

BANCO
DE
ESPAÑA

boletín económico

enero 1989

SIGNOS UTILIZADOS

- ... Dato no disponible.
- Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
- » Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.
- ∅ Referido a datos anuales (1970 ∅) o trimestrales indica que éstos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que éstos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
- * Indica que la serie se refiere a datos desestacionalizados.
- m.m. Miles de millones de pesetas.
- p Puesta detrás de una fecha (enero (p)), indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente ésta es provisional.
- M₁ Oferta monetaria = Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
- M₂ M₁ + Depósitos de ahorro.
- M₃ Disponibilidades líquidas = M₂ + Depósitos a plazo.
- ALP Activos líquidos en manos del público = M₃ + OAL (otros activos líquidos en manos del público).
- T₁¹ Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie de datos mensuales $\left[\left(\frac{\text{Feb}}{\text{Ene}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (febrero).
- T₆¹ Tasa intersemestral de variación, elevada a tasa anual, de una serie de datos mensuales $\left[\left(\frac{\text{Jun}_t}{\text{Dic}_{t-1}} \right)^2 - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (junio).
- T₁₂¹ Tasa interanual de variación de una serie de datos mensuales $\left[\frac{\text{Ene}_t}{\text{Ene}_{t-1}} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (enero_t).
- T₁³ Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales $\left[\left(\frac{\text{Feb} + \text{Mar} + \text{Abr}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (abril).
- T₃³ Tasa intertrimestral de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales $\left[\left(\frac{\text{Abr} + \text{May} + \text{Jun}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar}} \right)^4 - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (junio).
- T₁⁶ Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles semestrales $\left[\left(\frac{\text{Feb} + \text{Mar} + \text{Abr} + \text{May} + \text{Jun} + \text{Jul}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar} + \text{Abr} + \text{May} + \text{Jun}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (julio).
- T₁¹² Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles anuales $\left[\left(\frac{\text{Ene}_t + \dots + \text{Dic}_t}{\text{Dic}_{t-1} + \text{Ene}_t + \dots + \text{Nov}_t} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (diciembre_t).
- T₁₂¹² Tasa interanual de variación de una serie mensual formada por medias móviles anuales $\left[\frac{\text{Ene}_t + \dots + \text{Dic}_t}{\text{Ene}_{t-1} + \dots + \text{Dic}_{t-1}} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (diciembre_t).

ADVERTENCIAS

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

Indice

	<u>Página</u>
La política monetaria en 1988 y los objetivos para 1989	5
Evolución económica internacional	15
Tipos de interés exteriores y política monetaria en España	31
Regulación financiera: cuarto trimestre de 1988	47
Información del Banco de España	57
Tipos de interés activos libres declarados por bancos, cajas de ahorro y bancos oficiales. Situación a 31 de diciembre de 1988	58
Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España	63
Registros oficiales de entidades de crédito. Variaciones producidas durante el mes de enero de 1989	64
Publicaciones recientes del Banco de España	65
Indicadores económicos	67
Artículos y publicaciones del Banco de España	113

La política monetaria en 1988 y los objetivos para 1989

1. LA EVOLUCION MONETARIA EN 1988

El crecimiento de los ALP a lo largo de 1988, un 11 %, según datos provisionales del mes de diciembre, ha coincidido con el límite superior de la banda de los objetivos establecidos para el año. Este ritmo de expansión monetaria se alcanzó con un incremento del gasto nominal superior al inicialmente previsto, como resultado, principalmente, de una fuerte presión de la demanda interior sobre la actividad productiva. Por un lado, la desaceleración en el ritmo de actividad económica ha sido inferior a la esperada, lo que ha colocado la tasa de crecimiento del PIB, —un 5 %, según las últimas estimaciones del Banco de España—, un punto y medio por encima de la previsión incorporada en la programación monetaria del año. Por otro lado, la tasa de inflación ha registrado una desviación al alza respecto al objetivo propuesto, alcanzando un crecimiento acumulado del 5,8 %.

A lo largo de 1988 han concurrido circunstancias muy diversas, que se han afrontado con modulaciones diferentes del control monetario y con distintos grados de flexibilidad en el seguimiento de los objetivos cuantitativos. Por ello, para valorar adecuadamente la aproximación conseguida a la senda propuesta y el papel desempeñado por la política monetaria no basta con referirse a los datos agregados para el conjunto del año, sino que es conveniente realizar algún tipo de periodificación. Por razones de simplicidad se pueden distinguir dos fases, tanto en la evolución de las variables monetarias como en la valoración del ritmo de actividad económica, que coinciden, en términos generales, con niveles de restricción monetaria relativamente diferentes.

1. Agregados monetarios y crediticios (*)

	1987 Acumulada en el año	1988				Acumulada en el año (p)
		Tasas de variación intertrimestral (T ₃)				
		I TRI	II TRI	III TRI	IV TRI (p)	
Activos líquidos en manos del público (ALP)	14,2	12,3	11,8	7,9	12,0	11,0
Disponibilidades líquidas (M ₃)	6,4	10,5	15,4	9,9	7,1	11,3
M ₂	9,3	18,1	21,6	19,8	10,7	17,7
M ₁	10,8	25,8	29,3	26,0	11,6	24,6
Otros activos líquidos	43,7	17,7	2,2	2,3	27,7	10,2
Crédito interno	14,5	9,7	13,7	18,2	18,5	14,7
Familias y empresas	14,5	12,6	14,7	17,7	18,0	15,5
Administraciones públicas	14,5	3,3	11,4	19,2	19,8	12,7

Durante la primera fase, que abarca hasta finales del verano, estuvieron operando con mucha fuerza algunos condicionantes heredados de las perturbaciones monetarias y financieras vividas durante el año precedente, tanto en los mercados interiores como en la esfera internacional. Al igual que en otros países, la incertidumbre generada por las crisis bursátiles del mes de octubre de 1987 aconsejó a las autoridades españolas mantener unas condiciones de oferta monetaria que permitiesen un fácil acomodo del incremento de la demanda de liquidez y contribuyesen a suavizar los posibles efectos depresivos asociados a las pérdidas de riqueza financiera. De hecho, la mayoría de los países reaccionaron aumentando la discrecionalidad en la conducción de la política monetaria y favoreciendo recortes en los tipos de interés.

En España, esta situación excepcional se produjo en un contexto de los mercados financieros interiores, caracterizado por importantes modificaciones en la estructura de la riqueza del público, que debilitaban la calidad informativa de los agregados monetarios. En concreto, en 1987 se habían registrado fuertes cambios en las formas de financiación del Tesoro e intensas alteraciones en la gama de rentabilidades relativas de los distintos activos financieros, que indujeron un aumento inesperado en la demanda de ALP, sin relación directa con la evolución del gasto nominal. Así, una parte del crecimiento de los ALP en 1987 vino explicada por la aparición de las letras del Tesoro con una elevada rentabilidad, debida tanto a los niveles de tipos de interés vigentes en los mercados como a la necesidad de pagar una prima de introducción que garantizase la consolidación de este nuevo instrumento. La naturaleza estrictamente financiera de este aumento de la demanda de ALP llevó a las autoridades a acomodarlo, ya que, además, esta turbulencia coincidió en el tiempo con la inestabilidad suscitada en los mercados financieros por las crisis bursátiles.

Los efectos de esta perturbación se prolongaron durante los primeros meses de 1988, coincidiendo con fuertes entradas de capitales exteriores, asociadas, en una parte muy importante, a los elevados diferenciales de tipos de interés que todavía se mantenían con el exterior.

Paralelamente a todos estos factores, las previsiones sobre el sector real apuntaban a un debilitamiento del ciclo expansivo de la economía española, del que se esperaba una cierta corrección de las tensiones en materia de precios y de balanza de pagos, que empezaban a mostrar indicios preocupantes.

La desaceleración esperada del nivel de actividad, que tendería a contener dichos desequilibrios, la

gran incertidumbre en la evolución de los mercados financieros y la mayor complejidad en la relación de los ALP con las variables finales configuraban un marco en el que resultaba adecuada la utilización de mayores dosis de flexibilidad en los criterios a aplicar en el análisis de la evolución de los agregados monetarios y crediticios y en las pautas de regulación de la oferta monetaria. La aproximación al cumplimiento de los objetivos debía hacerse, en ese contexto, evaluando constantemente un conjunto amplio de indicadores sobre la evolución de los mercados reales y financieros, y parecía conveniente otorgar una creciente importancia al curso del tipo de cambio. Por ello, la convergencia hacia la senda programada de crecimiento de los ALP había de ser gradual, para no interferir con el proceso de reducción de los diferenciales de tipos de interés con el exterior, que facilitaría la estabilidad cambiaria y atenuaría las fricciones creadas por la continua acumulación de reservas.

