
<b>1988</b> Ene	656,9	227,1	34,6	429,8	65,4	
Feb	678,3	177,9	26,2	500,4	73,8	
Mar	781,0	163,0	20,9	618,0	79,1	
Abr	999,5	192,9	19,3	806,6	80,7	
May	836,4	219,0	26,2	617,4	73,8	
Jun	813,9	259,8	31,8	554,9	68,2	
Jul	866,3	250,7	28,9	615,6	71,1	
Ago	1.070,6	289,5	27,0	781,1	73,0	
Sep	1.085,6	278,6	25,7	807,0	74,3	

### 4. PAGARES DE EMPRESA Y TRANSFERENCIAS DE ACTIVOS

La evolución del conjunto de títulos monetarios privados no pertenecientes a ALP puede seguirse a través de los cuadros 1, 2 y 5. En ellos se muestra el perfil de las emisiones y saldos en circulación de los pagarés de empresa y de las transferencias de créditos bancarios. Pese a los elementos de sustitución que poseen estas dos vertientes y que posteriormente se destacan en este artículo, ambos conjuntamente constituyen el núcleo de financiación al sector privado desintermediado más importante existente en los mercados monetarios españoles.

En los nueve meses transcurridos, el saldo en circulación de las transferencias de activos negociadas por las instituciones bancarias ha registrado un crecimiento superior al del mismo período del año 1987, elevando su participación en las carteras de títulos

### 4. Pagarés de empresa Plazos de las operaciones realizadas por la banca

Porcentajes (a)

	A menos de 3 meses			Entre 3 y 12 meses			A más de 12 meses		
	Compras	Ventas	Colocaciones	Compras	Ventas	Colocaciones	Compras	Ventas	Colocaciones
<b>1988</b> Ene	59,2	49,6	69,5	30,1	39,0	19,8	10,7	11,4	10,7
Feb	62,5	67,9	59,6	22,9	22,2	24,6	14,6	9,9	15,8
Mar	76,6	78,7	70,5	15,6	15,5	19,1	7,8	5,8	10,4
Abr	90,1	89,8	61,7	8,5	8,4	30,5	1,4	1,8	7,8
May	90,7	88,1	71,2	8,6	10,6	23,4	0,7	1,3	5,4
Jun	88,8	89,2	68,4	8,9	8,3	22,3	2,3	2,5	9,3
Jul	89,3	91,2	59,7	8,8	7,1	28,3	1,9	1,7	12,0
Ago	95,5	95,6	67,4	2,9	2,8	27,7	1,6	1,6	4,9
Sep	92,1	91,1	70,4	6,2	6,5	22,9	1,7	2,4	6,7

(a) Calculados sobre el total de cada tipo de operación.

monetarios privados del público a un 74%. La evolución de los saldos vivos de estos instrumentos ha sido, también, altamente irregular, con períodos de acelerado crecimiento y un pronunciado declive en los meses de mayo y junio. Asimismo, cabe señalar que los datos recogidos en los cuadros ya señalados apuntan a una cierta sustitución entre los pagarés de empresa y las transferencias de crédito en las carteras de títulos monetarios del sector privado.

La elevada cuantía de los saldos de pagarés de empresa y transferencias de créditos en poder del sector privado, así como su corto plazo de vencimiento y extrema sensibilidad a las expectativas de tipos de interés, aconsejan prestar gran atención a estos mercados y a los de instrumentos alternativos. En concreto, los tipos de interés de los títulos públicos a más corto plazo, el rendimiento de los títulos monetarios negociados en los mercados interbancarios, y el grado de apertura de los diferenciales entre los precios de los depósitos y los créditos bancarios, pueden inducir rápidos trasvases de gran importancia cuantitativa, que acaben por afectar a la demanda de ALP.

No obstante, las distintas funciones que cumplen, las transferencias de créditos y los pagarés de empresa son susceptibles de atenuar la inestabilidad potencial de la demanda de ALP asociada a la existencia de tales títulos. En efecto, el objetivo perseguido por las empresas no financieras con la puesta en circulación de pagarés es reducir el coste de su financiación a través de la captación de recursos a corto plazo directamente de los ahorradores últimos. Este objetivo se inserta en el proceso de desintermediación financiera alentado por los elevados márgenes de intermediación del sistema bancario español.

Por el contrario, y frente a dicho proceso de desintermediación, las transferencias de créditos constituyen una manifestación tendente a reintermediar los flujos de financiación directa mediante la venta de carteras de créditos del sistema bancario al sector privado. En su origen, dichos créditos se habrán formalizado de manera tal que admita su cesión particionada a la clientela de la entidad prestamista. Por lo tanto, los trasvases de cartera que se produzcan entre ambos instrumentos tenderán a neutralizar, en mayor o menor medida, los potenciales efectos desestabilizadores sobre la demanda de ALP apuntados anteriormente.

18-XI-1988.

# La innovación financiera y las operaciones del sistema bancario

*Este artículo ha sido elaborado por Fernando Gutiérrez y Carlos Chuliá, del Servicio de Estudios.*

## INTRODUCCION

En este trabajo se analizan las manifestaciones del proceso de innovación financiera sobre las instituciones bancarias españolas. Para ello se revisan, en primer lugar, los cambios recientes del entorno económico y regulatorio en la mayor parte de los países desarrollados y cuáles han sido sus efectos sobre la actividad bancaria. En el apartado 2 se resaltan las características diferenciales de la evolución económica y de la regulación españolas, que explican algunas particularidades del proceso de innovación financiera en nuestro país, y se analizan las consecuencias sobre los balances de las instituciones bancarias. A continuación, se exponen los efectos de la innovación financiera sobre las cuentas de resultados, con el propósito de obtener alguna luz sobre las estrategias desarrolladas por la banca en relación a este fenómeno. El trabajo se cierra con un resumen de las conclusiones más importantes.

## 1. LOS CAMBIOS EN LA ACTIVIDAD BANCARIA INTERNACIONAL

Desde comienzos de los años setenta y, especialmente, en la última década, la actividad de las instituciones financieras ha experimentado cambios de intensidad y rapidez no conocidas anteriormente. Estos cambios han afectado a la naturaleza e instrumentación de sus operaciones, a la cuantía y al reparto de la financiación canalizada desde y hacia los distintos sectores y agentes económicos y hasta a la concepción y los límites del negocio bancario.

Dichas transformaciones han sido la respuesta de las entidades a un conjunto muy complejo de factores, que se refieren tanto al entorno económico general, como a la regulación financiera y que han sido reiteradamente expuestos en distintos trabajos sobre el tema. No obstante, una breve relación de los mismos debería incluir:

- 1) Las crisis económicas de los años setenta y los primeros ochenta, que generaron un notable deterioro de la calidad de los activos bancarios, tanto frente a prestatarios residentes como a deudores de países en vías de desarrollo.

- 2) La aceleración del ritmo de aumento de los precios y la desinflación del período más reciente, con sus efectos sobre los niveles y la variabilidad de los tipos de interés.

3) El aumento de los riesgos de tipo de cambio a que se vieron sometidos los agentes, derivado de la internacionalización de la actividad económica, de los cambios en los saldos de las transacciones comerciales entre los distintos países y de la libre fluctuación de las divisas.

4) El surgimiento y expansión, hasta un período muy reciente, del déficit público, que generó un rápido crecimiento de la deuda pública en circulación.

5) El proceso de liberalización del sistema financiero, que modificó, de forma radical, las condiciones de competencia entre las entidades y amplió su capacidad operativa.

6) El desarrollo de la política monetaria y de los instrumentos y mercados vinculados a ella.

7) El avance de las comunicaciones y la informática, que ha abaratado los costes de obtención de información y de las transacciones y acrecentado la flexibilidad de las operaciones de las entidades financieras y de sus clientes.

Como resultado de todo ello, la actividad bancaria ha experimentado un notorio aumento de los riesgos (de crédito en los mercados internos y externos, de tipos de interés y de tipos de cambio). A la vez, se ha producido una elevación del grado de competencia, tanto entre las propias entidades bancarias, como por el desarrollo de mercados alternativos a los bancarios tradicionales y por la concurrencia de nuevos intermediarios no bancarios.

Frente a este entorno, las instituciones bancarias de la mayor parte de los países desarrollados formularon respuestas similares, en la medida en que el avance tecnológico y los cambios en la regulación lo permitieron. Entre las más generales e importantes pueden destacarse: en primer lugar, la generación de instrumentos diseñados para la protección de los riesgos de tipo de interés y de cambio y, en segundo lugar, el desarrollo de actividades no tradicionales en la banca, como la mediación en los mercados de títulos y, en general, las llamadas operaciones fuera de balance.

Los cambios en las operaciones bancarias relacionados con el aumento de los riesgos de tipos de interés y de cambio respondieron a dos necesidades fundamentales: por una parte, las entidades se vieron obligadas a la creación de instrumentos, tanto de activo como de pasivo, que respondieran a la demanda de protección de dichos riesgos por parte de su clientela, lo que implicaba su traspaso a los intermediarios bancarios. Estos, a su vez, ante el au-

mento del riesgo soportado, hubieron de utilizar esos mismos instrumentos, o de desarrollar otros, destinados a su propia cobertura, procediendo a un reparto de riesgo entre los agentes dispuestos a asumirlo.

Así, la necesidad de protección del ahorro frente a la erosión de la inflación y frente a la incertidumbre que ésta genera con respecto a los tipos nominales de interés, dió lugar a la creación de diversos instrumentos rentables de captación de pasivo a corto plazo. Ello, junto con el desarrollo de los mercados interbancarios, ocasionó una dependencia mayor de fondos tomados a corto plazo y a tipos muy variables. En consecuencia, las instituciones bancarias procuraron un más rápido ajuste de sus tipos activos a las alteraciones del coste de sus recursos, principalmente, a través de la concesión de créditos a tipos variables.

Las demandas de los ahorradores de instrumentos más líquidos y rentables condujeron, asimismo, al auge de los mercados de valores, con una potenciación de los títulos negociables tradicionales y el desarrollo de nuevos instrumentos, generalmente, a corto plazo. Ello determinó, en última instancia, un aumento considerable del peso de los títulos en los balances bancarios.

La necesidad de competir por el ahorro disponible con los restantes agentes emisores fomentó la emisión de pasivos negociables por parte de las entidades bancarias. Este fenómeno, que ha sido denominado "securitización", fue fomentado por la conveniencia de movilizar determinadas partes de los activos bancarios, a través de la creación de instrumentos de pasivo, vinculados a créditos determinados o a porciones de la cartera global.

Del lado de los activos, la mayor presencia de la banca en actividades de colocación de instrumentos emitidos por otros agentes, así como la generalización de las operaciones de regulación monetaria mediante títulos, y las ventajas de constituir segundas líneas de liquidez, materializadas en instrumentos negociables con amplios mercados secundarios, como medio de cobertura frente a los riesgos de interés, incrementaron considerablemente las tenencias de títulos por parte de las instituciones bancarias.

Por último, la protección frente a riesgos específicos en distintos mercados originó el desarrollo de los futuros, opciones y otros instrumentos derivados. La importancia de estos instrumentos para la banca ha aumentado de forma paralela a la creciente internacionalización de sus operaciones y a su mayor ac-

tividad como intermediarios (colocadores, aseguradores, etc.) en los mercados de títulos.

Por lo que se refiere a las operaciones fuera de balance, su desarrollo vino igualmente determinado por el auge de los mercados de valores, en detrimento del papel tradicional de los bancos como principales financiadores de los agentes económicos no financieros. Muchos bancos se vieron obligados a buscar nuevas formas de obtención de ingresos, a través de la intermediación en estos mercados. Las actividades de colocación de emisiones, suscripción, aseguramiento, aval, líneas de crédito subsidiarias a emisiones etc., son compromisos lucrativos que no se traducen en aumentos de las cifras de balance. Esta tendencia se ha visto reforzada, en muchos países, por el gradual endurecimiento de los requerimientos de recursos propios para la banca. Dado que las actividades fuera de balance estaban excluidas, en un principio, de estos requerimientos, los bancos tenían un incentivo adicional para la realización de estas operaciones. Aunque en la actualidad los riesgos efectivamente contraídos por esta vía tienden a ser valorados y tenidos en cuenta en el establecimiento de coeficientes de recursos propios, los bancos han continuado desarrollando operaciones que disocian la labor de búsqueda de recursos para los clientes, de la provisión efectiva de fondos a estos. Así, a través de la colocación de pagarés, obligaciones o acciones, la creación de líneas de crédito subsidiarias, la generación de préstamos que son posteriormente vendidos en participaciones, la oferta de swaps, etc. los bancos han expandido su esfera de actividad, sin un aumento paralelo de sus balances.

## 2. LOS CAMBIOS DE LA BANCA EN ESPAÑA

Las entidades bancarias españolas no han sido ajenas a este proceso de transformación que ha revestido, en muchos aspectos, caracteres similares a los experimentados en otros países desarrollados, pero, también, ha recogido las particularidades de la evolución de la economía y la regulación españolas.

Entre ellas deben destacarse tres, que han incidido de forma muy directa sobre la evolución de las operaciones bancarias en España: en primer lugar, el progreso relativamente lento de la competencia en la canalización de los flujos financieros, bien entre las propias entidades bancarias o por parte de agentes ajenos a ellas. En segundo lugar, el protagonismo de la política de financiación del déficit público en la evolución financiera del período. Finalmente, la profusión de cambios en la regulación y, especialmente, en los aspectos fiscales de ésta.

El desarrollo de la competencia fue obstaculizado por un conjunto complejo de circunstancias: la situación de partida del proceso de liberalización se caracterizaba por una estrecha regulación de los mercados y las operaciones; el desarrollo de un entorno más competitivo se vió condicionado por la aparición de una crisis bancaria de gran magnitud, que impuso, tanto en el comportamiento de las instituciones bancarias, como en la propia regulación, un sesgo favorable al mantenimiento de la competencia dentro de unos límites que permitieran la generación de los recursos necesarios para el saneamiento del sistema. Además, el proceso de liberalización se vió, en ocasiones, supeditado a los problemas que planteaba la financiación del déficit público. Por último, hasta fechas recientes, el control de cambios ha dificultado la internacionalización de las operaciones y la competencia exterior en el ámbito financiero.

A pesar de ello, se ha producido, indudablemente, un aumento gradual de la competencia. A ello han contribuido la liberalización progresiva de los tipos de interés de las operaciones activas y pasivas, la disposición de nuevos instrumentos y mercados para una mejor gestión de los recursos por parte de los agentes, el establecimiento de bancos extranjeros, la mayor libertad operativa de las cajas de ahorros, la expansión de la actividad de otros intermediarios no bancarios y el desarrollo de mercados de títulos susceptibles de ser colocados directamente entre los ahorradores, tales como la deuda pública, los pagarés de empresa, etc.

Como resultado de todo ello, a lo largo del período 1975-87 se ha producido una considerable expansión de los instrumentos financieros en circulación, que no ha venido acompañada de un crecimiento paralelo de los balances bancarios (véase cuadro 1). Si bien ello refleja, en parte, el surgimiento de mercados alternativos, el sistema bancario conserva un papel predominante en ellos, a través de su actuación directa como colocador de títulos públicos y privados y de la creación de sociedades filiales activas en los mercados monetarios, hipotecarios, los seguros, etc. Dada esta situación, es probable que el factor más poderoso de fomento de la competencia haya sido la expansión de la actividad de las cajas de ahorros. El cuadro 1 refleja los cambios en el reparto del mercado en favor de las cajas y en detrimento de las instituciones bancarias privadas.

Por lo que se refiere al sector público, ha resultado un factor básico en el desarrollo de las operaciones bancarias en la última década. Tal y como se aprecia en el cuadro 2, se produjo una redistribución de los flujos financieros de la economía española, que afectó de forma decisiva a la actividad bancaria. Las

## 1. Grado de intermediación del sistema financiero

% PIB

	1975	1981	1983	1985	1987
Pasivos financieros de los sectores residentes no financieros (Total) (a)	123,4	127,6	152,6	193,3	215,1
– De las Administraciones públicas	13,4	23,1	35,0	47,0	48,5
– De las empresas y familias	110,0	104,5	117,6	146,3	166,6
Activos de las instituciones financieras frente a los sectores residentes no financieros (Total)	109,7	105,2	115,6	117,7	117,8
– Del sistema bancario	88,6	84,1	86,1	88,5	94,1
– De la banca	65,9	60,0	60,2	63,9	61,3
– De las cajas	27,7	24,1	25,9	24,6	32,8

(a) Las cesiones temporales de activos se contabilizan como un pasivo financiero de la institución cedente frente al que las adquiere. Al propio tiempo, el activo cedido sigue siendo un activo financiero del cedente frente al emisor inicial.

tenencias de activos frente al sector público aumentaron considerablemente, mientras que se produjo un apreciable descenso relativo de la financiación concedida al sector privado. Por otra parte, la actividad de intermediación de la banca se ha desarrollado preferentemente en los mercados de títulos públicos. En cuanto a las operaciones pasivas, la banca ha generado instrumentos competitivos con los emitidos por el Tesoro, o específicamente diseñados para el traspaso a su clientela de su cartera de estos títulos, como las cesiones temporales.