En resumen, a la vista de los síntomas de mayor inestabilidad de los mercados financieros y del comportamiento menos pujante que se esperaba de la demanda interna, la política monetaria optó, en la primera parte del año, por otorgar un mayor protagonismo a la estabilidad del tipo de cambio, a la continuidad en el ajuste de los tipos de interés y a la normalización de los mercados monetarios interiores.

Durante este período, los ALP registraron una lenta aproximación hacia la senda de objetivos, quebrándose el elevado dinamismo que caracterizó a la fase de expansión de las letras del Tesoro en los últimos meses del año anterior. El Banco de España permitió, no obstante, una evolución de ALP muy próxima al límite superior de la banda fijada y se abstuvo de reaccionar ante un episodio de desviación transitoria en el segundo trimestre del año, de forma que los tipos de interés prosiguieron su trayectoria descendente. Mientras tanto, fueron necesarias cuantiosas intervenciones en el mercado de divisas para contrarrestar las tendencias apreciadoras de la peseta, reproduciéndose las fricciones, frecuentes en el último período, entre el control monetario y la política cambiaria.

Este diseño de la política monetaria, que prestaba mayor importancia a la observación directa de las variables finales, aumentando los márgenes de interpretación de las autoridades y flexibilizando los criterios de control de los agregados monetarios a muy corto plazo, constituía una respuesta adecuada a las turbulencias registradas en los mercados monetarios y financieros en 1987, pero contenía riesgos importantes, sobre todo en el caso de que se observasen signos de deterioro de las tensiones inflacionistas y

2. Tipos de interés (Ø)

%

	Plazo d=día m=mes a=año	1987				1988			
		MAR	JUN	SEP	DIC	MAR	JUN	SEP	DIC
BANCO DE ESPAÑA:									
Préstamos de regulación monetaria	1 d.	13,8	19,1	17,4	13,9	11,4	10,5	10,5	12,4
Intervención con deuda	3 m.	—	18,1	16,5	13,1	11,4	10,3	10,8	12,3
TESORO:									
Subasta de pagarés	18 m.	8,0	8,0	8,0	7,1	5,8	5,5	5,5	5,5
Subasta de letras	12 m.	—	15,2	15,0	12,3	10,8	10,0	10,4	12,7
INTERBANCARIO:									
Depósitos	1 d.	14,4	18,1	17,5	14,0	11,4	10,5	10,6	12,4
	3 m.	14,6	18,3	16,9	13,6	11,1	10,4	11,2	13,7
	6 m.	14,1	17,1	16,3	13,5	11,0	10,5	11,4	13,8
BANCARIOS:									
Depósitos de la banca	1-2 a.	8,8	9,1	9,5	9,7	9,3	9,0	9,0	9,1 (a)
Depósitos de las cajas	1-2 a.	8,3	8,9	9,2	9,3	9,3	9,2	9,1	9,1 (a)
Crédito de la banca residente									
<i>A interés fijo</i>	1-3 a.	14,8	16,4	17,0	16,0	15,9	15,2	14,5	15,0 (a)
<i>Preferencial</i>	3 m.	14,6	17,7	17,7	17,2	16,2	15,0	12,8	13,2
Cto. de la b. extranjera a int. vble.		13,9	18,6	18,7	15,1	12,3	11,4	11,8	12,8 (a)
Crédito de las cajas a interés fijo	1-3 a.	14,6	15,4	15,8	15,7	15,2	14,7	14,3	14,8 (a)
MERCADO DE VALORES:									
Deuda pública	2 a. o más	11,0	13,2	14,3	13,1	11,5	11,1	11,2	12,0
Obligaciones eléctricas	2 a. o más	15,0	17,1	18,1	16,9	15,3	14,4	13,9	14,5

(a) Estos datos están referidos al mes de noviembre.

del saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente. Por ello, resultaba obligado mantener una estrecha vigilancia de los acontecimientos que permitiese preservar una rápida capacidad de reacción frente a la aparición de tales síntomas.

A partir del verano, se produjeron modificaciones importantes en los condicionamientos que habían justificado el carácter adoptado por la política monetaria hasta ese momento. En efecto, fueron despejándose las incertidumbres más graves sobre la evolución económica internacional suscitadas por el crash de octubre. Con el paso del tiempo, los temores iniciales fueron dejando paso a un diagnóstico que atribuía la causa preponderante del hundimiento de las cotizaciones y de la falta de liquidez a factores internos de los propios mercados financieros, de forma que el episodio crítico no aparecía ya como una señal adelantada de un posible deterioro de los fundamentos reales de las economías occidentales. Por otro lado, lejos de manifestarse los efectos depresivos derivados de las pérdidas de capital acumuladas, la acomodación monetaria practicada en la mayoría de los países favoreció una recuperación en los niveles de actividad y la reaparición de ciertas tensiones alcistas de precios. Los temores de una posible crisis de liquidez fueron sustituidos por una creciente preocupación frente al recrudecimiento de la inflación y la mayoría de los países volvieron a

aplicar políticas monetarias más estrictas, reanudando la tendencia ascendente de los tipos de interés que había precedido al crash.

De esta forma, el proceso de ajuste a la baja de los tipos de interés españoles se cruzó, en los meses de verano, con un movimiento ascendente de los tipos negociados en los mercados internacionales, reduciéndose sensiblemente el diferencial existente y desincentivándose la entrada de capitales exteriores. De hecho, a partir del mes de julio se debilitó considerablemente la acumulación de reservas, a pesar de los ingresos de divisas de carácter estacional que se producen en estos meses.

A su vez, la progresiva normalización de los mercados monetarios interiores, la recuperación de los mercados de los instrumentos más próximos a ALP, como los pagarés de empresa y la deuda a medio y largo plazo, y la ausencia de distorsiones significativas en la demanda de ALP, atribuibles a cambios intensos en las rentabilidades relativas, fueron restaurando una confianza en la calidad del agregado como indicador adelantado del gasto nominal.

Paralelamente a todos estos cambios en los mercados financieros, que elevaban considerablemente los riesgos de una eventual pérdida de rigor en el control monetario, los indicadores procedentes del

sector real empezaron a mostrar síntomas de una aceleración del ritmo de crecimiento de la economía española en la segunda parte del año que, lejos de contribuir a la corrección esperada de los desequilibrios, intensificaba su gravedad. Así, durante los meses de verano se registró un deterioro de la evolución de los precios al consumo, que imposibilitaba el cumplimiento del objetivo propuesto para el año, una aceleración de la inflación subyacente, una agudización del déficit comercial y una rápida disminución del ahorro financiero neto del sector privado.

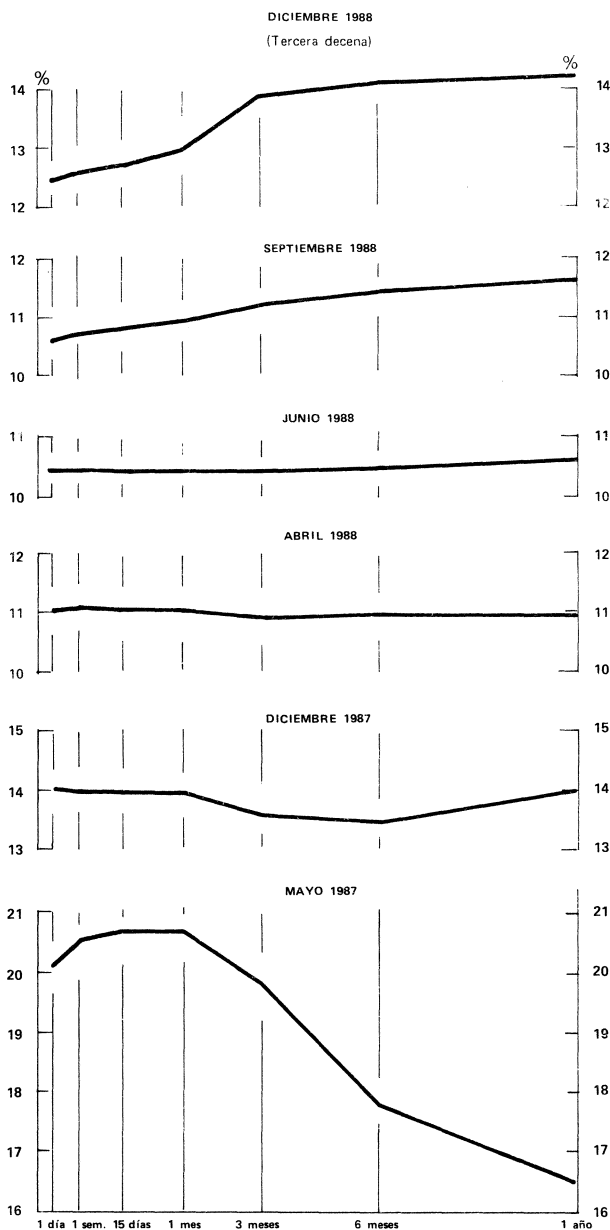
En las nuevas condiciones de la segunda parte del año, la continuidad de una política monetaria ligeramente holgada amenazaba con contribuir al recrudecimiento de la inflación, al empeoramiento de las expectativas y a un debilitamiento de la peseta, que habría obstaculizado la necesaria financiación del déficit por cuenta corriente.

Para mantener la credibilidad de la política antiinflacionista frente al deterioro de las perspectivas macroeconómicas era conveniente imprimir un tono más restrictivo en el control de la liquidez y subordinar a este objetivo prioritario la evolución de la cotización de la peseta. Las limitaciones a las que se enfrentaban los restantes instrumentos de la política económica acrecentaban la necesidad de este cambio de orientación. Por un lado, la política fiscal no estaba en condiciones de atemperar, a corto plazo, el empuje de la demanda del sector privado, mientras que el dinamismo del empleo, el aumento de los beneficios empresariales y el estado de las expectativas de inflación dificultaban cualquier margen de actuación para las políticas globales de contención del crecimiento de los salarios.

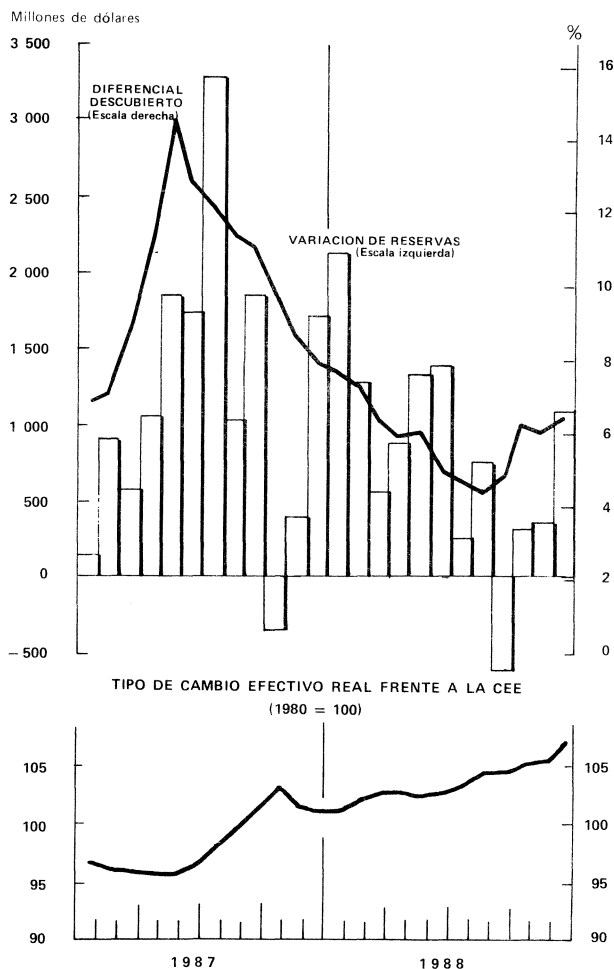
Consecuentemente, las autoridades imprimieron, al final del verano, un giro en la instrumentación de la política monetaria que se materializó en un sensible incremento de los tipos de interés, que alcanzaron, de nuevo, niveles elevados, tanto en comparación con los tipos exteriores, como en relación a los propios valores pasados de los tipos interiores ajustados de inflación. Esta actuación se llevó a cabo de forma gradual y coordinada con los criterios de emisión del Tesoro, tratando de preservar la eficacia en la transmisión de los impulsos que se pretendían impartir, ya que en el contexto actual de desarrollo de los mercados financieros interiores y de integración en los mercados internacionales, la ruptura de procesos de expansión excesiva del gasto y de deterioro de las expectativas requiere una actuación prolongada y persistente, que incida sobre la disponibilidad y el coste a medio y largo de los fondos de préstamo. Paralelamente, la política cambiaria practicada aceptó los márgenes de apreciación de la peseta que

se derivaban de los diferenciales de tipos de interés con el exterior. Con esta forma de actuación, la restricción monetaria estaba en mejores condiciones para influir, a través de su propia credibilidad, en la formación de las expectativas y actuar con efectos duraderos sobre los componentes más sensibles de la demanda de gasto y sobre la determinación de las rentas y los precios.

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



2. Variación de reservas y diferencial descubierto de la peseta (a)



(a) Diferencial descubierto entre los tipos de interés de la peseta y los del euromercado a tres meses.

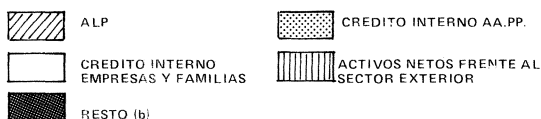
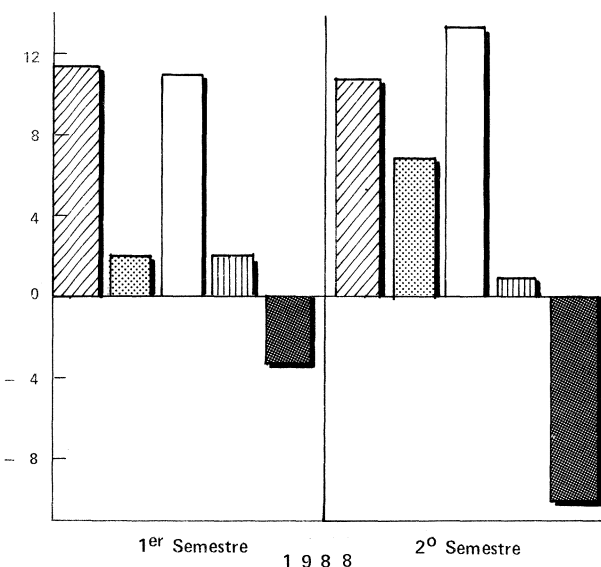
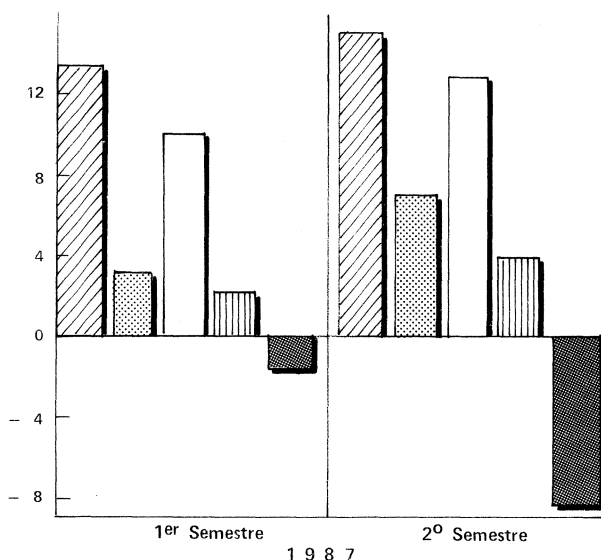
A pesar del carácter más restrictivo que adquirió la política monetaria a partir del verano, el ritmo de expansión de la liquidez de la economía volvió a aumentar en los últimos cuatro meses del año, quebrando la tendencia a la moderación que se había registrado durante la primera parte del año. En el último trimestre, la tasa de variación intertrimestral de los ALP fue del 12,1 %. En el clima de mayor estabilidad de los mercados financieros y en ausencia de desplazamientos significativos en la estructura de las carteras del público, este repunte del agregado estuvo relacionado, principalmente, con el creciente dinamismo de la actividad económica, que los indicadores procedentes del sector real vinieron a confirmar.

La evolución de las contrapartidas crediticias de ALP a lo largo del año refleja una progresiva pérdida de importancia del sector exterior como factor expansivo del crecimiento de la liquidez y un dinamismo del crédito interno superior al inicialmente programado, que se ha visto impulsado por el vigor de la demanda nacional y por unos diferenciales de tipos de interés con el exterior más favorables al endeudamiento en los mercados interiores.

La trayectoria de la contribución del sector exterior al crecimiento de los ALP ha guardado un cierto paralelismo con la modulación de la política cambiaria en el transcurso del ejercicio. Durante el primer semestre, el mantenimiento de un tipo de cambio relativamente estable requirió cuantiosas intervenciones en los mercados de divisas que prolongaron la fase de intensa acumulación de reservas iniciada el año anterior. Entre enero de 1987 y junio de 1988, las reservas centrales de divisas aumentaron en 21.724 millones de dólares. Sin embargo, a partir del verano, el deterioro del saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente y la predisposición de las autoridades a aceptar mayores márgenes de apreciación de la peseta, en el marco de una política monetaria más restrictiva, redujeron sensiblemente la contribución expansiva del sector exterior.