Finalmente, las operaciones bancarias se han visto muy condicionadas por la evolución del marco regulatorio. Por una parte, las restricciones impuestas por el control de cambios a las operaciones con el exterior ha favorecido, hasta fecha muy reciente, un escaso grado de internacionalización de la banca española (véase cuadro 2). Asimismo, las trabas legales explican, en parte, el retraso en el desarrollo de instrumentos para la cobertura de riesgos de tipos de interés y de cambio, tales como las opciones, los futuros y los instrumentos derivados.

Además, la complejidad del proceso de liberalización de la economía, y, en particular, la coincidencia de ésta con el desarrollo de la imposición sobre la renta y las modificaciones en la consideración fiscal de los instrumentos financieros, han condicionado

de forma decisiva el ritmo y las características de los cambios de las operaciones bancarias. Tal fenómeno, que ha sido descrito con mayor detalle en un artículo anterior en este Boletín (1), ha supuesto, en definitiva, la rápida creación y desaparición de instrumentos diseñados para obtener las máximas ventajas de unas situaciones que eran transitorias.

La diversidad de las formas de adaptación de las instituciones bancarias españolas, que se ha apuntado, obliga a proceder a una clasificación de las transformaciones provocadas por la innovación financiera que atienda a sus características fundamentales. De esta forma, pueden reducirse a tres:

- 1) El aumento de la importancia relativa de las operaciones instrumentadas con títulos negociables.
- 2) Los cambios en los sistemas de fijación de precios de las operaciones activas y pasivas, que han pasado a ser más sensibles a los tipos practicados en los mercados abiertos.
- 3) La expansión de las operaciones fuera de balance.

(1) «La innovación financiera en España», *Boletín Económico*, Banco de España, mayo de 1987.

## 2. Activos financieros de las instituciones financieras

% PIB

	1975	1981	1983	1985	1987
<b>Total</b>	<b>144,1</b>	<b>159,1</b>	<b>180,9</b>	<b>186,7</b>	<b>182,0</b>
Frente a las Administraciones públicas	7,4	8,0	9,4	19,6	27,8
Frente a las empresas y familias	81,2	76,5	76,7	68,9	66,3
Frente al sector exterior	10,7	25,9	23,4	23,1	22,7
Operaciones interbancarias	23,7	28,0	41,9	45,9	41,9

## 2.1. Los títulos negociables en los balances bancarios

Como puede observarse en el gráfico 1, el sistema bancario español – como el de muchos otros países – se caracteriza por una mayor proporción de instrumentos negociables en el activo que en el pasivo. Sin embargo, la "securitización" del pasivo bancario ha cobrado considerable importancia en la última década, de forma paralela a las demandas por parte de los ahorradores de instrumentos más líquidos y rentables. Este proceso, en España, ha tomado características variables según los cambios en la legislación (fiscal y de coeficientes). Las entidades bancarias, de acuerdo con este entorno, han recurrido a la emisión de títulos hipotecarios, de letras endosadas y pagarés bancarios, de participaciones de créditos, y a la cesión temporal de títulos, especialmente públicos. Ello, junto a la expansión de los saldos de bonos de caja y de tesorería, ha determinado un rápido aumento de los títulos negociables en el pasivo de las entidades bancarias que, únicamente, remitió a partir de la Ley sobre régimen fiscal de activos financieros, que igualó el tratamiento fiscal de la mayor parte de las innovaciones creadas por la banca con el de otros instrumentos tradicionales bancarios o de los mercados de valores.

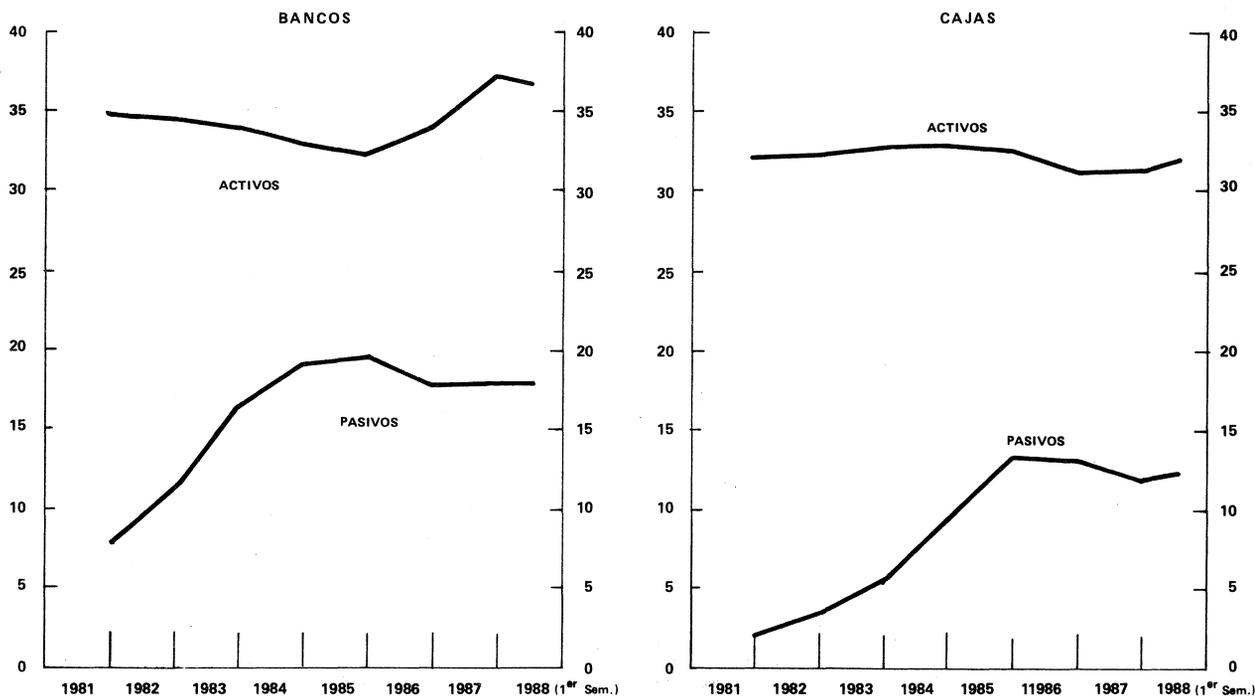
El peso de los activos negociables en los balances bancarios, tal y como muestra el gráfico 1, ha registrado una mayor estabilidad. Sin embargo, la composición cualitativa de las carteras bancarias ha registrado cambios muy sustanciales. Uno de ellos ha sido el rápido incremento de las tenencias de títulos públicos, que pasaron de menos del 20 a más del 50 % de las tenencias totales de activos negociables. En contrapartida, las carteras de obligaciones y acciones privadas experimentaron un sensible retroceso relativo.

Tal fenómeno fue debido, en buena medida, a la evolución de los coeficientes de inversión, en los que los títulos privados fueron, a lo largo del período, desplazados por los públicos. Sin embargo, las entidades bancarias también han adquirido cantidades importantes de títulos de deuda pública, no computables en los coeficientes, para su relocalización posterior o para la realización de cesiones temporales. En definitiva, el papel predominante que el sistema bancario ha tomado en la distribución de títulos del Estado ha exigido una ampliación de su cartera de estos títulos.

El segundo cambio cualitativo en los activos negociables bancarios se refiere a la mejora en su nego-

### 1. Instrumentos negociables

(Porcentajes sobre cifras de balance)



Fuente: Banco de España.

ciabilidad efectiva. Este es un fenómeno asociado al desarrollo de los mercados de valores, por una parte, y, por otra, a los cambios antes señalados en la composición de la cartera bancaria de títulos. En los comienzos del período referido, ésta estaba integrada, mayoritariamente, por participaciones de escasa liquidez en grupos industriales y por títulos públicos y privados especialmente diseñados para su colocación a través de coeficientes y sin mercados secundarios. En la actualidad, dicha cartera está fundamentalmente compuesta por títulos públicos con amplios mercados secundarios y por títulos privados que, como los pagarés de empresa, son fácilmente transferibles a otros agentes. De esta manera, las transformaciones del activo bancario han incrementado, de forma considerable, la capacidad de maniobra y la flexibilidad de las instituciones bancarias.

## 2.2. La sensibilidad de los instrumentos bancarios a los tipos de interés

El aumento de la variabilidad de los tipos de interés de los instrumentos bancarios (ya sean activos o pasivos), en correspondencia con los tipos practicados en mercados tales como los de activos de caja u otros mercados abiertos, es uno de los resultados

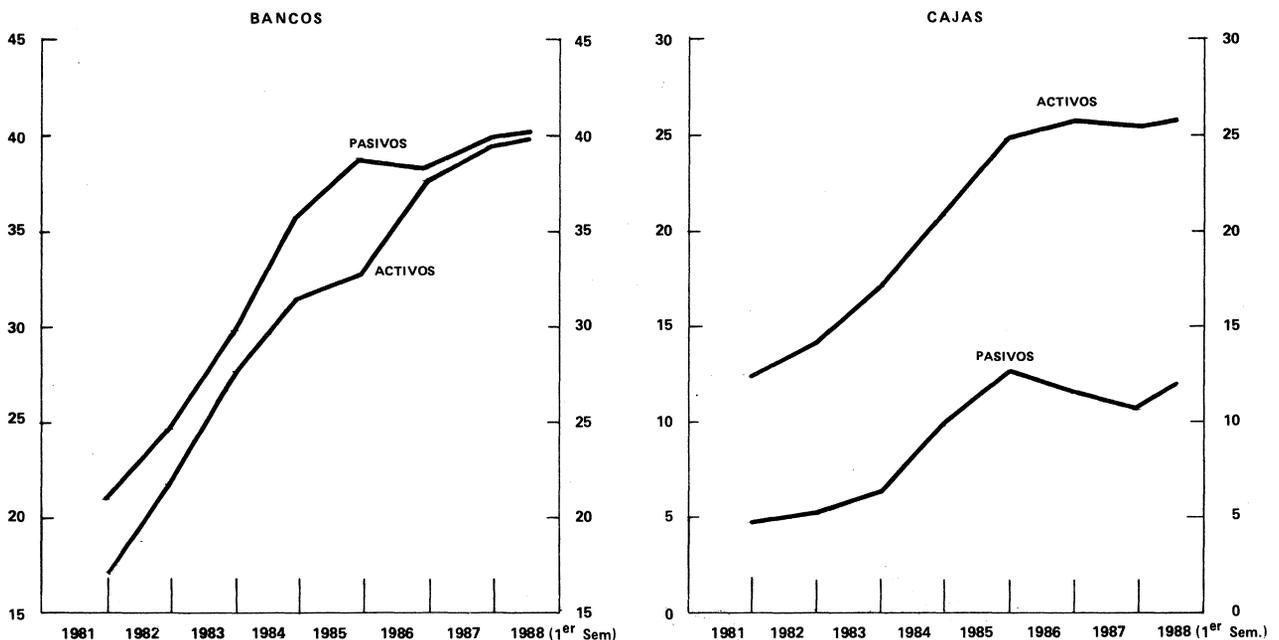
más característicos de la innovación financiera y, tal y como aparece en el gráfico 2, uno de los que con más intensidad se han manifestado en nuestro país.

Este fenómeno fue promovido, en primera instancia, por el auge de la financiación interbancaria. Ello acrecentó la variabilidad del coste del pasivo de muchas instituciones, hizo los productos de otras más dependientes de las alteraciones de los tipos en los mercados interbancarios y, finalmente, suscitó el desarrollo de otros instrumentos de activo y pasivo que transmitieran a otros agentes dichas alteraciones. Tales instrumentos constituyen una parte creciente de los activos y pasivos bancarios sensibles a los tipos de interés.

De entre ellos, los instrumentos generados por el sistema bancario para la captación de recursos registraron transformaciones sucesivas a lo largo del período considerado, de acuerdo con la regulación vigente en cada momento. Sin embargo, el hecho de que el volumen de fondos captado por las instituciones bancarias mediante estos instrumentos registrara un fuerte aumento a lo largo del período refleja el esfuerzo de la banca en la competencia con otros agentes (privados y, sobre todo, públicos) por el ahorro disponible.

## 2. Instrumentos sensibles a los tipos de interés

(Porcentajes sobre cifras de balance)



Fuente: Banco de España.

En este sentido, el estancamiento relativo de las fuentes de financiación sensibles a los tipos de interés a partir de 1985, se debe, por una parte, a la desaparición de algunos de estos instrumentos a raíz de la modificación de su régimen fiscal y, por otra, a la liberalización, desde 1987, de los tipos de interés de los depósitos, que alimentó su demanda, en sustitución de otros pasivos bancarios. Si bien ello se refleja en el gráfico como una disminución de los pasivos sensibles a los tipos de mercado (dado que los depósitos no se incluyen entre éstos), no cabe duda de que tal medida ha supuesto un aumento de la sensibilidad del conjunto del pasivo bancario.

El gráfico 2 muestra, asimismo, el rápido aumento de los activos bancarios sensibles a los tipos de interés. Evidentemente, una parte de ese aumento recoge el crecimiento de los mercados interbancarios pero, también, debe reseñarse el auge de los créditos a tipo variable. Esta práctica, nacida a comienzos de los años 80, se aplicaba exclusivamente a grandes empresas, pero se ha ido generalizando a las pequeñas empresas y a las unidades familiares, de forma que en la actualidad más del 50 % de los nuevos créditos concedidos por las entidades bancarias privadas incorpora tipos variables.

Un último aspecto que cabe resaltar del gráfico 2 es el de las diferencias en cuanto a la aplicación de este tipo de innovaciones por parte de los bancos y las cajas. Mientras que la banca privada ha expandido enormemente (y de forma paralela) sus saldos de activos y pasivos sensibles, las cajas, debido a las particularidades de su clientela, han hecho un uso menos intenso de estos instrumentos y han tendido a desarrollarlos del lado del activo. Ello se debe, principalmente, a su posición como prestamistas netos en el interbancario, que, constituye, por otra parte el grueso de sus activos sensibles.

### **2.3. Las operaciones fuera de balance**

Las instituciones bancarias españolas se han visto enfrentadas a un entorno en el que se daban muchos de los condicionantes necesarios para el auge de actividades sin reflejo en el balance: un rápido desarrollo de los mercados de valores, especialmente de títulos a corto plazo, sin un reforzamiento paralelo de los intermediarios no bancarios, un aumento gradual de sus operaciones en moneda extranjera y, finalmente, la existencia de elevados coeficientes de caja y de inversión.

Mientras que la expansión de operaciones tales como los swaps y la asunción de compromisos en mercados exteriores y en operaciones a plazo, de op-

ciones y futuros ha estado, hasta fecha muy reciente, constreñida por la regulación (control de cambios e inexistencia de mercados organizados para estos instrumentos), ha existido un estímulo mucho mayor para las actividades de colocación, aseguramiento, etc. en los mercados nacionales.

Una determinación exacta del volumen de este tipo de operaciones es extremadamente difícil y sólo puede abordarse a través de vías indirectas o parciales. El volumen alcanzado por algunas de ellas puede conocerse debido a que fueron, en determinado momento, incluidas en los balances. Sin embargo, en muchos casos ello supuso su extinción. Otras sólo pueden ser seguidas a través de las cuentas de orden, cuyo desglose no permite más que una orientación sobre la magnitud de determinadas operaciones. En ocasiones, puede recurrirse a las cifras de contratación en determinados mercados y, finalmente, la última vía, que se aborda en el siguiente apartado, es el estudio de las cuentas de resultados, donde aparecen las comisiones y los productos y costes de operaciones con valores.

De estas informaciones puede inferirse que la actividad fuera de balance de más rápida expansión ha sido la intermediación en valores. Este tipo de operaciones fueron iniciadas por la banca extranjera. Esta, como consecuencia de las limitaciones a que se veía sometida en cuanto a la captación de pasivo, creó las letras de empresas, instrumentos que eran, formalmente, pasivos de la empresa emisora, estaban avalados o apoyados por una línea de crédito del banco y eran endosados por éste. Su inclusión en la base de los coeficientes hizo surgir instrumentos en los que los bancos aportaban menores compromisos, hasta llegar a la situación actual, en la que los saldos de pasivos privados sobre los que la banca retiene algún derecho, como las letras endosadas, los avales a pagarés de empresa o las participaciones de créditos, alcanzan volúmenes muy reducidos (en torno a 150 m.m. en agosto de 1988), mientras que los saldos de títulos privados a corto plazo colocados por la banca en operaciones de intermediación pura (transferencias de activos y pagarés de empresa) alcanzan un total próximo al billón de pesetas. Además de ello, la banca y las cajas intervienen activamente en la colocación de obligaciones y acciones privadas.

Más importante, en términos cuantitativos, es la labor de intermediación en los mercados de títulos públicos, donde se estima que el sistema bancario canaliza cerca del 90 % de un mercado con un saldo vivo de 8 billones en títulos a corto y más de 4 billones en títulos a medio y largo.

Por último, en el período más reciente, se ha producido un cierto desarrollo de nuevas modalidades de operaciones, como la toma de posiciones en los mercados a plazo, FRAS, futuros y opciones, en buena parte en los mercados internacionales.

La importancia de este conjunto de operaciones puede ser estimada a partir de la evolución de las cuentas de orden, dentro de las cuales, sin embargo, no figuran las transferencias de créditos ni las ventas de valores en firme. El gráfico 3 muestra el extraordinario crecimiento de estas cuentas en los últimos años, sobre todo por parte de la banca privada, que ha sido la más activa en este tipo de operaciones sin reflejo en el balance.

### 3. LA INNOVACION Y LAS CUENTAS DE RESULTADOS DEL SISTEMA BANCARIO

El impacto de las innovaciones financieras se distribuye temporalmente en la corriente de rendimientos y costes de las entidades que las introducen y se manifiesta a través de los diversos componentes, financieros y no financieros, de su resultado económico. La interdependencia de estos componentes y la amplitud y complejidad del proceso inno-

vador determinan que la cuantificación de los costes y beneficios que reporta al conjunto del sistema bancario haya de ser incompleta.

Dado que el objetivo básico de este trabajo es analizar la innovación en el ámbito de las operaciones financieras del sistema bancario, el análisis se centra en el margen de intermediación, como diferencia entre ingresos y costes financieros, sin incidir sobre los aspectos relativos a costes de gestión, personal e inversiones no financieras. Por otro lado, la expansión de las operaciones fuera de balance y la paulatina generalización del cobro de la prestación de servicios a la clientela justifican la adición de un apartado en el que se estudian los ingresos por estos conceptos, que no forman parte del margen de intermediación.

#### 3.1. El margen de intermediación

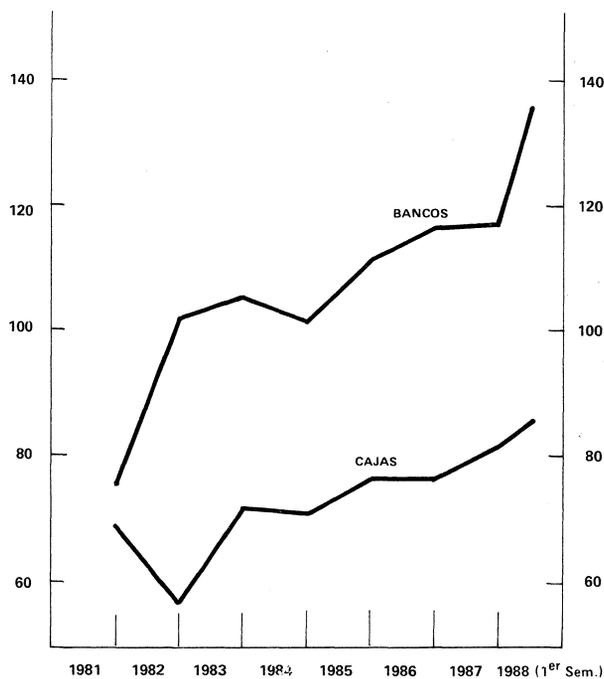
En un entorno competitivo, la introducción de innovaciones generadoras de economías de coste o mejoras en la gestión de las instituciones financieras tiende a traducirse en una reducción del margen financiero o de intermediación y, por tanto, en una ganancia para los restantes agentes económicos.

Esta dinámica innovadora se genera por la competencia, ya sea entre las propias entidades bancarias, o por la concurrencia de nuevos agentes o mercados para la canalización de los flujos financieros. Es por tanto previsible que en las operaciones innovadoras se produzca una reducción de los márgenes, en consonancia con los costes de la intermediación en mercados alternativos. La disminución de los rendimientos netos de estas operaciones tenderá a ser compensada, en parte, por la reducción de costes operativos derivada de la mejora en la tecnología financiera, por los ingresos obtenidos por operaciones fuera de balance, y, en determinados casos, por una elevación de los márgenes de aquellas operaciones bancarias que no tengan alternativas satisfactorias en otros mercados.

Esta reducción del margen de intermediación ha sido un fenómeno habitual en otros sistemas financieros. Sin embargo, el gráfico 4 muestra cómo en el caso español, en el transcurso de los años 80, se ha producido una elevación del margen de los bancos y las cajas de, aproximadamente, un 20 %.

El desglose de este margen entre conceptos que, a efectos del estudio, se consideran representativos de la innovación financiera (operaciones con títulos negociables y sensibles a los tipos de interés) y el resto, u operaciones tradicionales, muestra cómo las

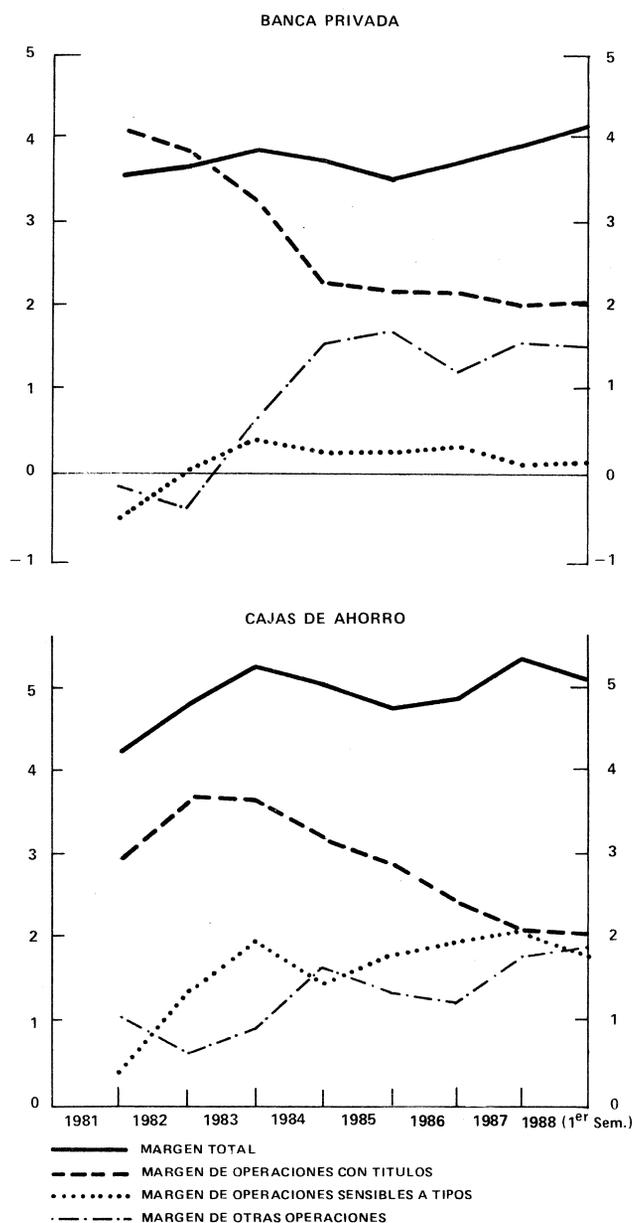
**3. Cuentas de orden**  
(Porcentajes sobre cifras de balance)



Fuente: Banco de España.

#### 4. Margen financiero y sus componentes

(Porcentajes sobre balance medio)



instituciones financieras obtienen un porcentaje creciente de sus ingresos financieros netos de estas últimas (véase cuadro 3). Este fenómeno resulta de la evolución de los tipos y de los saldos de activos y pasivos de los instrumentos encuadrados en cada categoría, aspectos que se analizarán más adelante. Por otra parte, esta clasificación de los instrumentos no refleja exactamente la "cantidad de innovación" incluida en cada rúbrica. Así, por ejemplo, no todas las operaciones con títulos deberían ser conside-

#### 3. Margen de intermediación (a)

	Total		De operaciones con títulos o sensibles a tipos de interés		De otras operaciones	
	Banca	Cajas	Banca	Cajas	Banca	Cajas
1981	3,51	4,25	3,63	3,20	-0,12	1,05
1982	3,66	4,85	4,06	4,23	-0,41	0,63
1983	3,88	5,27	3,14	4,35	0,69	0,92
1984	3,73	5,04	2,07	3,41	1,59	1,63
1985	3,51	4,73	1,77	3,42	1,72	1,31
1986	3,73	4,89	2,45	3,67	1,23	1,19
1987	3,93	5,36	2,32	3,57	1,61	1,79
1988 (1. <sup>er</sup> sem.)	4,15	5,11	2,56	3,27	1,59	1,84

(a) Porcentaje sobre balance medio.

radas como innovadoras, mientras que los instrumentos no encuadrados en renglones innovadores incorporan un cierto grado de innovación. Con todo, los datos apuntados reflejan cómo las instituciones financieras se vieron obligadas a desarrollar operaciones que supusieron una disminución de su margen para satisfacer las demandas de una clientela de activo y pasivo con acceso a otros instrumentos no bancarios. En contrapartida, en otros segmentos del negocio bancario, en los que la clientela tiene menor capacidad de negociación, no se han percibido los beneficios de la innovación financiera. Por el contrario, muchos agentes han debido soportar un encarecimiento de la financiación intermediada, lo que explica el aumento del margen financiero global en el período.

#### 3.2. Los títulos negociables

El cuadro 4 refleja la caída en la contribución al margen financiero de las operaciones con instru-

#### 4. Cartera de títulos

	Productos (a)		Costes (a)		Margen (a)	
	Banca	Cajas	Banca	Cajas	Banca	Cajas
1981	4,44	3,03	0,35	0,01	4,08	2,94
1982	4,72	3,99	0,91	0,14	3,82	3,72
1983	4,44	4,19	1,26	0,40	3,22	3,65
1984	4,01	4,01	1,51	0,70	2,53	3,19
1985	3,73	3,99	1,61	0,99	2,13	2,90
1986	3,43	3,39	1,33	1,00	2,14	2,40
1987	3,57	3,02	1,51	0,96	2,02	2,07
1988 (1. <sup>er</sup> sem.)	3,57	3,12	1,52	1,09	2,06	2,03

(a) Porcentaje sobre balance medio.

mentos negociables, como resultado de una elevación de los costes por este concepto que contrasta con la caída registrada por los ingresos. Una de las razones de este comportamiento reside en el gran aumento relativo de los pasivos materializados en instrumentos negociables frente a la mayor estabilidad de las tenencias de títulos del sistema bancario (véase gráfico 1). Sin embargo, tanta importancia como este fenómeno revistió la evolución de los precios de los instrumentos negociables en los balances bancarios. Como puede observarse en el cuadro 5, el rendimiento medio de los activos negociables registró una clara disminución, derivada de la tendencia decreciente de los tipos de interés en los mercados y de la tenencia obligatoria de un importante volumen de títulos de baja rentabilidad, a partir del establecimiento del coeficiente de deuda pública. Por su parte, el coste medio de los pasivos negociables bancarios registró una suave tendencia alcista, originada por la necesidad de competir con los títulos públicos, que se habían convertido en el principal sustitutivo de los depósitos (véase cuadro 5).

El carácter permanente de este proceso indujo una reorientación de las estrategias de las entidades bancarias, que tendieron a incrementar su participación en estos mercados, aún a costa de aceptar una disminución en sus márgenes. La forma característica que ha revestido esta estrategia ha sido la adquisición de títulos públicos en las subastas que posteriormente, eran recolocados en forma de cesiones temporales al público. Estas operaciones han coexistido con una actividad creciente en la distribución de títulos mediante su venta en firme que, si bien no tiene reflejo en el margen financiero, ha supuesto, como se verá más adelante, el establecimiento de nuevas vías estables de obtención de ingresos a través de las comisiones y las ganancias de capital derivadas de esta actividad.

### 5. Cartera de títulos

	Rendimiento medio		Coste medio	
	Banca	Cajas	Banca	Cajas
	%			
1981	...	...	...	...
1982	13,63	12,31	7,90	4,05
1983	13,09	12,82	7,58	6,97
1984	12,18	12,13	7,87	7,42
1985	11,58	12,22	8,20	7,42
1986	10,09	10,83	7,47	7,64
1987	9,61	9,63	8,43	8,15
1988 (1.º sem.)	9,65	9,73	8,46	8,88

### 6. Operaciones sensibles a tipos de interés (a)

	Productos (b)		Costes (b)		Margen (b)	
	Banca	Cajas	Banca	Cajas	Banca	Cajas
	%					
1981	1,96	0,85	2,46	0,42	-0,51	0,42
1982	3,26	2,03	3,25	0,58	0,02	1,39
1983	3,65	2,65	3,22	0,63	0,43	1,95
1984	3,92	2,61	3,65	1,11	0,28	1,44
1985	3,90	2,85	3,61	0,95	0,28	1,83
1986	3,82	2,79	3,48	0,85	0,34	1,95
1987	4,28	2,86	4,12	0,78	0,16	2,09
1988 (1.º sem.)	4,11	2,76	3,72	1,01	0,19	1,75

(a) Incluyen las operaciones interbancarias, las adquisiciones y cesiones temporales, las operaciones a tipo variable y otras operaciones con activos monetarios.

(b) Porcentaje sobre balance medio.

### 3.3. Las operaciones sensibles a los tipos de interés

A lo largo de los últimos años se ha registrado un aumento considerable de la importancia para las entidades de los ingresos y costes derivados de instrumentos sensibles a los tipos de interés (véase cuadro 6). Ello ha sido el resultado del aumento de los saldos de estos instrumentos en los balances bancarios (véase gráfico 2), mientras que sus rendimientos y costes medios han seguido una tendencia decreciente (véase cuadro 7) paralela al descenso de los tipos en los mercados (de activos de caja y de títulos públicos). Estas operaciones, diseñadas para atender a los segmentos de la clientela activa y pasiva con mayor capacidad de negociación, tienen un rendimiento neto unitario (rendimiento medio menos coste medio) relativamente reducido y, desde luego inferior al margen financiero global.

### 7. Operaciones sensibles a tipos de interés

	Rendimiento medio		Coste medio	
	Banca	Cajas	Banca	Cajas
	%			
1981	...	...	...	...
1982	14,89	14,39	13,32	11,22
1983	13,17	15,46	10,80	10,01
1984	12,47	12,53	10,22	11,30
1985	11,19	11,44	9,25	7,55
1986	10,13	10,83	9,09	7,40
1987	10,84	11,15	10,31	7,33
1988 (1.º sem.)	10,31	10,71	9,23	8,35

Un aspecto que merece ser destacado es el de las considerables diferencias institucionales entre los bancos y las cajas. Estas últimas tienen unos costes y unos productos por operaciones sensibles notablemente más bajos. En cuanto a los costes, ello se debe, en gran parte, a la escasez de pasivos interbancarios de las cajas, que son prestamistas netos en este mercado. La menor variabilidad del coste de su pasivo ha determinado una menor extensión de las operaciones activas sensibles, fuera de las interbancarias y, en especial, de los créditos a tipo variable que son, fundamentalmente, concedidos por la banca (véase cuadro 8).

### 3.4. Las operaciones tradicionales

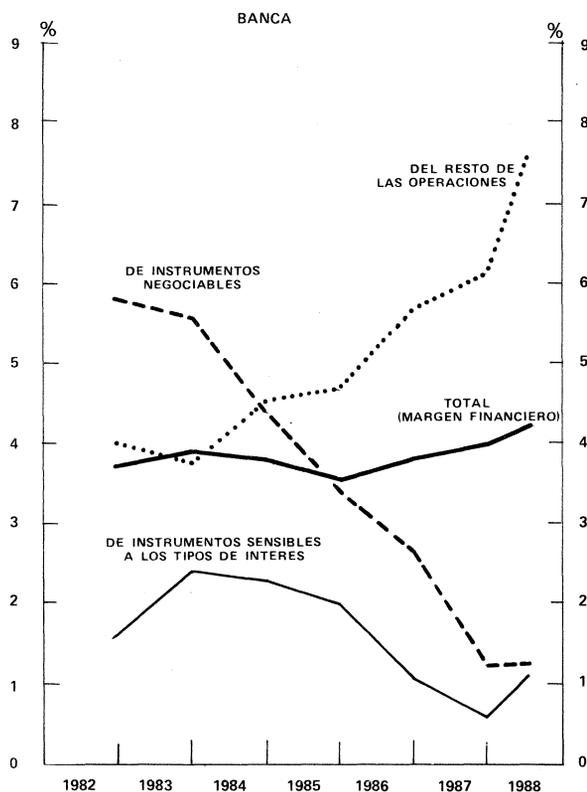
La expansión de las operaciones con títulos y con instrumentos sensibles a los tipos de interés ha reducido la participación en el balance del sistema bancario de otros instrumentos tradicionales. Sin embargo, tal y como puede apreciarse en el gráfico 4, su participación en el margen financiero ha experimentado un notorio aumento. Tal evolución se explica por el alza de los márgenes aplicados por las

## 8. Productos del crédito a tipo variable

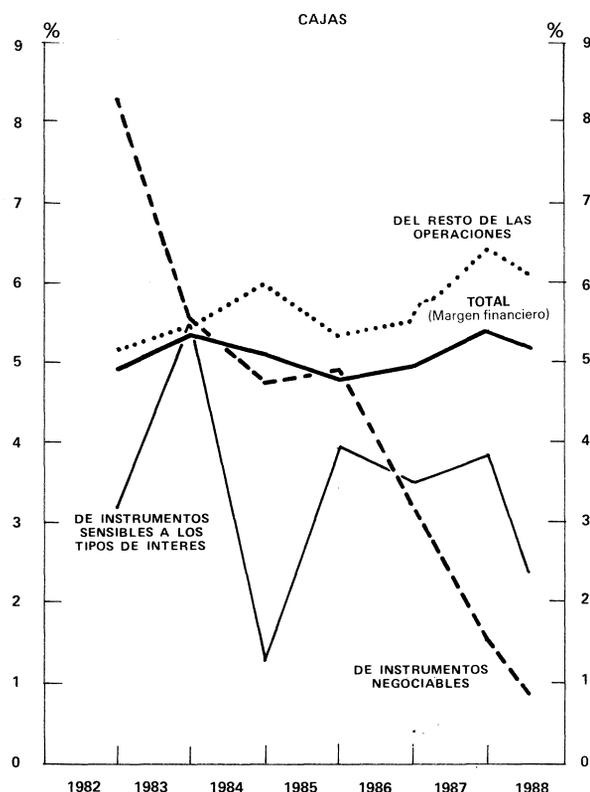
	Porcentaje sobre balance medio		Porcentaje s/productos totales de operaciones sensibles a tipos de interés	
	Banca	Cajas	Banca	Cajas
1981	...	...	...	...
1982	0,65	0,33	19,94	16,26
1983	1,01	0,47	27,67	17,73
1984	0,95	0,43	24,23	16,47
1985	0,99	0,42	25,38	14,74
1986	1,14	0,46	29,84	16,49
1987	1,35	0,58	31,54	20,28
1988 (1.ª sem.)	1,33	0,59	32,36	21,38

entidades bancarias a este tipo de operaciones, que contrasta con la caída registrada por los márgenes de las operaciones innovadoras. Este fenómeno aparece reflejado en el gráfico 5, donde se recogen los rendimientos netos medios de cada categoría de instrumentos, definidos como la diferencia entre los

## 5. Rendimientos netos medios de las operaciones



Fuente: Banco de España.



rendimientos y los costes medios. Ello responde, como antes se ha referido, a la estrategia de las instituciones, que han debido ceder a los imperativos de la competencia en determinados segmentos de su actividad y aceptar una reducción de sus márgenes en las operaciones innovadoras.