Esta evolución ha supuesto un cambio significativo en el papel desempeñado por los distintos factores generadores del crecimiento de la liquidez. En comparación con el año anterior, se ha moderado notablemente la fuerte aportación del sector exterior, correspondiendo al dinamismo del crédito interno, especialmente el concedido a empresas y familias, la «explicación» de prácticamente todo el crecimiento que los ALP han experimentado en 1988. En efecto, el crédito interno concedido a las empresas y las familias ha crecido en 1988 un 15,5 % frente al 11 % inicialmente previsto; mientras que la financiación obtenida por las Administraciones Públicas a través del sistema crediticio y los mercados monetarios se ha ajustado, aproximadamente, a lo programado: un 11,5 % frente al 11 % previsto a comienzos del año. Aunque entre junio y octubre se registró un proceso de sustitución de financiación externa por recursos interiores, la tendencia expansiva del crédito interno al sector privado, en un contexto de aumento de los márgenes empresariales y de mejora de la capacidad de autofinanciación de las empresas, refleja, principalmente, el vigor de la demanda del gasto de los agentes privados y la existencia de una cierta holgura en las condiciones de financiación crediticia interna de este sector en el conjunto del año, que se ha visto reforzada por la evolución de la financiación obtenida mediante otras fuentes, como los créditos exteriores y los pagarés de empresa.

3. Contribución de las contrapartidas al crecimiento de ALP (a)



(a) El crecimiento de ALP y la contribución de las diferentes contrapartidas están medidos en términos de la tasa acumulada de ALP a final de cada semestre.

(b) La partida de «Resto» está formada por las cuentas de capital del sistema crediticio, así como por otros pasivos netos no monetarios.

El incremento de la financiación al sector privado, que ha excedido sobradamente los ritmos previstos al comienzo del ejercicio, ha sido favorecido por el fuerte aumento de los beneficios del sistema bancario, que ha permitido a estas instituciones ampliar sus planes de inversión crediticia, al calor de una demanda pujante, sin necesidad de recurrir a una expansión de los pasivos monetarios que se hubiera visto constreñida por el control monetario. Este hecho permite explicar que el desbordamiento de las referencias establecidas para el crecimiento del crédito al sector privado no se haya traducido en una desviación de los objetivos fijados para las magnitudes monetarias.

2. LOS OBJETIVOS DE LA POLITICA MONETARIA PARA 1989

La economía española ha entrado en 1989 con un elevado ritmo de crecimiento que prolonga el ciclo expansivo iniciado a mediados de 1985. Tras dos años en los que se han registrado tasas de incremento del Producto Interior Bruto del 5,5 y del 5 %, respectivamente, las previsiones para 1989 apuntan a una tasa superior al 4 %. A pesar de que durante el primer semestre de 1988 se produjo una sensible reducción del elevado dinamismo observado a finales de 1987, en el segundo semestre de 1988 se ha alcanzado un ritmo de expansión superior al esperado, que ha confirmado el mantenimiento de una pulsación vigorosa de la demanda.

Sin embargo, la continuidad de la fase expansiva está viéndose acompañada por claros síntomas de pérdida de estabilidad en el doble frente de los precios y de los intercambios con el exterior. A los indicios de una presión excesiva de la demanda se suman el riesgo de una nueva espiral de precios y salarios, realimentada por el comportamiento fuertemente procíclico de los márgenes empresariales, y la degradación de las expectativas de inflación.

En este marco de previsiones, la política monetaria ha de contribuir a regular el gasto, a controlar los precios y a mantener la credibilidad en el carácter antiinflacionista de la política económica, asumiendo, para ello, unos objetivos de disciplina para 1989 que prolonguen a lo largo del nuevo año las pautas de rigor establecidas en los últimos meses de 1988. El mantenimiento de este enfoque debe traducirse en sendas ajustadas para el agregado bajo control y en la aceptación de tipos de interés relativamente elevados. Como ya se ha señalado, los acontecimientos monetarios recientes han reflejado una mayor estabilidad de la relación de los ALP con las variables finales, que ha permitido recuperar, al

menos en parte, la validez de los criterios empleados en años anteriores para fijar los objetivos en términos de este agregado amplio.

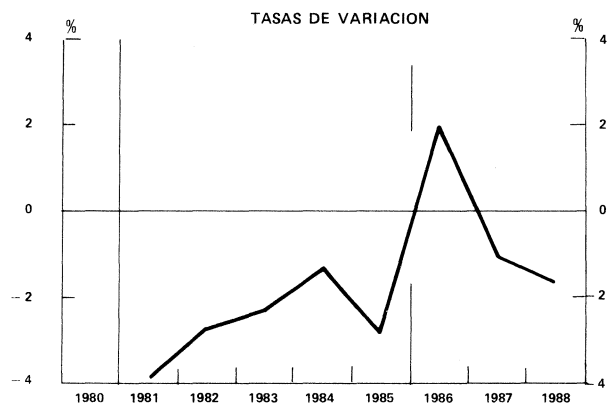
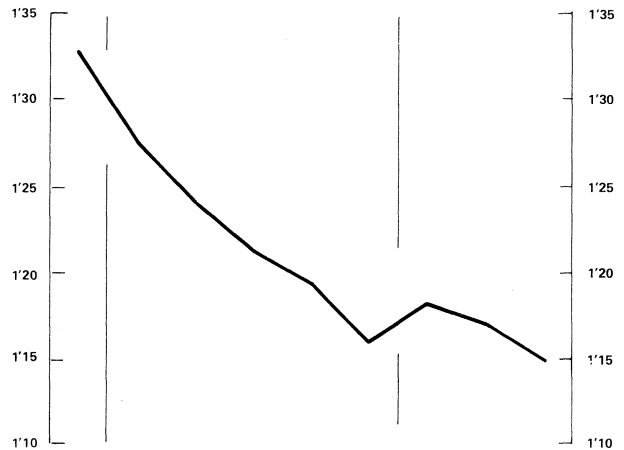
Con una previsión de crecimiento del Producto Interior Bruto del orden del 4 % y con la pretensión de alcanzar un nivel satisfactorio de aproximación al objetivo fijado de caída de la tasa de inflación, se ha establecido una banda para el crecimiento de los ALP comprendida entre el 6,5 % y el 9,5 %, centrada en el 8 %, que suministra, en principio, el grado de disciplina requerido para cumplir la tareas asignadas al control monetario en el diseño de política económica para 1989. Dicha banda supone una ligera amortiguación en la tendencia descendente de la velocidad de circulación de los ALP, que resulta coherente con las predicciones econométricas disponibles de la demanda de este agregado y con los principales desarrollos que se esperan en la evolución de los mercados financieros.

Los ejercicios de programación financiera presentan un cuadro compatible, en grandes líneas, con esta previsión. La política de financiación del déficit público prevé un mayor recurso a la emisión de deuda a medio y largo plazo. Sin embargo, una vez que se tienen en cuenta las variaciones en las carteras de deuda de las instituciones financieras y se considera que las colocaciones de letras deberán compensar los descensos en las tenencias de pagarés del Tesoro y de cesiones temporales de deuda, se estima que la política de endeudamiento público prevista para 1989 no alterará de forma sustancial las carteras del sector privado de instrumentos incluidos y no incluidos en ALP, que es el aspecto relevante a la hora de valorar sus efectos sobre la velocidad de circulación. Los aumentos estimados para 1989 en las tenencias en firme de deuda a medio y largo plazo por parte del público son muy similares a los registrados durante el último año.

El dinamismo de la economía española y la normalización de los mercados financieros permiten esperar un importante incremento del saldo vivo de instrumentos privados no incluidos en la definición de ALP, como los pagarés de empresa y las transferencias de activos. Sin embargo, los flujos que se prevén no suponen cambios muy drásticos en relación a la importante expansión ya registrada en 1988.