Esta reducción han tendido a compensarla a través del establecimiento de mayores márgenes en las operaciones con la clientela sin acceso a opciones alternativas, que, grosso modo, están representadas por estas operaciones tradicionales.

### 3.5. Ingresos por operaciones fuera de balance

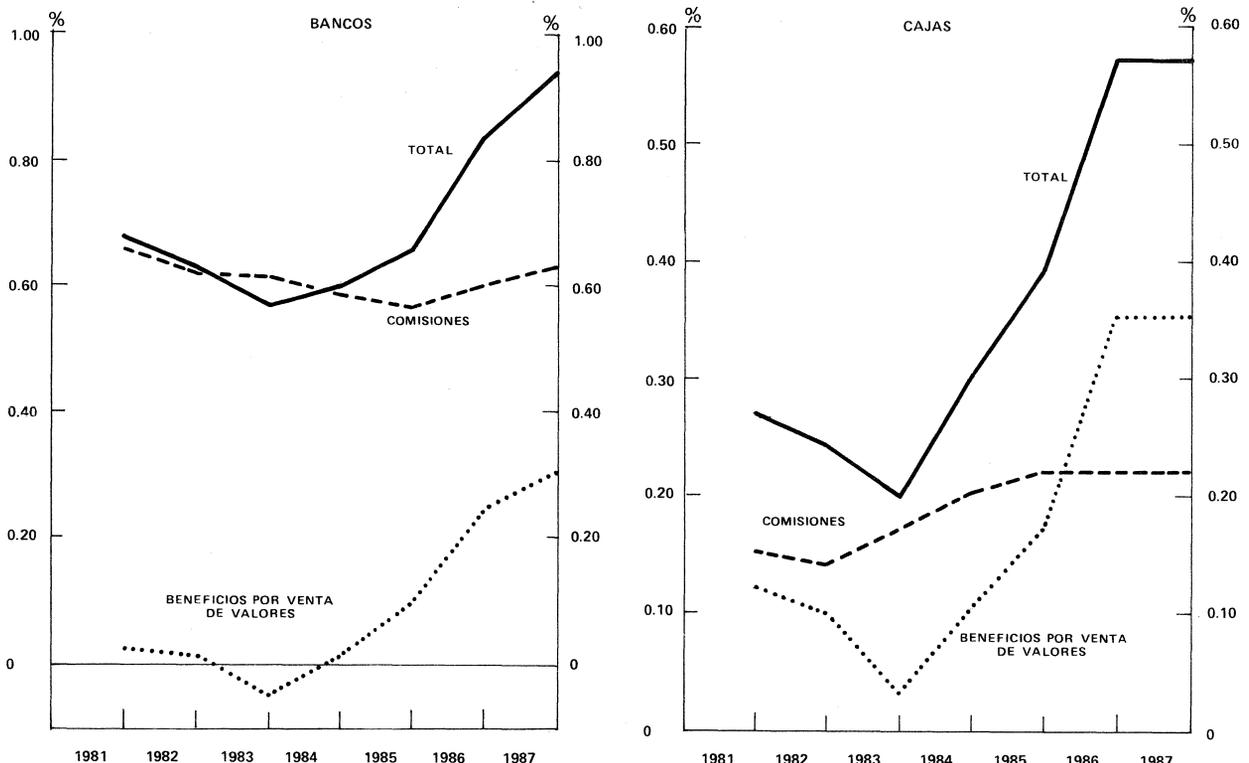
La información que proporciona la cuenta de resultados no permite acometer un análisis pormenorizado de las operaciones que generan ingresos adicionales a los comprendidos en el margen de intermediación. El gráfico 6, que ofrece una visión global de tales ingresos, muestra que en los años más recientes, las comisiones cobradas han seguido una línea de estabilidad, mientras que los beneficios por la venta de valores registraban una clara elevación.

En cuanto a los ingresos por comisiones, la serie aportada no es homogénea, dados los cambios en la regulación, a lo largo del período considerado. Por otra parte, su expansión ha sido frenada por el aumento de la transparencia y de la competencia, que ha tendido a reducir el precio de muchos servicios prestados por las entidades. Por su parte, aunque los resultados por la venta de valores recogen, en ocasiones, operaciones esporádicas que no responden a una actividad continuada de intermediación, el gráfico es suficientemente expresivo de la importancia creciente de estas actividades para la cuenta de resultados del sistema bancario.

### 4. CONCLUSIONES

A lo largo de la última década, se ha producido un gran crecimiento de los saldos de instrumentos que en este trabajo se clasifican como innovadores (operaciones con títulos, sensibles a los tipos de interés y otras fuera de balance). Esta evolución ha afectado de forma diferente a los bancos que a las cajas, con un peso relativo de las innovaciones menor en estas últimas.

**6. Ingresos por operaciones fuera de balance**  
(Porcentajes sobre balance medio)



Fuente: Banco de España.

El proceso de innovación financiera no ha producido un descenso en el margen de intermediación. Por el contrario, éste registra una cierta tendencia al alza. El margen medio de las operaciones innovadoras calculado como diferencia entre los ingresos y costes medios de éstos instrumentos, registra una apreciable disminución, especialmente evidente en las operaciones con títulos. Sin embargo, este empeoramiento de la rentabilidad de una parte creciente de las operaciones bancarias ha sido más que compensado por la elevación de la rentabilidad para la banca de las operaciones tradicionales. Dichas operaciones, que representan una parte decreciente de la actividad bancaria, aportan una porción cada vez mayor de los ingresos financieros netos de las entidades.

Ello responde, sin duda, a una estrategia de las instituciones que, obligadas por la competencia de otros agentes (en particular, del sector público, del lado de la captación de pasivo, y de los mercados de valores privados, del lado del activo), han aceptado una rentabilidad neta menor en las operaciones con el segmento con mayor capacidad de negociación de su clientela. En contrapartida, han incrementado los márgenes aplicados al resto de su clientela. De esta forma, los beneficios de la innovación financiera aparecen restringidos a sectores determinados de los prestatarios y los ahorradores, mientras que, para el resto, tales fenómenos parecen representar, de hecho, un perjuicio, en términos de la diferencia entre la remuneración obtenida por sus ahorros y el coste de la financiación bancaria.

Por lo que se refiere a las operaciones fuera de balance, resulta difícil realizar un análisis detallado. Sin embargo, del estudio se desprende su importancia creciente que, no obstante, es más manifiesta en términos del volumen de operaciones que de los ingresos que éstas reportan al sistema bancario. Ello se debe, en buena medida, a la falta de uniformidad en los datos a causa de las modificaciones de la regulación pero, también, al abaratamiento de los costes efectivos de muchas operaciones y a la competencia en este segmento de la actividad bancaria, que ha tendido a reducir el precio de los servicios.

21-XI-1988.



# Los problemas estadísticos derivados de la innovación financiera. Especial referencia a los mercados monetarios y de valores

*Esta nota de Miguel Angel Menéndez, del Servicio de Estudios, recoge su aportación a las Jornadas de Economía que, organizadas por el Banco Central del Uruguay, se celebraron en Montevideo los días 7 al 9 de noviembre del presente año. El lector español, encontrará obvias algunas menciones que se realizan en el texto destinado, en principio, a una audiencia no necesariamente familiarizada con nuestro marco institucional, prácticas y mercados.*

## 1. INTRODUCCION.

En este trabajo se analiza la problemática que ha generado en las estadísticas financieras españolas el agudo proceso de innovación vivido por el sistema financiero español en un contexto de transformación generalizado de los instrumentos, las prácticas y los mercados internacionales.

En función de las diferentes innovaciones el problema se reduce en algunos casos a meras cuestiones técnicas ligadas a procesos informáticos y de adaptación en tanto que en otros hay que añadir el de búsqueda de nuevas fuentes de información.

Generalmente, cuando las innovaciones financieras afectan al sistema bancario, a los pasivos emitidos por el Estado o a instrumentos financieros del sector privado intermediados por el sistema bancario, los problemas de información y elaboración estadística son más fácilmente resolubles, que cuando la innovación supone una desintermediación que da lugar a la creación de activos financieros no negociados en mercados oficiales.

Para situar esta problemática dentro de su marco teórico, el trabajo se inicia definiendo el propio proceso de innovación financiera; a continuación se trata de determinar sus orígenes, que en definitiva son las causas económicas que están detrás de muchos de estos problemas. Finalmente, se describe el proceso de innovación financiera en España y los problemas estadísticos que ha generado, con una referencia a como se han resuelto éstos.

## 2. PRECISIONES CONCEPTUALES

Dado que este trabajo se ha elaborado utilizando una terminología propia del sistema financiero español, que puede resultar de difícil traslación a otros sistemas financieros, a continuación se describen brevemente algunos términos utilizados para facilitar la comprensión del texto y de los 5 esquemas que se comentan en él.

Por lo que se refiere a las *instituciones*, el Banco de España está encargado de ejecutar la política monetaria dictada por las autoridades monetarias. El sistema bancario (incluye banca privada, cajas de ahorro y cooperativas de crédito) cumple la labor fundamental de intermediación financiera en España. A éste hay que añadir para completar el sistema crediticio las entidades de crédito oficial (banca pública).

Junto a ellas coexisten un conjunto de instituciones financieras (algunas de reciente creación) que intermedian o facilitan la inversión de fondos en los mercados monetarios (sociedades mediadoras en el mercado de dinero, sociedades y fondos de inversión en activos del mercado monetario) o en los mercados de valores (sociedades y fondos de inversión mobiliaria, sociedades instrumentales de agentes de bolsa), o bien realizan labores de financiación al sector privado (entidades de financiación, leasing).

Por lo que se refiere a la *regulación financiera* la práctica totalidad de las instituciones financieras mencionadas deben cubrir coeficientes de caja (mantenimiento obligatorio en el Banco de España de depósitos, en función de sus pasivos exigibles) y coeficientes de inversión (inversión obligatoria en determinados activos, en función también de sus pasivos exigibles).

Por lo que se refiere a las *prácticas*, en el corto plazo se ha recurrido ampliamente a emisiones realizadas al descuento. Prácticamente todos los emisores han recurrido a esta modalidad de emisión: el Banco de España para instrumentar la política monetaria (certificados de regulación monetaria), el Estado para financiarse a corto plazo (letras del Tesoro) y las empresas para su financiación desintermediada (pagarés de empresa).

Entre las "prácticas" cabe también señalar el crecimiento de la canalización de flujos financieros a través de operaciones de venta de un activo financiero hasta su vencimiento con el compromiso de recompra antes de dicho momento, y la paulatina sustitución de títulos-valores (emisiones representadas en títulos físicos) por anotaciones en cuenta (emisiones representadas en anotaciones contables centralizadas en un administrador de las mismas).

Por lo que se refiere a los *mercados* ya se ha hecho referencia a la distinción entre mercados monetarios y mercados de valores. La aparición de títulos emitidos a descuento y de valores representados en anotaciones en cuenta, se ha traducido en un desarrollo amplio de los mercados financieros donde se negocian los nuevos activos financieros.

Dentro de este apartado merece consideración especial, el sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado con la organización de un importante mercado secundario de la misma.

### 3. EL PROCESO DE INNOVACION FINANCIERA

La innovación financiera puede definirse como un proceso de transformación y ampliación de las instituciones, prácticas, mercados e instrumentos financieros. Que estas innovaciones perduren a lo largo del tiempo depende fundamentalmente de que respondan adecuadamente a las preferencias de los emisores y los inversores, reduciendo los costes (técnicos y legales) de intermediación. La innovación financiera cuyos aspectos básicos se recogen en el esquema 1 se ha caracterizado por la internacionalización de los mercados financieros y la sustitución de prácticas e instrumentos financieros.

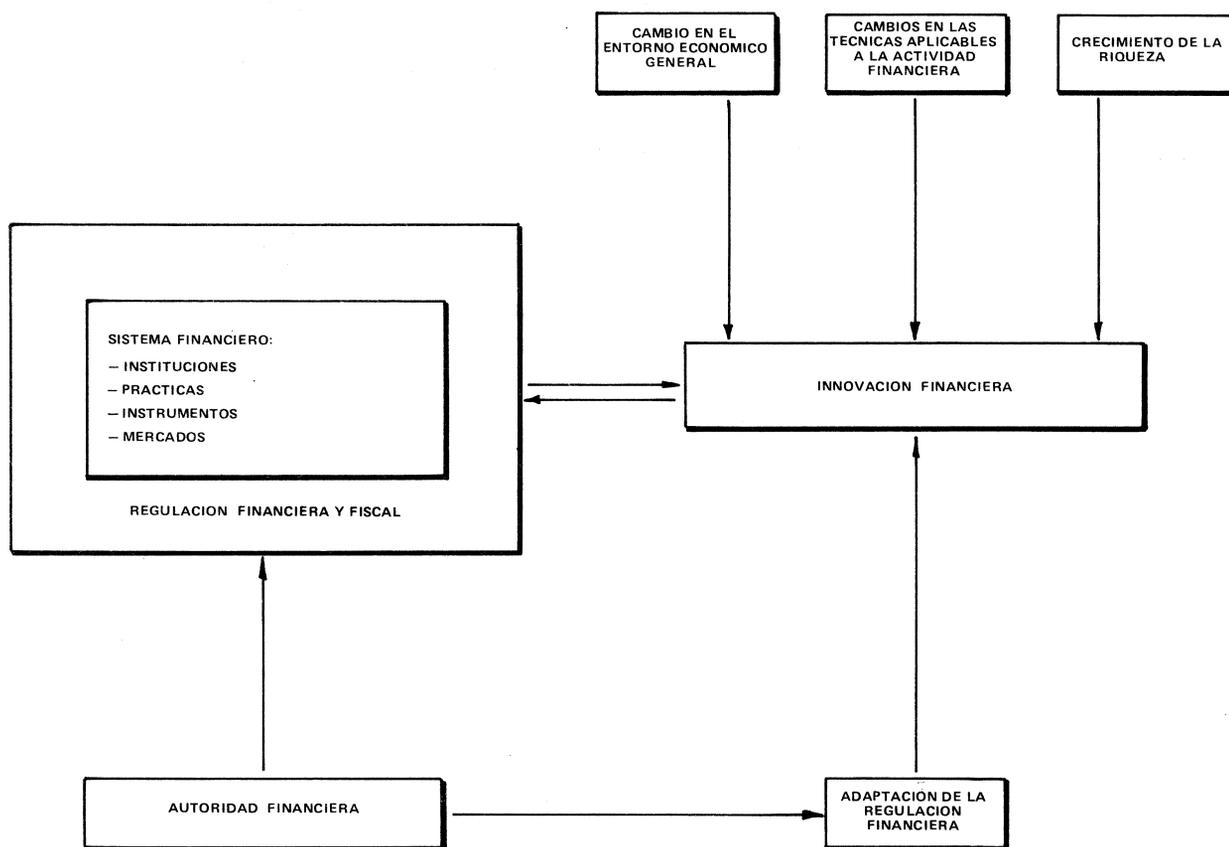
**Esquema 1. La innovación financiera como proceso de sustitución**

· Aplicación de tipos de interés fijo (créditos, empréstitos y depósitos).	· Aplicación de tipos de interés variables/indicados (indiciación).
· Canalización financiera a través de créditos.	· Canalización financiera a través de instrumentos negociables (securitización).
· Cobertura de riesgos no normalizada.	· Normalización de la cobertura de riesgos (futurización).

Junto a la integración de los sistemas financieros nacionales y el proceso de sustitución señalados, hay que considerar en la innovación financiera fenómenos como el aumento de la competencia entre instituciones financieras (desespecialización), la desintermediación financiera y la desregulación financiera. Esta última, como reacción de la autoridad financiera a los procesos de innovación, es un factor que no sólo condiciona la permanencia de las innovaciones realizadas sino que se constituye en inductor de otras innovaciones. De esta forma, se une al conjunto de factores que se consideran impulsores de la innovación financiera: cambios en el entorno económico general, cambios en las técnicas aplicables a la actividad financiera y crecimiento de la riqueza.

Con estas características, el proceso de innovación financiera se puede contemplar como se hace en el esquema 2.

Esquema 2. El proceso de innovación financiera



#### 4. EL ORIGEN DE LAS INNOVACIONES FINANCIERAS

En el punto anterior se han enumerado los factores que han estimulado la innovación financiera. Aquí se va a resaltar cual ha sido el efecto económico que tales factores han producido, y las innovaciones financieras que han surgido como respuesta del sistema financiero. Así, entre los cambios en el entorno económico general que han impulsado la innovación financiera se pueden mencionar: la aceleración de la inflación; la aparición de déficits públicos permanentes y de gran magnitud, y las nuevas condiciones surgidas en los mercados internacionales. De esta forma ha tenido lugar un alza acusada y una gran volatilidad de los tipos de interés, una creciente necesidad de financiación de las administraciones públicas, un aumento de la movilidad internacional de capitales, una volatilidad de los tipos de cambio y la reducción del grado de solvencia bancaria. El resultado financiero de todo ello ha sido, junto a la aplicación de políticas monetarias restrictivas y los cambios de instrumentación de la política monetaria, una

mayor preferencia por la liquidez y por activos que protejan al inversor de la inflación y de la volatilidad de los tipos de interés y de los tipos de cambio, una multiplicación de las emisiones de deuda de las administraciones públicas y la transformación de los mercados donde se negocian, el desarrollo de nuevos instrumentos de financiación del sector privado de la economía, y, por último, el recurso del sistema bancario a la emisión de deuda subordinada, y a las operaciones "fuera de balance".

El segundo factor impulsor de la innovación que se enumeró es el constituido por la renovación tecnológica de la actividad financiera, cuyo efecto es la reducción de los costes de información y comunicación de las operaciones financieras. El resultado financiero ha sido favorecer la implantación de instrumentos financieros que presenten alguna ventaja comparativa con respecto a los disponibles, así como agilizar el funcionamiento de los mercados.

El tercer factor señalado, el crecimiento de la riqueza, supone la posibilidad para los inversores de

diversificar sus carteras. Esto ha supuesto la existencia de una demanda potencial de los instrumentos financieros que van surgiendo y una mayor capacidad para aprovechar las ventajas de procesos como el de desintermediación.

Por último, el papel que las modificaciones en la regulación financiera (en su sentido liberalizador se ha denominado proceso de desregulación financiera) han tenido en la innovación financiera ha sido, fundamentalmente, el de facilitar la aparición de las instituciones financieras, sobre la apertura de los sistemas financieros nacionales y sobre la persistencia de los nuevos instrumentos financieros. Así, la desregulación financiera que ha generado mayores grados de competitividad, de apertura y de adaptación del sistema ha dado lugar a una menor especialización institucional y un reforzamiento de las innovaciones financieras surgidas en el sistema financiero.

Estos fenómenos brevemente apuntados quedan recogidos en el esquema 3, en el que se detallan las innovaciones financieras a que han dado lugar sin adscribirles a un efecto impulsor específico puesto que o bien responden a varios de ellos, o bien están condicionados en su permanencia a lo largo del tiempo por todo el conjunto de efectos impulsores de la innovación financiera.

## 5. LA INNOVACION FINANCIERA EN ESPAÑA

En relación a los factores indicados se puede caracterizar la innovación financiera en España como un proceso originado por la evolución de los índices de precios a principios de los setenta en el momento en que comienza a realizarse una política monetaria activa. A ello se sumará la evolución creciente de las necesidades de financiación de las administraciones públicas que fueron generando los déficits públicos (en los años ochenta aparecen en las cuentas de renta de las administraciones públicas cifras negativas de ahorro), la renovación tecnológica aplicada a las operaciones financieras, una actitud menos pasiva de los potenciales inversores ante las alternativas de inversión y la actitud de las autoridades financieras ante el entramado de regulaciones financieras (coeficientes, apertura de los mercados nacionales, actividad de los intermediarios financieros) y fiscales.

Así, con la aplicación de una política monetaria activa, se desarrollan las operaciones interbancarias como mercado de activos de caja que se beneficiaría de las mejoras informáticas y de la autorización en 1978, con ciertas condiciones operativas, de la insta-

lación de la banca extranjera en España. Desde esa fecha se inicia el auge del mercado interbancario, que, por otro lado, deja de ser exclusivamente un mercado de activos de caja. Por otra parte, la instrumentación de esa política monetaria dió lugar a emisiones realizadas por el Banco de España a descuento y a corto plazo, que al limitarse a las instituciones financieras permitieron un primer ensayo de instrumentos financieros representados en anotaciones en cuenta y no en títulos físicos, y de un mercado organizado de los mismos (certificados de regulación monetaria).

Las necesidades de financiación de las administraciones públicas llevaron a iniciar en 1982 emisiones de títulos a corto plazo, pagarés del Tesoro, que, emitidos a descuento, podían ser directamente adquiridos por cualquier inversor (1). Este inicio de apelación directa al inversor, conocido como fenómeno de desintermediación, dió lugar a una respuesta de las entidades bancarias que ante la competencia en la captación de pasivo reaccionaron por dos vías: intentando canalizar los flujos de financiación que se le escapaban sin interferir en el destino último —financiación al Estado— de los mismos, y creando instrumentos financieros —emitidos a descuento y a corto plazo— alternativos. Surgieron así la práctica de las operaciones realizadas con compromiso de recompra (2) de pagarés del Tesoro y las emisiones de pagarés bancarios y efectos de propia financiación. No ha sido éste el único proyecto de desintermediación al que las instituciones bancarias han tenido que enfrentarse. Las empresas no financieras han comenzado en los últimos años a recurrir directamente al inversor último mediante la emisión de títulos emitidos a descuento y a corto plazo, inicialmente letras y en la actualidad pagarés de empresa. Este fenómeno hay que ligarlo a la competencia que encuentran en la captación de recursos, a las posibilidades de reducción de costes de financiación que les ofrece esta alternativa, y a las dificultades en la emisión y colocación de títulos de renta fija a largo plazo. Pues bien, las entidades bancarias han tenido la misma reacción que en el primer caso de desintermediación comentado: en primer lugar, han tratado de intervenir en la canalización de esos flujos financieros prestando servicios a las empresas emisoras (líneas de liquidez subsidiaria a la emisión, aseguramiento de la misma, etc.), y en segundo

(1) Por lo que respecta a las emisiones a largo plazo de deuda del Estado, de renta fija, en 1977 se inició una política de emisiones al público, es decir, en condiciones de tipo de interés que las hacían atractivas a todos los inversores.

(2) Una operación con compromiso de recompra queda legalmente definida como una operación de venta hasta el vencimiento del instrumento financiero, en la que se pacta el compromiso de deshacer la operación —recompra— antes de dicho vencimiento.

Esquema 3. Efectos y resultados de los factores que estimulan la innovación financiera

Factores impulsores	Efectos	Resultados	Innovaciones financieras
<b>1. Cambios en el entorno económico general</b>			
1.1. Aceleración de la inflación	<ul style="list-style-type: none"> <li>Alza acusada y volatilidad de los tipos de interés</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Preferencia por la liquidez y por activos que protejan de la inflación y de la volatilidad de los tipos de interés</li> </ul>	
1.2. Aparición de déficits públicos permanentes y de gran magnitud	<ul style="list-style-type: none"> <li>Provoca la creciente necesidad de financiación de las Administraciones Públicas</li> <li>Refuerza las consecuencias provocadas por la aceleración de la inflación</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Aplicación de políticas monetarias restrictivas y cambios en su instrumentación (emisiones para drenar liquidez y operaciones de mercado abierto)</li> <li>Multiplicación y diversificación de las emisiones de deuda y transformación de los mercados donde se negocian</li> <li>Desarrollo de instrumentos mediante los cuales los agentes privados compiten con el sector público para la captación de recursos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Emisiones a corto plazo a descuento</li> <li>Emisiones de valores a largo plazo con tipos de interés indicado.</li> <li>Préstamos a tipo de interés variable</li> <li>Reducción del plazo medio de vencimiento de los préstamos a tipo de interés fijo</li> <li>Desarrollo de mercados de futuros y de opciones</li> <li>Sustitución en la cartera de los bancos de préstamos y créditos por financiación incorporada a instrumentos negociables</li> <li>Depósitos retribuidos a tipos de interés relacionados con los del mercado monetario</li> <li>Swaps de divisas y tipos de interés</li> </ul>
1.3. Nuevas condiciones en los mercados internacionales (tipos de cambio flotante, crisis del petróleo y crisis de la deuda en los países en vías de desarrollo)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Aumento de la movilidad internacional de capitales</li> <li>Volatilidad de los tipos de cambio</li> <li>Incidencia negativa sobre la solvencia bancaria y elevación de los coeficientes de garantía</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Aumento de la actividad de los intermediarios financieros en los mercados internacionales (menos regulados que los nacionales)</li> <li>Demanda de activos que permitan cubrirse de los riesgos cambiarios</li> <li>Emisión de deuda subordinada y crecimiento de las operaciones «fuera de balance»</li> </ul>	
<b>2. Renovación tecnológica de la actividad financiera. (Informática y telecomunicaciones)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Reducción de los costes de información y comunicación de las operaciones financieras.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Favorece la implantación de instrumentos financieros con ventajas comparativas</li> <li>Agiliza el funcionamiento de los mercados</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Provisión de líneas de respaldo a pagarés de empresa</li> <li>Práctica de anotaciones en cuenta en sustitución de títulos-valores</li> </ul>
<b>3. Modificaciones en la regulación financiera (desregulación)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Aumento de la competitividad y de la eficiencia en la asignación de recursos</li> <li>Apertura de los sistemas financieros nacionales</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Menor especialización internacional</li> <li>Reforzamiento de las innovaciones financieras surgidas por otras causas</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Surgimiento de nuevas instituciones financieras</li> </ul>
<b>4. Crecimiento de la riqueza</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Posibilidad para los inversores de diversificar sus carteras</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Demanda potencial de los nuevos instrumentos financieros y aprovechamiento de la desintermediación</li> </ul>	

lugar, han transformado sus créditos en activos alternativos (transferencias y participaciones).

Ya ha sido comentado en varias ocasiones el efecto que las alzas en los precios ha provocado en los tipos de interés. Ello, elevación y variabilidad en los tipos de interés, ha provocado la aplicación por las instituciones financieras de instrumentos con tipos de interés variable (créditos, empréstitos y depósitos). El desarrollo del mercado interbancario ha ayudado a esta práctica para cubrirse de los efectos que en el activo y en el pasivo de estas instituciones tiene esa volatilidad de los tipos de interés, dado el crecimiento relativo de la financiación interbancaria en sus balances.

Por último, la modificación de la regulación financiera ha incidido especialmente en este proceso a través de la reducción de los coeficientes de inversión (emisiones de pagarés de empresa ligadas a la reducción de las emisiones privadas de renta fija), el aumento de los coeficientes de garantía (emisiones de deudas subordinadas), la homogeneización en la actividad de los intermediarios financieros (aumento de la competencia en la captación de recursos), aumentando el grado de liberalización de las inversiones en y fuera de España (apertura de los mercados financieros nacionales), aparición de nuevos intermediarios financieros (banca extranjera, sociedades mediadoras en el mercado de dinero, sociedades de crédito hipotecario, fondos de pensiones), la modificación de la normativa fiscal (aplicación de retención a las operaciones efectuadas con títulos emitidos a descuento). La incidencia de estas modificaciones no ha sido únicamente acelerar el proceso de innovación cuando han sido liberalizadoras (por ejemplo, la reciente liberalización de los tipos de interés pasivos a corto plazo de las entidades de depósito) sino que han actuado también en el sentido de eliminar aquellas innovaciones que surgieron al amparo de la elusión de coeficientes o de sus ventajas fiscales (por ejemplo, el coeficiente de caja ha sufrido una ampliación de los pasivos sujetos al mismo que ha supuesto la práctica desaparición de algunos instrumentos que nacieron para eludir el coeficiente).

Por lo que respecta a la evolución más reciente de estas innovaciones (en espera de la situación que produzca la liberalización del control de cambios) hay que referirse al papel que las emisiones de deuda del Estado están desempeñando. En 1987 se inició un proceso de emisión de deuda representada en anotaciones en cuenta. Se configuró así el Sistema de Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado (SACDE) como un procedimiento para la tenencia y transmisión de valores emitidos por el Estado, en el que los derechos de sus adquirentes están asentados

en una Central de Anotaciones, servicio público cuya gestión ha sido delegada en el Banco de España. A este sistema se han acogido tanto las emisiones de deuda a medio y largo plazo (bonos y obligaciones) como la emitida a corto plazo (letras del Tesoro) (1). Aparte de las ventajas que un mercado de deuda anotada tiene sobre otro en el que se negocian títulos-valores, esta experiencia podrá ser útil para una posible realización de operaciones de mercado abierto, la organización de un mercado de futuros y la ampliación de esta práctica a los títulos de renta fija y variable privados. Sobre este último desarrollo debe incidir positivamente la reciente regulación del Mercado de Valores (2).

El esquema 4 recoge las innovaciones financieras efectuadas en España en los últimos cinco años con una breve descripción de las mismas.

## 6. LA INNOVACION FINANCIERA Y LAS ESTADISTICAS FINANCIERAS

La obtención de información sobre los fenómenos financieros no sólo tiene la importancia derivada de la elaboración de las estadísticas de flujos financieros que permitan los análisis de las autoridades económicas y de entidades privadas, también es útil para la evaluación que los inversores potenciales realizan de los riesgos y de las rentabilidades que esperan obtener de las distintas alternativas de inversión, así como para hacer posible las comparaciones internacionales en un contexto de apertura de los mercados nacionales. Así, las autoridades económicas están interesadas en la consideración de las condiciones de financiación del sector real de la economía, y las autoridades monetarias deben conocer la evolución de los agregados monetarios y la situación de los mercados financieros; por su parte, los inversores han de conocer las condiciones de los mercados, es decir, su tamaño, precios, liquidez, grado de intermediación, etc.; finalmente, los organismos internacionales se preocupan especialmente por avanzar en la normalización de las estadísticas financieras (homogeneidad en los criterios de clasificación de los flujos financieros y en los criterios de valoración) que hagan posible las comparaciones internacionales.

---

(1) Existe otro instrumento financiero emitido a corto plazo, los pagarés del Tesoro, que dadas sus características —se utilizan para la cobertura del coeficiente de inversión del sistema bancario y gozan de ciertos privilegios fiscales para los inversores particulares— no se emiten en condiciones de mercado.

(2) La Ley del Mercado de Valores de 1988 rechaza explícitamente la referencia a "títulos-valores" para referirse a valores negociables.