Este conjunto de previsiones sobre los mercados financieros es compatible con una suavización del trazado descendente de la velocidad de circulación del agregado, pero la pujanza esperada de los instrumentos financieros alternativos a los incluidos en ALP no parece tener la suficiente entidad como para

4. Evolución de la velocidad de circulación

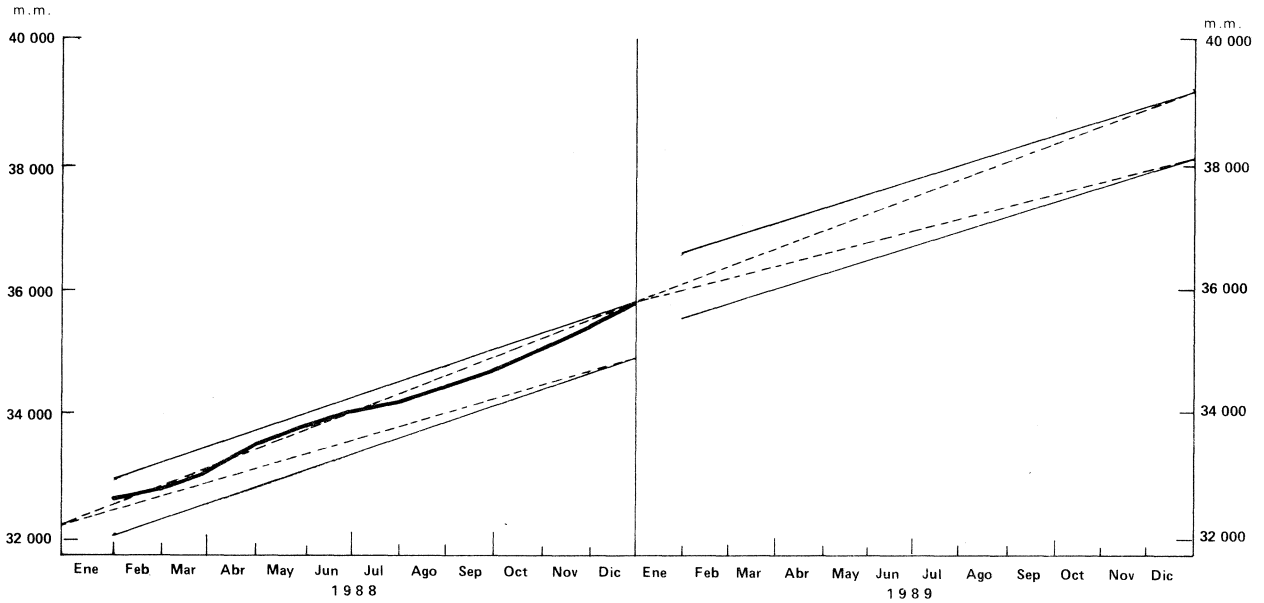


justificar un cambio muy pronunciado en dicha trayectoria de caída. La adecuación de esta hipótesis se ve reforzada por los efectos que puede inducir la propia instrumentación de una política monetaria más disciplinada. El mantenimiento de tipos de interés elevados puede estimular el desplazamiento de los mercados hacia los plazos más cortos y las posiciones más líquidas y fomentar la demanda de la magnitud objeto de control.

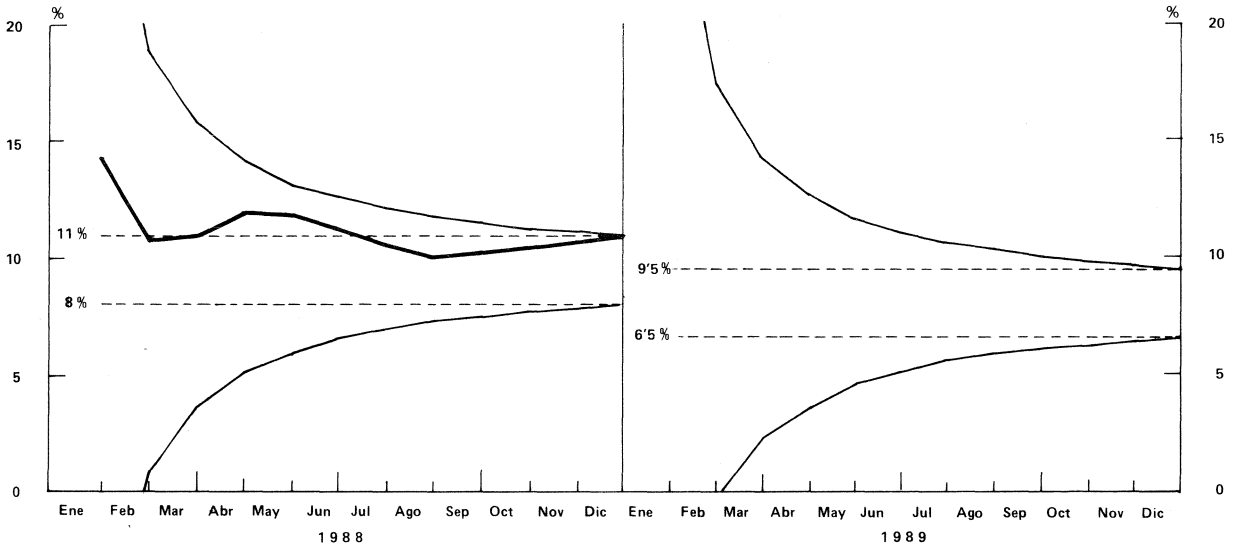
Para obtener una representación más completa de las implicaciones de los objetivos monetarios fijados para el próximo año, tiene interés considerar la evolución de los principales flujos de financiación de la economía y analizar su consistencia con el crecimiento programado de la liquidez y su adecuación al comportamiento deseado de la demanda interna. En este ejercicio de programación financiera resultan fundamentales los supuestos sobre el comportamiento del sector exterior y el sector público.

5. ALP y objetivos de crecimiento para 1989 (a)

SALDOS DE LA SERIE DESESTACIONALIZADA



TASA ACUMULADA SOBRE DICIEMBRE ANTERIOR



(a) 1988 bandas entre el 8 % y el 11 %.
1989 bandas entre el 6,5 % y el 9,5 %.

La evolución previsible del sector exterior está enmarcada por la tendencia al empeoramiento del saldo por cuenta corriente, que ha pasado de un superávit equivalente al 1,7 % del PIB en 1987, a un déficit en torno al 0,9 % en 1988. Para 1989 se espera que el déficit se sitúe alrededor del 2 %. Sin embargo, la solidez de los factores que vienen impul-

sando la entrada neta de capitales permite prever una financiación no problemática de este déficit, si se mantienen, como cabe esperar, unas condiciones razonables de estabilidad en los mercados interiores. Las previsiones sobre los principales flujos de la balanza de capitales, siempre sometidas a un elevado margen de incertidumbre, apuntan a una estabiliza-

ción de la tendencia creciente de las inversiones directas, que podrían alcanzar un flujo similar al registrado durante el último año, a una cierta recuperación del ritmo de crecimiento de las inversiones en cartera, que superarían el bache sufrido como consecuencia de las crisis bursátiles, y a un mantenimiento de los niveles alcanzados por la inversión en inmuebles. En dirección contraria operará el mayor dinamismo que se espera para la inversión española en el exterior, al amparo de las nuevas medidas de liberalización aprobadas. Por lo que se refiere a los movimientos de capital vinculados a operaciones crediticias, resulta poco probable esperar incrementos sustanciales en la utilización del crédito externo por parte del sector privado, en tanto se mantengan los controles vigentes para la toma de préstamos en moneda extranjera por parte de residentes en los plazos inferiores a 3 años.

Según estas previsiones, los flujos de capital de carácter autónomo pueden suministrar una financiación suficiente del déficit de la balanza por cuenta corriente. A ello se pueden añadir entradas de capital a más corto plazo, incentivadas por los diferenciales de tipos de interés que se esperan del carácter más estricto de la política monetaria, lo que puede reforzar la fortaleza de la peseta y dar lugar a ciertos aumentos de reservas. Con todo, la propia tendencia deficitaria de la cuenta corriente y la predisposición de las autoridades a aceptar ciertos márgenes de apreciación del tipo de cambio, permiten esperar una clara reducción del papel expansivo de la liquidez interior, que el sector exterior ha estado desempeñando en los últimos años.

Las previsiones sobre el déficit público en 1989, basadas en los Presupuestos Generales del Estado, señalan una magnitud similar a la que se estima para 1988, que implica una ligera reducción de su proporción respecto al PIB, hasta quedar situada en el 2,9 %. La política de financiación del Tesoro prevé que un elevado porcentaje de las necesidades de financiación total del Estado provenga de la emisión de deuda a medio y largo plazo, mientras que el porcentaje restante, más la caída prevista del saldo de pagarés del Tesoro, deberá ser cubierto con letras del Tesoro. Dados los abultados vencimientos de estos títulos públicos que se registrarán en 1989, serán necesarias unas colocaciones brutas efectivas muy voluminosas.

Con estos supuestos sobre la política de deuda pública, y teniendo en cuenta la evolución previsible de las carteras de títulos públicos del sistema bancario, se estima que los recursos aportados a las Administraciones Públicas por el conjunto del sistema credi-

ticio y los mercados monetarios crecerán a una tasa del 11 %, similar a la registrada en 1988.

Dado este ritmo de expansión de la financiación al sector público y un aumento de escasa cuantía en los activos exteriores del sistema crediticio, el crecimiento de ALP según la senda central de la banda del 6,5 % al 9,5 % resulta coherente con un incremento del crédito interno al sector privado del orden del 11,5 %.