**Esquema 4. Innovaciones financieras en España en los últimos 5 años**

Ambito de la innovación	Innovación	Descripción
<b>1. INSTRUMENTOS</b>		
1.1. <b>Instrumentos de regulación monetaria</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Certificados de regulación monetaria (CRM)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Emitidos al descuento por medio de subastas. Representado en anotaciones en cuenta. Su última emisión se produjo en diciembre de 1983</li> </ul>
1.2. <b>Emisiones a corto plazo</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Pagarés del Tesoro</li> <li>• Letras del Tesoro</li> <li>• Pagarés de Empresa</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Emitidos al descuento por medio de subastas. Desde 1987 no se emiten a tipos de mercado dadas sus condiciones fiscales y ser prácticamente el único activo de cobertura del coeficiente de inversión del sistema bancario</li> <li>• Emitidos al descuento por medio de subastas. Representado en anotaciones en cuenta es el instrumento básico de financiación a corto plazo del Estado</li> <li>• Emitidos al descuento desde 1982 como instrumento de financiación (no comercial) de las empresas</li> </ul>
1.3. <b>Emisiones a tipo variable</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Obligaciones del Estado a tipo variable</li> <li>• Bonos bancarios a tipo variable</li> <li>• Obligaciones de empresas no financieras a tipo variable</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Hasta la fecha una única emisión ligada a los tipos de interés de los bonos del Estado</li> <li>• Variable predeterminado o indiciado</li> <li>• Variable predeterminado o indiciado</li> </ul>
1.4. <b>Otros instrumentos a tipo variable</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Préstamos bancarios a tipo variable</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Indiciado</li> </ul>
1.5. <b>Otros instrumentos bancarios</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Préstamos participativos</li> <li>• Emisiones de cupón cero</li> <li>• Cuentas de mercado monetario</li> <li>• Participación de activos</li> <li>• Obligaciones subordinadas</li> <li>• Operaciones de «fuera de balance»                             <ul style="list-style-type: none"> <li>– Swaps de tipos de interés</li> <li>– Swaps de divisas</li> <li>– Operaciones a plazo, de opciones y futuros en divisas</li> <li>– Transferencias de activos</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rentabilidad sujeta al volumen de beneficios de la empresa no financiera</li> <li>• Sin pago periódico de intereses</li> <li>• Depósitos cuya rentabilidad está ligada a los tipos de interés de los mercados monetarios</li> <li>• Transferencia de créditos o valores en los que la entidad cedente mantiene riesgos</li> <li>• Emisiones consideradas recursos propios por lo que en la prelación de créditos se sitúan detrás de los acreedores ordinarios</li> <li>• Intercambio de pago de intereses de operaciones realizadas en distintos mercados</li> <li>• Compraventa de divisas a plazo cubierto al contado</li> <li>• Cobertura de riesgos en operaciones en divisas</li> <li>• Transferencia de créditos en los que la entidad cedente no mantiene ningún riesgo</li> </ul>
1.6. <b>Otros instrumentos</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Operaciones de seguros de prima única</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Pólizas de seguro con una sola prima. Al finalizar el plazo se recupera con los intereses pactados. Operación similar a un depósito. Se apoyó en ventajas fiscales</li> </ul>

**Esquema 4. Innovaciones financieras en España en los últimos 5 años (Continuación)**

Ambito de la innovación	Innovación	Descripción
<b>2. MERCADOS(a)</b>	• Títulos hipotecarios	• Títulos emitidos tras la regulación del mercado hipotecario (1981) para la movilización de créditos hipotecarios
	• Mercado hipotecario	• Regulado en 1981. Permite la movilización y financiación de créditos hipotecarios
	• Mercado de deuda del Estado anotada	• Mercado surgido en 1987 para la negociación de la deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta (bonos, obligaciones y letras del Tesoro)
	• Segundo mercado de valores	• Segundo mercado bursátil que permite la negociación de títulos emitidos por empresas sin exigir las condiciones que tienen que cumplirse para la negociación en Bolsa
<b>3. INSTITUCIONES (a)</b>	• Sociedades Mediadoras en el Mercado de Dinero	• Creadas para el desarrollo de los mercados monetarios
	• Sociedades de Crédito Hipotecario	• Creadas para el desarrollo del mercado hipotecario
	• Sociedades de Capital Riesgo	• Creadas para el fomento de la actividad empresarial
	• Sociedades instrumentales de Agentes de Cambio y Bolsa	• Creadas para el desarrollo del mercado de valores
	• Fondos de inversión en activos del mercado monetario	• Creados para facilitar el acceso de los inversores a los mercados monetarios
	• Fondos de pensiones	• Creados para permitir la cobertura privada de pensiones
<b>4. PRACTICAS (b)</b>	• Títulos al descuento	• Títulos que se emiten por importe inferior al nominal sin pago de intereses periódicos (intereses implícitos)
	• Cesiones temporales de activos	• Operaciones de venta a vencimiento con compromiso de recomprar el activo antes de dicho vencimiento
	• Sistema de anotaciones en cuenta de la deuda del Estado	• Sustitución de los títulos-valores por anotaciones contables administradas por una Central de anotaciones que organiza su mercado secundario

(a) Hay en curso una reforma del mercado de valores que establece cambios en las instituciones que participan en el mercado y afectará al funcionamiento del mismo.

(b) A finales de 1988 se iniciarán con la deuda del Estado anotada las operaciones a plazo (operaciones en que se fija como fecha de transmisión del valor una fecha posterior a los cinco días hábiles siguientes a la de contratación).

La incidencia de las innovaciones financieras sobre la elaboración de información estadística se refleja, en primer lugar, en la permanente necesidad de adaptar y reordenar los esquemas informativos como consecuencia de la continua aparición y desaparición de nuevos instrumentos financieros. En segundo lugar, la innovación financiera produce desfases en la información derivados de las dificultades de plasmar inmediatamente en datos las novedades financieras, debido a que su seguimiento estadístico se ve limitado por problemas de determinación de las características económico-financieras del mismo, por la búsqueda de fuentes de información y hasta

por problemas técnicos que son consecuencia del diseño y puesta en marcha de los programas informáticos para permitir el seguimiento, elaboración y explotación de la información.

A todo ello hay que añadir el hecho de que, en determinados casos, las dificultades existentes son tales que imposibilitan el correcto seguimiento del nuevo producto financiero hasta que no se regulan legalmente las características de su emisión y negociación, hecho que, como ya se ha comentado antes, puede privar a dicha innovación financiera de las ventajas comparativas que constituían su razón de ser.

A continuación vamos a raspar a grandes rasgos la incidencia de la innovación financiera sobre la elaboración de información estadística en España, siguiendo el esquema 5 donde se catalogan los instrumentos financieros y sus mercados (este catálogo se circunscribe a los activos de los mercados monetarios y de valores).

Si realizamos el análisis agregando los instrumentos financieros por sectores institucionales, hay que señalar, en primer lugar, que las innovaciones financieras que han supuesto la aparición de nuevos instrumentos y prácticas en las instituciones financieras no han ocasionado graves problemas para su seguimiento estadístico. De hecho, pueden ser identificadas en los estados contables de estas entidades, (1) que generalmente se ven obligadas por la regulación a la que están sometidas a realizar adaptaciones de los mismos a la nueva operativa que dichas innovaciones conllevan. En el caso de España estas innovaciones han respondido en gran medida a intentos de eludir coeficientes obligatorios (relacionados en última instancia con las necesidades de financiación del déficit público). Las modificaciones legales que trataban de evitar esta elusión incluyendo los nuevos instrumentos en el cómputo de los coeficientes sólo han servido para generar nuevas innovaciones de instrumentos con la misma finalidad. En realidad, en algunas ocasiones, sólo se ha tratado de cambiar de "nombre" a un instrumento financiero con idéntica función económica.

Las Administraciones Públicas han sido, sin duda, el sector institucional que como ya se ha comentado, ha generado los procesos de innovación más significativos. Estas innovaciones que van desde la ampliación de la gama de títulos ofrecidos a los inversores a medio, corto y largo plazo con distintas características fiscales, a la puesta en marcha de nuevas técnicas de emisión mediante subasta y a la creación de nuevos mercados oficiales para su negociación, no han creado graves problemas para su seguimiento estadístico, más allá de los relacionados con la modificación de los esquemas informativos o los necesarios procesos técnicos ligados, a la captación, y elaboración de la información.

Dentro de este apartado merece una mención especial el recientemente creado Sistema de Anotaciones en Cuenta de la deuda del Estado. En este sistema hay entidades financieras que pueden tener cuenta en la Central de Anotaciones, en tanto que el

resto de inversores (denominados "terceros") acceden a la Deuda Anotada (bonos, obligaciones y letras del Tesoro) a través de una selección de entidades financieras con cuenta en la Central, que se denominan entidades gestoras. Esto supone que los titulares de cuentas movilizan sus saldos entre ellos (operaciones entre titulares de cuenta), realizan operaciones con sus clientes (operaciones entre titulares de cuenta y terceros), y, por último, canalizan las operaciones realizadas entre sus clientes (operaciones entre terceros). En el primer caso la información es conocida al día por la Central de Anotaciones, mientras que en los dos últimos casos es más complicada la elaboración de la información, ya que hay un cierto desfase temporal entre las operaciones y la comunicación del detalle de las mismas a la Central de Anotaciones. Es decir, que en tanto que el tratamiento de la información de base de las operaciones entre titulares es relativamente sencillo al canalizarse a través de la Central de Anotaciones, el tratamiento de la restante información supone un laborioso trabajo sobre la información ofrecida por cada entidad gestora.

En cuanto a las innovaciones financieras ligadas a instrumentos emitidos por las empresas no financieras y, en general, todas las que pueden considerarse como un fenómeno de desintermediación no canalizado a través de mercados oficiales, suponen una pérdida inicial de información sobre sus flujos financieros que sólo puede ser compensada parcialmente con el recurso a los datos que pueden facilitar las grandes empresas que son las que suelen generar estas innovaciones. En general, al elaborar estas estadísticas, suele ser necesario trabajar con estimaciones que no siempre tienen un elevado grado de fiabilidad. Una ayuda adicional en este campo proviene del apoyo a la información disponible a través de las instituciones financieras que suelen actuar de intermediarios en la colocación de estos instrumentos. Ambas fuentes son complementarias y en el caso de España se están utilizando, por ejemplo, para seguir el mercado de pagarés de empresa. Los problemas para el seguimiento de este mercado se reducirían drásticamente si terminan llevándose a la práctica la creación y desarrollo de un mercado organizado al amparo de la Ley del Mercado de Valores.

En general, puede decirse que el recurso a las instituciones financieras en su papel de intermediarios debe llevarse a cabo, en la medida de lo posible, en todas aquellas innovaciones financieras de signo liberalizador y esto es especialmente válido para el caso de la apertura de los mercados financieros nacionales.

(1) Sobre esta posibilidad de identificación y los problemas específicos de estas innovaciones se puede consultar el artículo de este mismo Boletín «La innovación financiera y las operaciones del sistema bancario».

**Esquema 5. Mercados monetarios y de valores catalogación y fuentes estadísticas (a)**

**1. VALORES NEGOCIABLES (b) EMITIDOS POR:**

**1.1. INSTITUCIONES FINANCIERAS**

**Banca privada**

*Renta fija*

- Bonos de Caja
- Bonos de tesorería
- Titulos hipotecarios
- Obligaciones subordinadas

Estados contables y –para la renta fija–, declaraciones de cumplimiento del coeficiente de caja remitidos al Banco de España.

*Renta variable*

**Cajas de ahorro**

*Renta fija*

- Obligaciones
- Titulos hipotecarios
- Obligaciones subordinadas

**Cooperativas de Crédito**

*Renta fija*

- Obligaciones

*Renta variable*

**Crédito Oficial**

*Renta fija*

- Obligaciones
- Titulos hipotecarios
- Cédulas para inversiones

Estados contables remitidos al Banco de España

**Sociedades mediadoras en el Mercado de Dinero**

*Renta variable*

Estados contables y –para la renta fija–, declaraciones de cumplimiento del coeficiente de Caja remitidos al Banco de España

**Sociedades de Crédito Hipotecario**

*Renta fija*

- Titulos hipotecarios

*Renta variable*

**Resto de Instituciones Financieras (c)**

- Entidades Financieras (financiación y factoring)
- Inversión Colectiva (sociedades y fondos)
- Capital Riesgo (sociedades y fondos)
- Leasing
- Juntas Sindicales de Bolsa
- Empresas de Seguros
- Garantía Recíproca

Estados contables remitidos al Banco de España o a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (DGTPF)

*Renta variable*

**1.2. ADMINISTRACIONES PUBLICAS (d)**

*Renta fija*

- Obligaciones y bonos

Banco de España y Dirección General del Tesoro y Política Financiera (DGTPF)

*Mercado Monetario*

- Letras del Tesoro

- Pagarés del Tesoro

**1.3. EMPRESAS NO FINANCIERAS**

*Renta fija*

- Obligaciones

• Dirección General del Tesoro y Política Financiera (DGTPF)

*Renta variable*

• Información de los propios emisores

*Mercado Monetario*

• Información de las instituciones financieras de su intermediación en el mercado de pagarés de empresa

- Pagarés de empresa

## Esquema 5. Mercados monetarios y de valores catalogación y fuentes estadísticas (a) (Continuación)

<b>2. MERCADOS (e)</b>	
2.1 DEUDA DEL ESTADO ANOTADA	
<i>Obligaciones y bonos del Estado</i>	• Central de anotaciones (Banco de España): operaciones entre titulares de cuentas en la Central
<i>Letras del Tesoro</i>	• Instituciones financieras (Entidades Gestoras): operaciones en que intervienen no titulares de cuentas
2.2. DEUDA DEL ESTADO NO ANOTADA	
<i>Pagarés del Tesoro</i>	• Banco de España (operaciones con pagarés representados en anotaciones en cuenta)
	• Bolsas de Valores (operaciones con pagarés representados en títulos-valores)
2.3 INTERBANCARIO	
<i>Operaciones de depósito</i>	• Banco de España
2.4 BURSÁTIL	
<i>Renta fija</i>	• Bolsas de Valores
<i>Pública (administraciones públicas)</i>	
<i>Privada (empresas financieras y no financieras)</i>	
<i>Renta variable</i>	
2.5 HIPOTECARIO	• Fondo de Regulación del Mercado hipotecario
<i>Títulos hipotecarios</i>	

- (a) Este esquema está referido a la fuente de información de base que permite, al ser tratada informáticamente, obtener los detalles útiles para el análisis económico. Por ejemplo, a través de las condiciones de una emisión se determinan saldos en circulación y amortizaciones previstas; a través de las condiciones de negociación se determinan las rentabilidades obtenidas en cada mercado y los volúmenes de financiación canalizados por los mismos, etc.  
Por otro lado, recoge exclusivamente las fuentes estadísticas desde el punto de vista del emisor. Podría ampliarse considerando las fuentes desde el punto de vista del inversor, como se hace en las notas metodológicas del Apéndice Estadístico al Informe Anual de 1987 que, siguiendo los criterios de normalización citados, elabora el Banco de España; pero ello queda fuera del ámbito de este trabajo.
- (b) Las emisiones de renta fija de la banca privada, las cajas de ahorro y las cooperativas, así como los títulos hipotecarios, están clasificados en las cuentas financieras elaboradas por el Banco de España como títulos de mercado monetario, dadas sus condiciones de liquidez. De hecho se encuentran, en tanto que pasivos del sistema crediticio, incluidos en el agregado monetario «activos líquidos en manos del público».
- (c) En la actualidad, estas instituciones apenas realizan emisiones de renta fija.
- (d) Emisiones del Estado, de las Comunidades Autónomas y de las Corporaciones Locales.
- (e) La Ley de Mercado de Valores distingue tres categorías de mercados secundarios oficiales: las Bolsas de valores, el mercado de Deuda Pública representada mediante anotaciones en cuenta, y otros mercados secundarios oficiales a los que el Gobierno pueda otorgar dicha condición.

Entre los efectos de la innovación financiera sobre las estadísticas, cabe reseñar también los relacionados con el cálculo del rendimiento de los activos y la valoración de éstos.

Las innovaciones referidas a la indicación de tipos de interés por ejemplo, plantean problemas en el cálculo de la rentabilidad de los instrumentos que se emiten con estas características. En España no ha sido frecuente este tipo de emisiones, pero, en concreto, las emisiones de obligaciones del Estado (títulos a más de 5 años) emitidas a tipo de interés ligado a los de las emisiones de bonos del Estado (títulos entre 3 y 5 años), no se consideran en el cálculo de la rentabilidad en el mercado secundario de la

Deuda del Estado. En el caso de las emisiones del sector privado a la exclusión de las emisiones indicadas para el cálculo de las rentabilidades se añade la que se efectúa de las emisiones de renta fija convertibles en acciones en las que, por razones obvias, no puede determinarse, a priori, un flujo de ingresos que permita el cálculo de su rendimiento.

Como ejemplo de innovación que afecta a la valoración de los activos puede señalarse la emisión de títulos con cupón cero. Los problemas de valoración de este instrumento en las cuentas financieras, surgen porque no es siempre coincidente ésta en los pasivos del emisor y en las carteras de los poseedores. En general los criterios de valoración son un

problema específico de la normalización internacional en la elaboración de las cuentas financieras a la que ya se ha hecho referencia.

Como es obvio, en este trabajo no se ha pretendido realizar un repaso exhaustivo de la incidencia de la innovación financiera en las estadísticas relativa a los instrumentos y mercados financieros, sino únicamente señalar los problemas más relevantes, lo que sin duda es suficiente para reflejar la importancia de este fenómeno.

18-XI-1988.

# El precio del petróleo y la factura energética en 1988 y 1989

*En esta nota, elaborada por Juan José Camio, del Servicio de Estudios del Banco de España, se calcula el efecto directo que sobre la renta real y los precios de la economía, en 1989, puede tener una variación del 20 % en el precio del petróleo importado, margen dentro del que se supone se mantendrá, el año próximo, el precio del crudo. El efecto directo sobre el PIB se estima inferior a medio punto porcentual. Del mismo modo, el efecto de esa variación del precio del crudo sobre el IPC se sitúa en medio punto, si se permite su transmisión a los precios de los productos petrolíferos finales manteniendo constante la fiscalidad unitaria.*

## 1. EVOLUCION RECIENTE DEL PRECIO DEL PETROLEO Y PERSPECTIVAS FUTURAS

Cuando en 1973 la OPEP decidió cuadruplicar el precio del petróleo, producía las dos terceras partes del crudo mundial. Hoy en día produce el 40 % y lucha por evitar que su precio relativo se sitúe en los niveles anteriores a 1973.