Sin embargo, las transformaciones experimentadas recientemente en la estructura de la financiación del sector privado hacen necesario profundizar en el significado de la cifra anterior, incorporando la información y las previsiones sobre los flujos no intermediados por el sistema crediticio. En efecto, en 1988 los voluminosos recursos recibidos por el sector privado procedieron no sólo del elevado dinamismo del crédito interno, sino también del fuerte crecimiento de los pagarés de empresa y del crédito exterior. Así, el total de fondos ajenos puestos a disposición para las familias y las empresas experimentó, en dicho año, un incremento cercano al 17 %. Para 1989 se espera que la financiación recibida por el sector privado a través de títulos del mercado monetario, no incluidos en la definición del crédito interno, muestre una tónica similar a la del último año y que la recibida del sector exterior se reduzca considerablemente. De esta forma, la tasa de expansión de la financiación ajena total del sector puede crecer en torno al 13 %, lo que supone una significativa reducción de la dinámica expansiva de esta variable en el último período.

El cuadro de flujos financieros compatible con los objetivos monetarios establecidos para 1989 presenta, por tanto, un panorama más estricto, que debe incidir sobre las decisiones de gasto de los agentes en un sentido moderador del crecimiento de la demanda interior. Este marco, favorecedor de tipos de interés elevados, es necesario para frenar el rápido proceso de deterioro sufrido por el ahorro neto del sector privado y para evitar, dadas las necesidades de financiación del sector público, un nivel insostenible de endeudamiento con el exterior, como consecuencia de un déficit creciente de la balanza por cuenta corriente.

23-I-1989.

Evolución económica internacional

1. INTRODUCCION

El ritmo de crecimiento económico mantenido por los países industrializados en 1988 puede considerarse, en conjunto, muy satisfactorio (1). Esta evolución respondió, en parte, a la fuerte inercia de su propio crecimiento y, asimismo, fue resultado de las medidas instrumentadas por las autoridades económicas a finales de 1987 y en la primera mitad del pasado año.

Todo lo anterior dio lugar a la acentuación en 1988 de la tendencia expansiva de la actividad económica anterior al desplome de los mercados financieros de octubre de 1987. Dicha tendencia, manifestada especialmente en el impulso generalizado de la inversión privada, reflejó, básicamente, la recuperación global de la rentabilidad empresarial que ha tenido lugar en la mayor parte de los países a lo largo del actual ciclo económico, iniciado a finales de 1982. Este proceso ha sido impulsado, por una parte, por la moderación de los costes salariales y la mejora en las condiciones del aparato productivo, y, por otra, por las fuertes ganancias de renta real en los países industrializados, originadas por la caída de los precios energéticos y –en menor medida– de las materias primas en los últimos años. Asimismo, en la Comunidad Económica Europea, un importante factor dinamizador del crecimiento a corto y medio plazo parece venir asociado a las expectativas suscitadas por el proceso de creación del mercado único europeo previsto para 1992.

Sin embargo, como contrapartida del dinamismo de la actividad económica, a lo largo de 1988 se generaron tensiones inflacionistas –más o menos acentuadas, según los distintos países–, que provocaron un paulatino endurecimiento de las políticas monetarias de la mayoría de las economías industrializadas desde los meses centrales del pasado año. Endurecimiento, que también reflejó las incertidumbres asociadas a la evolución del dólar en el segundo semestre de 1988. Cabe constatar, no obstante, que la evolución de los tipos de cambio de las principales divisas en 1988 parece haberse caracterizado, en conjunto, por una estabilidad relativamente mayor que la registrada en años precedentes.

Por su parte, el proceso de corrección de desequilibrios exteriores entre las principales economías registró un cierto avance durante el pasado año, concretado, sobre todo, en la reducción de los déficits de las balanzas comercial y corriente de los Estados

(1) Este artículo ha sido elaborado con los datos disponibles hasta el 10 de enero de 1989.

Unidos. Sin embargo, subsisten todavía dificultades importantes, tanto en lo que se refiere a la disminución de los superávits exteriores de Japón y Alemania como en el ritmo de reducción del déficit público norteamericano, factor este último decisivo respecto al déficit exterior de dicho país. En el contexto específico de la Comunidad Económica Europea, resulta preocupante la persistencia del superávit comercial alemán en la medida en que contribuye a reducir las tasas de crecimiento de los restantes países comunitarios y es foco de tensiones en el seno del Sistema Monetario Europeo.

En síntesis, estos son los rasgos que cabe destacar en la evolución económica reciente de los países industriales. Un análisis más detallado de la misma durante el año 1988 –con especial referencia al segundo semestre– se efectúa en las siguientes secciones del informe, considerando, sucesivamente, la actividad productiva, la evolución de los precios y de las balanzas por cuenta corriente, y las políticas fiscales y monetarias. En el apartado final se presentan las perspectivas económicas para el año en curso en los principales países.

2. PRODUCCION Y DEMANDA

A lo largo de 1988, la producción real del área de la OCDE mantuvo la firmeza que manifestó en la segunda parte de 1987, calculándose un incremento del producto total y de la demanda interna para el conjunto del año del 4 %, tal y como puede observarse en los cuadros 1 y 2. La expansión del año pasado se caracterizó, además de por su elevada magnitud, por su generalidad en los diversos países,

hecho que se constató de manera especial en las economías europeas que, en años anteriores, venían manteniendo tasas de crecimiento inferiores a la media de la OCDE. Este mayor dinamismo económico vino acompañado de una mejora paulatina en el clima de confianza del sector privado, favorecido por una evolución razonablemente estable de los mercados financieros, de tal forma que el crecimiento de 1988 se caracterizó por un incremento especialmente intenso de la formación bruta de capital, tal y como queda reflejado en el gráfico 1. Este incremento estuvo, asimismo, propiciado por el aumento generalizado de la rentabilidad del capital, así como por la necesidad de ampliar el aparato productivo de determinados sectores.

Por lo que respecta a la situación económica de la CEE, el crecimiento económico alcanzado en 1988 fue el más elevado de los experimentados desde finales de la década de los setenta, con un incremento notable de la inversión, una inflación moderada y una creación de empleo del 1,1 % –el nivel más alto de los últimos años–, pero que, sin embargo, encubre una alta tasa de paro, situada en torno al 11 %.

La actividad que viene mostrando la inversión desde 1987 en la Comunidad Económica Europea, y que se manifestó de forma especial en 1988 (véase gráfico 1), se explica por el notable avance registrado por las demandas internas y externas, que han elevado la tasa de utilización de la capacidad productiva de algunos países hasta niveles no alcanzados anteriormente. Otro factor que ha incidido positivamente en la actitud inversora del sector privado comunitario en dicho período ha sido el notable aumento de la rentabilidad del capital, ligado –en parte– al des-

1. Producción real (a) (b)

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

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

(a) Estados Unidos, Japón y Alemania: PNB. Resto: PNB.

(b) Ajustada de variaciones estacionales. En los cuadros 1 a 6 los símbolos I y II se refieren al primer y segundo semestres de cada año, respectivamente.

(c) Estimación.

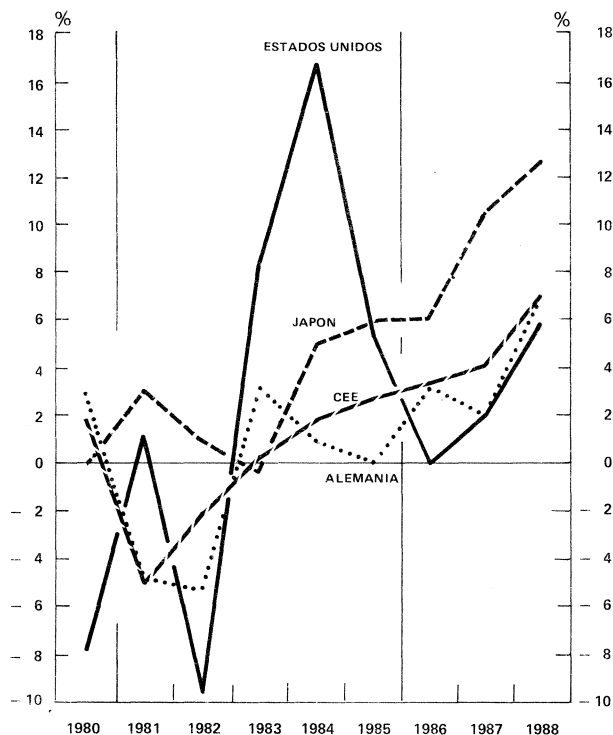
Fuentes: OCDE y Banco de España.

censo que han venido experimentando los costes laborales y no laborales. La moderación salarial y las políticas de flexibilización de los mercados laborales en Europa emprendidas durante los últimos años —reducción de jornada laboral, empleo a tiempo parcial, contratación temporal, mayor número de colocaciones en el sector servicios—, han contribuido a que las tasas de crecimiento real experimentadas por las economías europeas en el período comprendido entre julio de 1987 y diciembre de 1988 hayan generado más empleo que en el pasado. Por otra parte, el proyecto comunitario tendente a establecer un mercado único europeo en 1992 constituye un clima favorable para que las empresas privadas lleven a cabo planes de inversión con objeto de tomar posiciones ante la nueva situación.