Este cambio tan drástico era, en líneas generales, fácilmente previsible. La gran subida del precio del petróleo en 1973 fué posible porque tanto la demanda mundial de petróleo como la oferta de energía sustitutiva (y de petróleo fuera de la OPEP) eran muy rígidas a corto plazo. Pero era claro que, por un lado, la demanda iba a ser más elástica a medio y largo plazo debido a que, a ese precio relativo, era rentable utilizar procesos productivos menos intensivos en energía y sustituir, en lo posible, los hidrocarburos por otros productos energéticos. Por otro lado, y también a medio y largo plazo, era previsible el aumento tanto de las energías alternativas al petróleo como de la oferta de hidrocarburos. Este hecho implicaba, entre otras cosas, una pérdida de la importancia relativa de la OPEP en el mercado del petróleo, dado que su política se basaba en restringir su oferta. Por último, era igualmente previsible una pérdida de cohesión en el seno de la OPEP que llevaría a una menor disciplina en el cartel y, por tanto, sobre todo en conjunción con los otros factores, a que los precios del petróleo se ajustaran a la baja.

Pero, mientras que las líneas generales de estas tendencias eran claras, era también imprevisible como se iban a realizar en el tiempo, aunque estaba fuera de toda duda que se iban a observar grandes altibajos en la evolución de los precios.

Inicialmente, se produjo una disminución tanto de la oferta como de la demanda, pero, a partir de 1975, comenzó a aumentar la oferta de la OPEP, y, a conti-

nuación, la de los países ajenos a la OPEP, lo que produjo una fuerte caída en los precios relativos del petróleo. Esto afectó sobremanera a algunos países de la OPEP que dependían vitalmente de sus ingresos por el petróleo. El cartel funcionó y se produjo una fuerte restricción en la oferta de petróleo por parte de la OPEP que, de los 30.9 millones de barriles que producía diariamente en 1979, pasó a 26.8 en 1980 y 22.5 en 1981. Esto se tradujo en una duplicación de los precios del petróleo, pero esta duplicación se produjo en unas condiciones radicalmente distintas a las de 1973. En primer lugar, en 1981 la OPEP sólo producía algo más del 50 % del petróleo mundial. Pero lo más importante fué que la demanda de petróleo de los países industrializados se ajustó drásticamente de modo que, entre 1979 y 1982, cayó un 20 %. A partir de 1981 los precios en dólares del petróleo comenzaron a caer y la oferta de productos petrolíferos ajena a la OPEP a subir con gran fuerza. En 1985 el precio en dólares del petróleo era inferior al de 1980 y la oferta de productos petrolíferos (incluyendo gas natural) de la OPEP era inferior al 40 % del total mundial.

La OPEP se enfrentó a esta situación con un cambio dramático en su política interna. El fuerte ajuste en la oferta de la OPEP se había basado en la restricción de la producción de Arabia Saudita cuyas exportaciones de crudos, en unidades físicas, cayeron en un 70 % entre 1980 y 1985, mientras que el resto de países del cartel tendían a sobrepasar sus cuotas. En 1986 Arabia decidió cambiar su política como medio de disciplinar tanto a los países de la OPEP como a los de fuera del cartel. Las autoridades sauditas pensaban que un aumento de su producción, que se traduciría en una caída de los precios, haría entrar en razón tanto a los miembros de la OPEP, que verían caer sus ingresos, si no respetaban las cuotas, como al resto de los países que, con costes de extracción más elevados, se verían amenazados con, incluso, el cierre de sus instalaciones si los precios caían lo suficiente. Así pues, el objetivo de Arabia era doble: hacer respetar las cuotas en el seno de la OPEP, lo que le favorecía sensiblemente ya que producía muy por debajo de su cuota, y frenar la expansión de la oferta de los países no miembros de la OPEP ante la amenaza de inundar el mercado y dejar fuera a muchos de esos países. La senda de los precios del petróleo esperada por Arabia Saudita era una caída brusca, importante y de corta duración, y, una vez recuperada la disciplina, unos precios estables alrededor del nivel previsto de 18 dólares por barril.

Esta estrategia, que en cierto modo sigue manteniendo Arabia Saudita, ha sido, por el momento, un fracaso. Se produjo en 1986 una caída fortísima del

precio del crudo, que llegó a estar a 9 dólares el barril, pero no se consiguió que los países de la OPEP se ajustaran a sus cuotas, ni mucho menos que cayera la producción de los países no miembros de la OPEP, cuyos costes de extracción habían disminuido mucho debido a innovaciones tecnológicas en el sector. Aunque el precio del petróleo llegó, en algunos momentos de 1987, a los 18 dólares barril, las dificultades económicas de los países productores de petróleo hicieron que éstos trataran de aprovecharse de la situación aumentando sus ventas, por lo que los precios comenzaron a bajar de nuevo, llegando a la situación actual (octubre de 1988) en la que los precios son muy bajos y la capacidad de la OPEP de reimplantar la disciplina, incluso dentro del mismo cartel, es dudosa. Sin embargo, acontecimientos recientes como los de Argelia, ponen de manifiesto la penosa situación en la que pueden encontrarse muchos países productores de petróleo si los precios bajan demasiado, y son una llamada de atención en favor de la colaboración tanto dentro como fuera del cartel.

Mientras que en una situación como la actual nadie es capaz de predecir, con cierta confianza, qué ocurrirá mañana, se pueden apreciar algunas fuerzas subyacentes de gran importancia. La primera de ellas tiene una base tecnológica. Los elevados precios del petróleo y la gran incertidumbre sobre su evolución han propiciado la aparición de oleadas de innovaciones técnicas que tienen como consecuencia una gran disminución de la demanda y un aumento de la oferta de crudos, algo que contribuye a contrarrestar la "tendencia" del precio del petróleo, como recurso agotable que es, al crecimiento exponencial. La segunda tiene que ver con lo que la evolución del precio del petróleo en los últimos quince años ha mostrado con claridad, a saber que, por un lado, la OPEP es incapaz de asegurar el mantenimiento del precio del petróleo a un nivel muy elevado, y, por otro, que nadie está interesado en violentas fluctuaciones de ese precio. Unos y otros factores hacen pensar en la conveniencia general, y en el deseo de todos, de que el precio del petróleo tenga una evolución suave, probablemente descendente a medio plazo, a partir de un nivel de equilibrio.

El problema planteado en la actualidad es cual puede ser ese nivel sostenible de equilibrio. A comienzos de los ochenta se pensaba que ese nivel podía estar en torno a los 30 dólares barril, pero el intento de imponer ese precio produjo un ajuste energético permanente en los países industrializados y un aumento considerable en la oferta de los países no pertenecientes a la OPEP. Con posterioridad al hundimiento de los precios en 1986, provocado por

Arabia Saudita, la OPEP se ha visto incapaz de mantener un precio objetivo de 18 dólares, a pesar del aumento en la demanda de productos petrolíferos por parte de la OCDE como consecuencia de la fuerte expansión de sus economías. Se podría pensar que esta ola expansiva puede propiciar el establecimiento de un nivel "de equilibrio" bastante elevado del precio del petróleo, pero parecen predominantes los aumentos que se están registrando en la oferta fuera de la OPEP. Por otra parte, presumiblemente la OPEP no intentará establecer un precio que no pueda mantener porque las consecuencias de esto podrían ser catastróficas para el cartel.

En estas condiciones parece más razonable tratar de delimitar una banda en la que situar el precio de equilibrio que trate de imponer la OPEP más que un nivel para ese precio. Un límite superior de esa banda puede ser el de 18 dólares por barril, y un límite inferior el de 12 dólares. ¿Por qué parece esto probable? El precio no puede bajar permanentemente por debajo de los 12 dólares porque, a ese nivel, la oferta fuera de la OPEP es reducida y la OPEP, cuyos costes marginales son muy bajos (menos de 1 dólar barril en Arabia Saudita), sería la fuerza predominante en el mercado y podría imponer un precio superior. Parece que 18 dólares es una cota superior aceptable por dos razones. La primera es que la OPEP no ha conseguido, últimamente, imponer ese precio pese a buscarlo, si bien es cierto que en condiciones de una menor disciplina en el cartel de la que presumiblemente conseguirá en el futuro, sobre todo si se pone fin a la guerra entre Irán e Iraq. La segunda, muy relacionada con la anterior, es que a 18 dólares la oferta fuera de la OPEP es ya muy elástica y seguramente hace imposible cualquier intento de mantener, de forma permanente, un precio por encima de ese nivel. Esta es la diferencia fundamental con la situación en 1973: entonces la oferta fuera de la OPEP se podía considerar absolutamente rígida. Las grandes subidas de precio de 1973 y 1980 han tenido como consecuencia una gran disminución de la demanda debida al ajuste energético de todos los países y un desplazamiento a la derecha de la curva de oferta de los países al margen de la OPEP, que ahora parece ser muy elástica al menos para precios superiores a los 15 dólares. Por eso, y salvo situaciones catastróficas como guerras etc., un aumento de la disciplina dentro de la OPEP, lejos de representar una amenaza como hace unos años, puede verse como un elemento de estabilidad del mercado.

## 2. EL AHORRO EN LA FACTURA ENERGETICA

La factura energética española, entendiendo por ella la diferencia entre el valor de las importaciones y

el de las exportaciones del capítulo 27 del Arancel de Aduanas, ha perdido importancia en los últimos años. Mientras que en 1981 dicha factura representaba el 6.8 % del PIB, en 1987 era del 2 %, y todo hace pensar que ese porcentaje, en 1988, será del orden del 1.6 %. Nuestro déficit comercial energético suponía, en 1981, el 107 % de nuestro déficit comercial, mientras que, en 1987, sólo era del 40 % del total. Este ahorro en factura se ha debido fundamentalmente a la caída de los precios energéticos, pero también a la disminución de nuestras importaciones netas de productos petrolíferos que, en toneladas, cayeron un 9 % entre 1981 y 1987.

Los datos anteriores, aunque pueden ocultar el hecho de que nuestra dependencia energética sigue siendo importante, señalan con claridad que sólo aumentos realmente intensos en los precios de los productos petrolíferos pueden tener un efecto significativo sobre nuestra economía, y tales aumentos, como se ha visto en la sección anterior, son poco probables.

Ahora bien, no sólo han disminuído nuestras importaciones energéticas netas, sino que su composición se ha alterado notablemente en los últimos años. En el cuadro 1 se ofrecen, en miles de toneladas, nuestras importaciones netas de productos energéticos, incluyendo los gases en "Derivados".

En el cuadro 1 se observa, claramente, no sólo el ahorro energético, sino la recuperación posterior de nuestra demanda energética y el cambio en la estructura de las importaciones, del que nos interesa resaltar dos elementos. El primero es la sustitución de hidrocarburos por carbón. El segundo, más interesante, es el comportamiento de los Derivados, de los que, de importadores se pasó a ser exportadores netos, para, de nuevo, estar en el proceso de perder esta última condición.

Esta evolución es importante para calcular los efectos de una variación en el precio del petróleo sobre nuestra factura energética, porque permite

### 1. Importaciones energéticas netas

	toneladas				
	1980	1982	1984	1986	1988 (a)
Carbón	6.329	7.484	7.776	8.892	8.714
Crudos	49.464	42.146	41.615	44.100	45.743
Derivados	2.346	662	-1.273	-5.152	-1.243
<b>Total</b>	<b>58.049</b>	<b>50.292</b>	<b>48.118</b>	<b>47.840</b>	<b>53.215</b>

Fuente: Aduanas.

(a) Los datos de 1988 son una anualización, es decir la multiplicación por 4/3, de los de enero-septiembre de 1988.

simplificar las cosas suponiendo que las importaciones netas se reducen a 9 millones de toneladas de Carbón y 46 millones de toneladas de crudos. Este supuesto es muy útil para estimar el ahorro (o el aumento) en la factura debido a una variación en el precio del crudo y no está muy alejado de lo que pueden ser las cifras de 1989.

A continuación vamos a calcular cual sería el valor de unas importaciones de 9 millones de toneladas de carbón y 46 millones de toneladas de crudos a los precios medios esperados para 1988, a lo que llamaremos factura energética de 1988, y el de las mismas importaciones en 1989 bajo el supuesto de que el precio en dólares del barril de crudo varíe un 20 % sobre el pagado en 1988. La razón para elegir este porcentaje es que, como veremos, el precio medio del crudo importado en 1988 se situará en torno a los 15 dólares barril, y una variación de un 20 % sobre esta cifra, es decir, de tres dólares barril, hace que los precios resultantes, 12 y 18 dólares correspondan a los extremos de la banda en la que, en la sección anterior, se ha considerado probable que se sitúe el precio del petróleo que la OPEP va a tratar de mantener.

El primer paso es estimar el precio medio del carbón y petróleo importados en 1988. Se necesita, para ello, hacer supuestos sobre el precio en dólares de los productos y sobre el tipo de cambio. Partiremos de los datos del período enero-setiembre de la Dirección General de Aduanas, últimos disponibles, aunque se observan diferencias significativas con la información proporcionada por las refinerías, tanto en lo que se refiere a cantidades como a precios.

En los nueve primeros meses del año, según esta fuente de información, se han importado 34.3 millones de toneladas de crudos a un precio medio de 12.968 pesetas por tonelada, equivalente a 15.1 dólares por barril a un tipo de cambio medio de 116.7 pesetas por dólar. Se supone que los otros 11.7 millones de toneladas se van a importar a 14.3 dólares por barril, a un tipo de cambio medio de 120 pesetas por dólar. Esto supone que importar 46 millones de toneladas de crudos en 1988 costaría 592.389 millones de pesetas a un precio medio de 12.878 pesetas por tonelada, o de 14.9 dólares por barril a un tipo de cambio medio de 117.5 pesetas por dólar. (En 1987 el barril se compró a 16.9 dólares y el tipo de cambio medio fué de 123.5 pesetas por dólar).

En el período enero-setiembre se han importado 6.7 millones de toneladas de carbón a un precio medio de 5.303 pesetas por tonelada. Se supone que el resto se importa a 6.000 pesetas por tonelada (en el

último trimestre el precio fué de 5.800 pesetas por tonelada), con lo que importar 9 millones de toneladas nos costaría 49.347 millones de pesetas a un precio medio de 5.483 pesetas por tonelada (5.102 en 1987).

La factura total de petróleo y carbón para 1988 sería de 641.731 millones de pesetas, o de, aplicando al carbón el mismo tipo de cambio medio, 5.460 millones de dólares. (Recordemos que la factura en 1987 fué de 724.088 millones de ptas. o de, aproximadamente, 5.860 millones de dólares).

¿Cómo afectará a la factura energética una variación en el precio del crudo? Dado que esta factura tiene dos partes, el coste del crudo y el del carbón, dependerá de lo que se suponga que sea el efecto del cambio en el precio del crudo sobre el precio del carbón. Esto se discutirá más adelante. Por el momento nos limitaremos a la factura del crudo. Esta se puede escribir como

$$F = B \cdot P \cdot E$$

donde F es la factura en pesetas, B el número de barriles importados, P el precio del barril en dólares y E el tipo de cambio peseta dólar, de modo que P.E es el precio en pesetas del barril importado. Todos los símbolos se refieren a valores medios del "período base", en nuestro caso, el año 1988. En el período siguiente, la expresión de la factura será

$$F_1 = B_1 \cdot P_1 \cdot E_1$$

o, lo que es igual

$$F(1+f) = B(1+b)P(1+p)E(1+e)$$

donde las letras minúsculas representan los porcentajes de variación de las mayúsculas, de modo que

$$(1+f) = (1+b)(1+p)(1+e)$$

Una aproximación a esta expresión que se utiliza con frecuencia y que da resultados satisfactorios si las variaciones son pequeñas es

$$f \simeq b+p+e$$

Volvamos a la expresión anterior. Si lo que se quiere medir no son porcentajes sino cantidades absolutas de ahorro (o gasto suplementario) en la factura, éstas vendrán dadas por

$$F.f = F(1+b)(1+p)(1+e) - F$$

o, aproximadamente por

$$F.f \simeq F(b+p+e)$$

Veamos como se aplica esto cuando se toma como período base 1988. En primer lugar hay que señalar que, en todos los cálculos realizados anteriormente, se ha supuesto que una tonelada equivale a 7.35 barriles, de modo que 46 millones de toneladas son 338.1 millones de barriles. Por tanto, la variación en un dólar del precio del barril representa una variación de 338.1 millones de dólares en la factura petrolífera. La expresión de esta factura, para 1988, en millones de pesetas sería:

$$502.477 = F = B.P.E. = 338.1 \cdot 14.9 \cdot 117.5$$

Para el próximo año se puede considerar, como se señaló antes, que los límites superior e inferior del precio del barril estarán situados en torno a los 18 y 12 dólares respectivamente, es decir en torno a un 20 % del precio actual. Su impacto máximo sobre la factura petrolífera, manteniéndose constante el tipo de cambio, a 117.5 pesetas por dólar, en millones de pesetas será:

$$f.F = F.b = 118.495$$

que es menos que un tercio de un punto porcentual del PIB, lo que viene a confirmar la pérdida de importancia relativa de nuestra factura energética.