Teniendo en cuenta que éstos han sido los rasgos generales de la evolución de la actividad en las economías de la OCDE y de la CEE en 1988, a continuación se analiza de forma más concreta el comportamiento en la segunda parte del año.

En los Estados Unidos la economía presentó, a lo largo del segundo semestre de 1988, un ritmo de avance notablemente más pausado que a principios de año, como consecuencia de la ralentización en el tercer trimestre de la inversión privada no residencial y de las exportaciones, los componentes hasta entonces más dinámicos del gasto norteamericano. Ralentización que no estuvo desligada del aumento de tipos de interés iniciado en marzo y del encarecimiento experimentado por el dólar en los meses de verano. Así, en las estimaciones preliminares recogidas en los cuadros 1 y 2, la desaceleración de la actividad económica estadounidense en la segunda mitad del año se refleja en la moderación del ritmo de avance de la demanda interna, calculándose tasas

1. Formación bruta de capital fijo real (1980-1988) (Tasas de variación anual, en porcentajes)



Fuentes: OCDE, CEE y Banco de España.

similares a las que registró en la primera parte de 1987. Sin embargo, los indicadores avanzados relativos al cuarto trimestre han mostrado un cierto cambio de tendencia, que confirma que los riesgos de sobrecalentamiento de la economía norteamericana, manifestados en la primera parte del año y que motivaron la actuación restrictiva de las autoridades

2. Demanda interna real (a)

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

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

(a) Ajustada de variaciones estacionales. Incluida variación de existencias.

(b) Estimación.

Fuentes: OCDE y Banco de España.

monetarias, no han desaparecido, por lo que no pueden descartarse nuevas medidas del mismo signo. En efecto, la tasa de utilización de la capacidad productiva llegó en el mes de noviembre hasta el 84,2 %, la más alta de los años ochenta; la producción industrial tampoco dio signos de debilidad, manteniéndose en los niveles de meses anteriores; la tasa de paro siguió descendiendo; las importaciones mantuvieron un fuerte ritmo de avance; y, como se analizará más adelante, los precios al consumo siguieron registrando crecimientos positivos.

En Japón, tras la ralentización del crecimiento experimentada en el segundo trimestre, el avance que registró su producto nacional bruto en el tercero puso de manifiesto la vuelta a altas tasas de actividad. La política de relanzamiento de la actividad interna, llevada a cabo por las autoridades económicas japonesas en 1988, tuvo un claro efecto en la evolución de la demanda interna a lo largo del año (véase cuadro 2), impulsada tanto por unos fuertes gastos de consumo privado como por una intensa inversión privada en bienes de equipo, que compensaron la atonía de la inversión pública y residencial. Esta sostenida expansión del consumo privado fue debida al aumento de la renta disponible derivado de los altos incrementos salariales, del elevado nivel de empleo y de la reducción impositiva efectuada a principios del año. La formación bruta de capital, por su parte, se vio favorecida por la fuerte recuperación del consumo interno, así como por una evolución de las exportaciones mejor de la prevista, altos beneficios empresariales y bajos tipos de interés. Con todo, la estimación elaborada por la OCDE del crecimiento japonés para el conjunto del segundo semestre es de un 5,3 %, cifra que —según se aprecia en el cuadro 1— es inferior a la del primer semestre. Sin embargo, la inesperada evolución favorable de la actividad en Japón en el tercer trimestre y los indicios de su mantenimiento hasta finales de año sugieren que las cifras de los cuadros 1 y 2 quizás estén subestimando el crecimiento japonés en los últimos meses.

En el ámbito europeo, la desaceleración del ritmo de actividad económica esperada para la segunda parte del año tampoco tuvo la intensidad prevista, manteniéndose, para el conjunto de países de la CEE, el ritmo de crecimiento de la primera parte del año, según indica el cuadro 1. La demanda interna, por su parte, tampoco presentó síntomas de debilidad, sino que, por el contrario, experimentó un incremento superior al del primer semestre gracias a la pujanza de la inversión privada (véase cuadro 2). Así, los cuatro países de mayor relevancia en este área económica —Alemania, Francia, Italia y Reino Unido— registraron un avance de su producción real,

para el conjunto del año, notablemente mayor que en años anteriores; avance que fue especialmente importante en los casos de Alemania y Francia, que pasaron de crecimientos del 1,8 % y 2,3 % en 1987 a crecimientos del 3,3 % y 3,5 % en 1988, respectivamente.

Dentro de los países comunitarios, Alemania era el país en el que las previsiones para el segundo semestre apuntaban hacia una mayor desaceleración. Sin embargo, los datos correspondientes al tercer trimestre han señalado una desaceleración del ritmo de actividad menor de la esperada. Asimismo, otra serie de indicadores han ido dando el mismo mensaje sobre la evolución de la economía alemana en los meses finales de 1988: el continuado ascenso de las tasas de utilización de la capacidad productiva, el mantenimiento del nivel de producción industrial, el número de órdenes recogidas en las carteras de pedidos, y una tasa de paro que fue presentando pequeñas pero importantes mejoras a lo largo del año.

Por último, tal y como se desprende de la observación de los datos del cuadro 1, en 1988 se consiguió un significativo grado de avance en la convergencia de las tasas de crecimiento de los países comunitarios y, además, al alza. Sigue siendo cierto, sin embargo, que Alemania y Francia continúan creciendo a tasas inferiores a la media comunitaria, lo que, en el caso alemán, tiene consecuencias importantes para el resto de los países integrados en el Sistema Monetario Europeo.

3. PRECIOS

El año 1988 puede caracterizarse como un ejercicio económico en el que, si bien las tasas de inflación registradas para el conjunto de países de la OCDE no reflejaron importantes incrementos, sí señalaron la interrupción del proceso de desinflación de los últimos años. Adicionalmente, a mediados de año, existieron fuertes temores de un posible recrudecimiento de las tensiones inflacionistas con carácter generalizado en las economías industrializadas, debido a los elevados ritmos de crecimiento experimentados. Sin embargo, en el segundo semestre la amenaza inflacionista perdió intensidad ante la existencia de una mejor evolución de los costes. De este modo, el estancamiento y desaceleración en la escalada de los precios de las materias primas no energéticas, el mantenimiento a la baja de la cotización del petróleo (cuadro 3), y los aumentos de productividad que se estaban observando y que permitían compensar los altos incrementos salariales, sirvieron para moderar las perspectivas inflacionistas. Asimismo, las medidas monetarias restrictivas implan-

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

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

	1986	1987	1988 (c)	1987		1988	
				I	II	I	II (d)
Materias primas							
Índice general (e)							
Dólares	4,0	7,2	33,4	-2,9	18,2	38,8	27,5
DEG	-10,0	-3,0	27,9	-13,4	8,7	30,0	25,8
A) Alimentación							
Dólares	7,0	-12,9	22,4	-19,3	-5,5	18,1	27,6
DEG	-7,2	-21,3	17,2	-28,0	-13,1	-10,1	25,9
B) Pr. industriales							
Dólares	8,0	28,6	41,3	15,7	41,4	55,2	27,5
DEG	-12,9	15,9	35,4	3,2	29,3	45,1	25,7
Petróleo (f)							
Dólares	-46,0	24,5	-18,9	14,9	35,8	-12,6	-26,6

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

(b) Media del período correspondiente.

(c) Enero-noviembre sobre el mismo período del año anterior.

(d) Julio-noviembre sobre el mismo período del año anterior.

(e) Índices en dólares y en DEG (derechos especiales de giro). Base 1985 = 100.

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

Fuentes: *The Economist* y Banco de España.

tadas en los meses centrales del año tuvieron como objetivo contener las potenciales tensiones inflacionistas, mediante la desaceleración del crecimiento de las demandas internas, e impedir que la apreciación del dólar encareciera los bienes importados en Europa.

Según puede observarse en el cuadro 4, los incrementos de inflación registrados en 1988 no fueron de

gran magnitud, si bien es cierto que —con la excepción de Francia— las principales economías industrializadas experimentaron alzas. Así, de acuerdo con las estimaciones preliminares recogidas en dicho cuadro, los mayores aumentos de precios se produjeron en Japón, Alemania y Reino Unido, países en los que la demanda interna tuvo un comportamiento especialmente intenso. Si se analiza la evolución de los precios en los dos semestres del año —tal y como

4. Inflación: precios al consumo (a)

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

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

(a) Series originales.

(b) Media del período correspondiente.

(c) Estimación propia.

(d) Para el área de la OCDE no existe todavía una estimación del crecimiento de los precios al consumo durante el segundo semestre de 1988 ni, por tanto, para el conjunto de dicho año.

Fuentes: OCDE y Banco de España.

se recoge en el cuadro 4— se observa cómo la inflación correspondiente al segundo semestre superó la tasa del primer semestre en todos los países considerados, destacando el incremento experimentado en el Reino Unido y Japón.