Esa variación sería la misma caso de mantenerse constante el precio en dólares del barril importado, algo bastante probable, y variar un 20 % el tipo de cambio de la peseta frente al dólar, es decir, pasar a 94 o 141 pesetas por dólar:

En el cuadro 2 se ofrecen, en miles de millones de pesetas, las facturas petrolíferas bajo diversas combinaciones de tipos de cambio y precios del petróleo en dólares.

## 2. Valor en miles de millones de pesetas de la importación de 46 millones de toneladas de crudos

Precio del barril en dólares	Tipo de cambio peseta/dólar							
	135	130	125	120	115	110	105	100
18	822	791	761	730	700	669	639	609
17.5	799	769	740	710	680	651	621	592
17	776	747	718	690	661	632	604	575
16.5	753	725	697	669	642	614	586	558
16	730	703	676	649	622	595	568	541
15.5	707	681	655	629	603	576	550	524
15	685	659	634	609	583	558	533	507
14.5	662	637	613	588	564	539	515	490
14	639	615	592	568	544	521	497	473
13.5	616	593	571	548	525	502	479	456
13	593	571	549	527	505	483	462	440
12.5	571	549	528	507	486	465	444	427
12	548	527	507	487	467	446	426	406

En el peor de los casos representados en el cuadro, la factura petrolífera es inferior al 2.1 % del PIB estimado para 1988; en el mejor, es apenas superior al 1 %. El peor de los casos considerados supone un encarecimiento de nuestra factura petrolífera de 230.000 millones de pesetas, algo más de medio punto del PIB; y el mejor, un ahorro de 185.000 millones, menos de medio punto del PIB.

Por lo que se refiere a la factura del carbón, en 1983 la tonelada de carbón importado costaba más de 8.000 ptas., y en 1988, menos de 6.000. La factura por el carbón en 1988 será del orden de los 50.000 millones de pesetas. Dado que las importaciones de carbón en toneladas son muy estables en los últimos años y que no se pueden esperar fluctuaciones tan intensas en el precio del carbón como en el de los crudos, las oscilaciones del precio del crudo pueden tener un efecto sobre la factura del carbón de, como máximo, unos 5.000 millones de pesetas.

## 3. EL IMPACTO SOBRE EL IPC DE UNA CAIDA DEL PRECIO DEL PETROLEO

Los productos energéticos tienen una ponderación cercana al 7 % en el IPC. Su distribución es la siguiente:

Gasolinas .....	4.141
Gasóleo C .....	0.506
Gasóleo A .....	0.124
Butano .....	0.816
Gas Ciudad .....	0.150
Electricidad .....	1.259
<b>TOTAL .....</b>	<b>6.996</b>

Los precios de todos estos productos son administrados. Habida cuenta de que la evolución registrada en el precio de la electricidad no mantiene una relación inmediata con la del petróleo, podemos considerar que una variación del precio de los crudos que se decida repercutir sobre los productos finales, afecta a un 5.7 % del IPC. Veamos cómo se produce una repercusión de este tipo.

Para hacer la exposición más sencilla se supondrá que todos los productos "petrolíferos" que adquieren los consumidores se distribuyen por Campsa. De hecho la situación no es esta: parte de estos productos se consumen fuera del área del Monopolio, en Canarias, Ceuta y Melilla, donde sus precios, sobre todo en Canarias, son, naturalmente, más bajos. Pero, por un lado, el consumo de gasolinas en las zonas exentas es inferior al 5 % del total nacional y el de gasóleos inferior al 6.5 % (datos de 1986), y, por otro, no conocemos la evolución de los precios energéticos en esas zonas ni su descomposición en "costes" e "impuestos", mientras que tenemos una idea bastante aproximada de esa descomposición en el área del Monopolio. La diferencia para cualquier cálculo relevante de la consideración o no de las zonas exentas puede producir un error de, como mucho, unas centésimas.

Para ver qué tipo de problemas surge a la hora de analizar la transmisión de un descenso del precio del crudo (que se repercute a los bienes finales) al IPC consideremos el caso particular de la gasolina de 97 octanos vendida por Campsa. En marzo de 1986 se vendía a 82 ptas. el litro. Este precio se podía descomponer en:

- a) IVA: 8.8 ptas.
- b) Impuesto especial: 27.5 ptas.
- c) "Precio del producto" 45.7 ptas.

donde el IVA es el 12 % de la suma de los otros dos componentes. Por su parte, el "precio del producto", que es una estimación fijada para un período, está formado por:

- a) Coste del producto para Campsa: el precio al que Campsa adquiere, en este caso, la gasolina:
- b) Parte proporcional de los costes comerciales, financieros etc. derivados de la actividad de Campsa y que se asignan a cada litro de gasolina.
- c) "Renta del Monopolio" unitaria que obtiene Campsa por la venta del producto. Este es un componente residual.

El "precio del producto", que es la base del precio final del producto, sea éste gasolina, fuel, gasóleo etc. es un precio administrado que se calcula de modo que cubra los costes de Campsa y genere beneficios extraordinarios, la "Renta del Monopolio". En principio es la parte del precio final que se altera cuando se repercute un descenso en el precio del crudo, aunque, si no se altera el impuesto especial, también disminuirá el IVA.

Sigamos con el ejemplo de la gasolina. En la Memoria de Campsa para el ejercicio de 1986, se indica que el beneficio de la Renta por litro de gasolina de 97 octanos fué de 19.5 ptas. Si se supone que los costes de Campsa debieron ser del orden de 2 pesetas por litro, el coste del producto para Campsa fué de 24.2 pesetas por litro. Una caída del 20 % en el precio internacional de los productos petrolíferos que el Gobierno decidiera trasladar a los consumidores se traduciría en una caída del precio final de  $1.12 \times 0.2 \times 24.2 \approx 5.4$  ptas. por litro, un 6.6 % del precio total anterior. Es decir, que, bajo el supuesto de fiscalidad unitaria constante, una caída del 20 % en el precio del crudo se traduciría, en 1986, en un descenso del 6.6 % del precio final de la gasolina.

Hay que hacer dos advertencias. La primera, que, debido a que el precio del crudo en 1988 es un 20 % inferior al de 1986, y a que la fiscalidad de la gasolina ha debido de aumentar en los dos últimos años, una caída del 20 % en el precio del crudo que se decida trasladar a los consumidores manteniendo la fiscalidad constante, se traducirá en un descenso de tan sólo un 5 % (aproximadamente) en el precio final. La segunda, que el resto de los productos petrolíferos que entran en el IPC tienen una fiscalidad menor, de modo que la traslación de una caída del 20 % en el precio del crudo se reflejaría en caídas del 12 al 15 % en el precio final.

Hagamos un supuesto optimista. Pensemos en una caída del 20 % en el precio del crudo que se traslada a los consumidores manteniendo la fiscalidad constante (con la salvedad del IVA) y supongamos que eso implica una caída del 6 % en el precio de las gasolinas y del 15 % en el resto de los productos petrolíferos. Esto haría que el IPC cayera en  $(0.06 \times 4.141) + (0.15 \times 1.596) = 0.488$  puntos, es decir unas 5 décimas:

Si se desea, por medio de disminuciones de los precios finales de venta de los productos petrolíferos, afectar en más de ese medio punto al IPC, deberá hacerse a costa de la recaudación por fiscalidad por unidad de producto del Sector Público.

#### 4. LA FISCALIDAD DE LOS PRODUCTOS PETROLÍFEROS

En el cuadro número 3 se ofrecen, para algunos de los productos distribuidos por Campsa, su fiscalidad aproximada en este momento (como porcentaje de su precio de venta) y el volumen, en miles de toneladas, de sus ventas efectuadas por Campsa en 1987.

Se puede observar cómo la fiscalidad de los "inputs" es notablemente inferior a la de los productos finales, especialmente los de consumo en la actividad de transporte. Esto hace ver el doble papel que juega la fiscalidad en los productos petrolíferos. Por un lado, aparece como un instrumento de recaudación: la correspondiente a 1987 ha sido, incluyendo el IVA, del orden de los 689.030 millones de pesetas (1); la de 1988 se espera sea de unos 730.000 millones, pese, o debido, al descenso de los precios en mayo.

El segundo papel de la fiscalidad, el de su distinta incidencia sobre el mismo producto cuando se considera como "input" o como "output" es fundamental. Desde un punto de vista nacional su objetivo es claro: en un país cuya factura energética es muy elevada se trata de conseguir minimizarla reduciendo la demanda vía precios, pero sin dañar la competitividad de la economía, es decir, sin que las empresas tengan que adquirir sus inputs más caros que sus competidores del extranjero. Desde un punto de vista internacional esa distinta incidencia cumple el objetivo de restringir la demanda mundial de productos petrolíferos vía precios: si la gasolina se em-

pezara a vender en todos los países a su coste, el aumento de la demanda de productos petrolíferos sería muy importante a corto y medio plazo, y el consiguiente aumento de precios internacionales de los productos petrolíferos podría hacer que, sin fiscalidad, los precios de las gasolinas y los inputs petrolíferos fueran superiores, incluso, a los actuales precios de las gasolinas con fiscalidad.

18-XI-1988.

#### 3. Fiscalidad y ventas de los productos distribuidos por Campsa

% y miles toneladas

	Fiscalidad	Ventas
Gasolina 92	64,3	1.034
Gasolina 97	60,7	5.446
Gasóleo A y B	43,4	11.350
Gasóleo C	29,0	
Fuelóleos	11,3	5.558
Otros	-	927
<b>Total</b>	-	<b>24.315</b>

Fuente: Revista Petróleo.  
Boletín Estadístico del Petróleo.

(1) Véase Boletín Estadístico del Petróleo, número 24. Recordemos que la factura energética de productos petrolíferos fué, en 1987, de 678.497 millones de pesetas, y la de 1988 se espera que sea de unos 600.000 millones.



Información del Banco de España

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

Situación al día 31 de octubre de 1988

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
<b>SEIS GRANDES</b>					
BILBAO VIZCAYA .....	12,55	28,65	26,00	28,65	26,00
CENTRAL .....	12,82	25,44	24,00	26,25	24,00
ESPAÑOL DE CREDITO .....	13,37	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
<i>Media simple</i> .....	12,60	26,73	24,58	26,97	24,58
<b>COMERCIALES</b>					
ABEL MATUTES TORRES .....	10,50	22,10	21,00	(2,52)	(2,50)
ALBACETE .....	—	—	—	—	—
ALICANTE .....	12,55	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 .....	12,55	22,71	21,00	22,71	21,00
B.N.P. ESPAÑA .....	13,00	24,32	23,00	(3,00)	—
BARCELONA .....	13,65	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 .....	12,55	23,88	22,00	23,88	22,00
CASTILLA .....	11,46	26,00	24,50	26,84	24,50
CATALANA .....	13,65	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 .....	10,14	26,56	25,00	27,44	—
CREDITO BALEAR .....	12,55	26,00	24,50	26,84	24,50
CREDITO CANARIO .....	11,46	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 .....	12,55	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 .....	13,10	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
INVERSIONES HERRERO .....	13,10	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 31 de octubre 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 .....	13,50	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 .....	12,55	28,65	26,00	28,65	26,00
MURCIA .....	12,82	32,31	29,00	32,31	29,00
NATWEST MARCH .....	12,82	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	26,24	—	26,24	—
SABADELL .....	12,82	24,47	22,50	24,47	22,50
SANTANDER NEGOCIOS .....	13,25	17,72	—	18,11	—
SEVILLA .....	—	—	—	—	—
SIMEON .....	12,55	23,88	22,00	23,88	22,00
SINDICATO DE BANQUEROS BARNA .....	14,13	29,86	27,00	29,86	27,00
TOLEDO .....	13,10	30,60	27,00	30,60	27,00
VALENCIA .....	12,82	25,44	24,00	26,25	24,00
VASCONIA .....	11,46	26,00	24,50	26,84	24,50
VITORIA .....	13,10	22,71	21,00	(3,02)	(3,00)
ZARAGOZANO .....	13,10	30,60	27,00	30,60	27,00
<i>Media simple</i> .....	12,55	25,92	24,07	26,35	24,23
<b>INDUSTRIALES</b>					
BANCAPITAL .....	13,92	25,06	23,00	(4,06)	(4,00)
CATALA DE CREDIT .....	13,37	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 .....	13,65	32,30	29,00	32,30	29,00
INDUSTRIAL DE GUIPUZCOA .....	11,46	23,88	—	23,88	—
INDUSTRIAL DEL MEDITERRANEO .....	13,65	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	(8,50)	—
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 .....	12,82	23,21	22,00	23,88	22,00
<i>Media simple</i> .....	13,23	26,26	24,53	26,39	24,60
<b>EXTRANJEROS</b>					
ALGEMENE BANK .....	13,65	21,94	—	21,55	—
AMERICA .....	13,65	21,55	—	(4,00)	—

(Continuación) 3  
Situación al día 31 de octubre de 1988

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/ccto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
ARABE ESPAÑOL .....	9,38	20,74	19,00	20,74	19,00
BANKERS TRUST .....	12,55	18,40	—	(4,00)	—
BARCLAYS BANK INTERNAT. ....	12,55	25,06	23,00	25,06	23,00
BRASIL .....	13,37	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	—	(2,50)	—
COMMERZBANK .....	12,55	15,59	14,75	15,59	14,75
CONTINENTAL ILLINOIS .....	12,50	16,12	—	16,12	—
CREDIT COMMERCIAL DE FRANCE .....	14,19	23,88	22,00	(2,00)	—
CREDIT LYONNAIS .....	13,65	19,25	18,00	(1,01)	(1,00)
CREDITO ITALIANO .....	13,35	24,00	—	24,00	—
DEUTSCHE BANK .....	14,13	24,37	22,00	24,37	22,00
DRESDNER BANK .....	12,65	22,00	—	22,00	—
ESTADO SAO PAULO .....	—	24,00	—	(6,00)	—
EXTERIOR DE LOS ANDES .....	12,55	23,88	22,00	23,88	22,00
FIRST INTERSTATE .....	13,38	16,50	—	(5,00)	—
FIRST N. BANK OF CHICAGO .....	13,50	22,15	20,00	(4,08)	—
GB BANCO BELGA .....	13,75	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 .....	14,75	25,22	—	(2,00)	—
MITSUI BANK .....	—	—	—	—	—
MORGAN GUARANTY .....	12,50	17,50	—	17,50	—
NACION ARGENTINA .....	12,55	22,00	—	(4,00)	—
NAT. WESTMINSTER BANK .....	12,82	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 .....	13,00	18,00	—	(2,00)	—
SAUDI ESPAÑOL .....	12,96	24,25	22,94	24,25	22,31
SOCIETE GÉNERALE .....	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> .....	13,45	22,32	21,83	21,70	20,67
<b>TOTAL</b>					
<i>Media simple</i> .....	12,96	24,79	23,72	25,58	23,91
<b>CAJAS DE AHORRO</b>					
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 31 de octubre 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 .....	13,65	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 .....	12,55	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 31 de octubre 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
VILLAFRANCA 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)	-
<b>TOTAL</b>					
<i>Media simple</i> .....	12,54	21,42	20,04	22,19	20,29

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

## PUBLICACIONES RECIENTES DEL BANCO DE ESPAÑA

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

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

### **PABLO MARTIN ACEÑA**

#### **UNA ESTIMACION DE LOS PRINCIPALES AGREGADOS MONETARIOS EN ESPAÑA, 1940-1962.—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 8807**

La finalidad de este trabajo ha sido realizar una estimación de los principales agregados monetarios en España para el período 1940-1962. Las series que se presentan incluyen los activos y pasivos de las instituciones financieras (banca y cajas de ahorro), las principales cuentas de activo y pasivo del Banco de España, los componentes y factores explicativos de la base monetaria y varias definiciones de la oferta monetaria.

Se ofrecen series anuales y trimestrales y se ha pretendido alcanzar el mayor grado de homogeneización posible con la información monetaria publicada por el Banco de España en los Boletines Estadísticos (Series Históricas), que proporcionan información completa a partir del año 1962. Asimismo se ha tratado de enlazarlas con las series de oferta monetaria que para el período 1900-1935 ha elaborado Martín Aceña. De este modo logramos disponer de información sobre los principales agregados monetarios para todo el siglo XX. En cada una de las secciones del trabajo se explican con detalle las fuentes, el procedimiento técnico seguido para la reconstrucción de cada magnitud y las dificultades que ha planteado su elaboración a partir de las series individuales.

En resumen, el Documento de Trabajo pretende servir a dos fines. De un lado ofrecer un material empírico imprescindible para llegar a un conocimiento cabal de la evolución monetaria española entre 1940 y 1962, y para poder realizar un análisis monetario sobre bases firmes. De otro, proporcionar a los estudiosos del período una información estadístico-monetary que pueda serles de utilidad en sus trabajos.