Finalmente, por lo que se refiere a la convergencia de las tasas de inflación comunitarias, en 1988 se produjo un cierto estrechamiento de las diferencias observadas en años anteriores. No obstante, hay que destacar que esta mayor convergencia fue debida principalmente al incremento de la inflación en Alemania, país de especial importancia para aquellas economías sujetas a la disciplina cambiaria del Sistema Monetario Europeo. Por su parte, Italia mantuvo una tasa media algo superior a la de 1987, mientras que el Reino Unido experimentó un notable empeoramiento y Francia redujo su inflación.

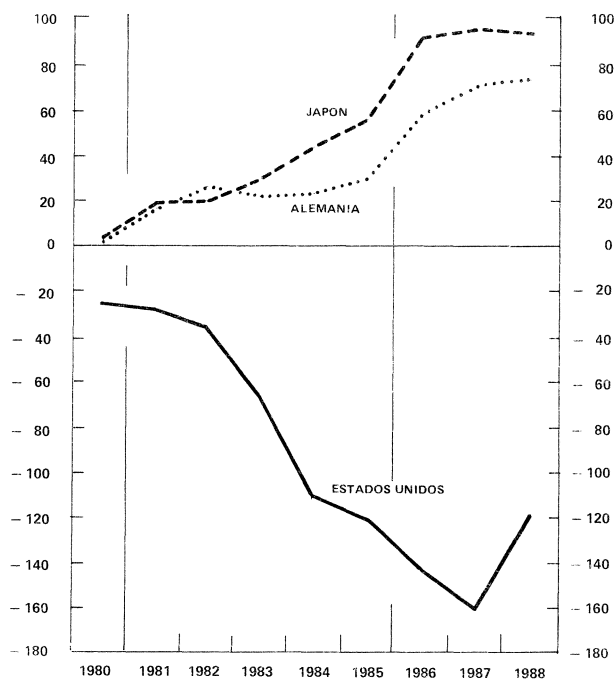
4. BALANZAS POR CUENTA CORRIENTE

La intensa actividad que desarrollaron las economías de los países industrializados a lo largo de 1988 tuvo un claro reflejo en el dinamismo del comercio mundial que, en conjunto, creció un 9 %; es decir, 3,3 puntos porcentuales más que en 1987. El impulso de las demandas internas provocó un notable incremento de la corriente importadora de cada país y, dado el carácter generalizado que tuvo ese comportamiento de las demandas, todos los países se vieron favorablemente afectados por este proceso. Por otro lado, el papel predominante de la inversión supuso un continuo incremento del comercio de bienes de equipo que, si bien permitía aumentar la capacidad productiva de los países demandantes, también generaba tensiones adicionales en los países oferentes.

Desde el punto de vista de los desequilibrios exteriores existentes entre los países industriales, en 1988 se consiguió una notable reducción de los mismos —en términos nominales y reales—, si bien su magnitud no superó los límites previstos inicialmente, poniendo en evidencia la necesidad de seguir en la línea correctora a lo largo de años sucesivos. Concretamente, los avances conseguidos fueron especialmente significativos en el descenso del déficit comercial norteamericano, tal y como puede apreciarse en el gráfico 2.

Los cuadros 5 y 6 contienen las estimaciones preliminares de los saldos de las balanzas comerciales y por cuenta corriente, respectivamente, de las principales economías. Como puede observarse, en 1988 los Estados Unidos consiguieron reducir —por primera vez en muchos años— su déficit comercial, que

2. Balanza comercial: saldos (1980-1988) (En miles de millones de dólares)



Fuentes: OCDE, CEE y Banco de España.

experimentó un descenso de 39,3 miles de millones de dólares respecto al registrado el año anterior, siendo mayor la corrección en la primera parte del año que en la segunda. Por su parte, la balanza por cuenta corriente, que incluye el servicio de la deuda exterior norteamericana, se redujo en menor cuantía, calculándose que al final del año 1988 su saldo fue inferior en 22 mil millones de dólares al de 1987.

Los principales proveedores de los Estados Unidos —Japón y Alemania— y los nuevos países industrializados asiáticos, como Taiwán, Corea, Singapur y Hong-Kong, no se vieron muy negativamente afectados por la desaceleración de la demanda norteamericana. Analizando las relaciones comerciales bilaterales entre los Estados Unidos y los países mencionados se observa que, al menos en el primer semestre, la mayor reducción del déficit exterior norteamericano fue con la CEE, que descendió un 43,8 % respecto a los resultados del mismo período de 1987. Concretamente, la principal mejora del déficit exterior fue con Alemania (22,2 %), seguida de Japón (12,7 %) y los nuevos países industrializados (4,1 %). A falta de datos que lo confirmen, no parece que estos resultados hayan variado sustancialmente en la segunda parte del año.

5. Balanza comercial (a)
(Saldos en miles de millones de dólares) (b)

	1986	1987	1988 (c)	1987		1988	
				I	II	I	II (c)
OCDE	-7,3	3,2	-4,0	-5,1	-21,5	-4,2	0,0
Estados Unidos	-144,5	121,0	-79,4	-80,9	-65,1	-56,0	
Japón	92,8	96,4	93,0	51,3	45,1	46,8	46,0
CEE	42,2	32,0	17,0	19,3	12,7	10,4	7,0
Alemania	56,1	70,3	75,0	34,8	35,5	37,9	37,0
Francia	-1,9	-9,5	-9,0	-4,4	5,0	-4,4	-4,0
Italia	4,2	0,1	-3,0	-0,3	-0,2	-0,4	-2,0
Reino Unido	-12,4	-16,6	-33,0	-5,8	-10,8	-15,3	-18,0

- (a) Ajustada de variaciones estacionales. FOB/FOB.
(b) Debido al redondeo, las cifras pueden no cuadrar.
(c) Estimación.

Fuentes: OCDE y Banco de España.

Esta mejora del déficit exterior de los Estados Unidos fue debida, fundamentalmente, a la ganancia de competitividad de sus productos, que supuso la depreciación continuada del dólar en los últimos años. Sin embargo, en otras economías como Japón, la disminución del superávit exterior respondió más al aumento de las importaciones derivado del crecimiento de la demanda interna que a la evolución del yen.

En la Comunidad Económica Europea, la evolución del comercio exterior en 1988 contribuyó negativamente –por tercer año consecutivo– al producto interior bruto comunitario, debido a la rápida expansión de las importaciones. Esta reducción del excedente global con el resto del mundo se tradujo en un deterioro significativo de las balanzas corrientes de

los países comunitarios, con la excepción de Alemania.

Así, en Alemania, la reducción del superávit exterior con los Estados Unidos no impidió que crecieran ligeramente los superávits comercial y corriente totales gracias a la evolución de los intercambios intracomunitarios. Esta situación fue debida, a su vez, al mantenimiento de la competitividad alemana, y, en mayor medida, a la elevada demanda de bienes de equipo sostenida a lo largo del año por el resto de las economías europeas con el fin de renovar sus estructuras productivas. Por otra parte, el resto de los países comunitarios experimentaron empeoramientos significativos de sus cuentas exteriores. Mientras que en el Reino Unido el déficit corriente fue aumentando de forma continuada a lo largo del

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

	1986	1987	1988 (c)	1987		1988	
				I	II	I	II (c)
OCDE	-19,8	-49,1	-61,0	-14,2	-34,7	-29,9	-30,5
Estados Unidos	-138,8	-154,0	-132,0	-78,5	-75,5	-70,3	-62,0
Japón	85,8	87,0	79,0	45,8	41,2	40,0	39,0
CEE	50,9	37,4	14,0	26,1	11,3	10,5	3,5
Alemania	39,1	44,9	45,0	22,8	22,2	23,6	21,0
Francia	2,9	-5,3	-6,0	-0,9	-4,4	-1,4	-4,0
Italia	2,5	-1,0	-4,0	1,3	-2,2	-1,5	-3,0
Reino Unido	0,2	-4,1	-23,0	0,8	-4,9	-10,5	-13,0

- (a) Ajustada de variaciones estacionales.
(b) Debido al redondeo, las cifras pueden no cuadrar.
(c) Estimación.

Fuentes: OCDE y Banco de España.

año 88, en Francia e Italia el aumento fue más moderado.

Hay que destacar, por último, que en 1988 se produjo un incremento de las divergencias de los saldos exteriores de los países comunitarios y, en mayor medida, entre los que están sujetos al mecanismo de disciplina del Sistema Monetario y los que no lo están. Igualmente, en el seno del SME se acentuaron las diferencias entre los países excedentarios y los deficitarios, dada la fortaleza del excedente alemán. Queda por resolver, sin embargo, la incógnita de si tales desequilibrios son consecuencia del proceso de modernización de estructuras productivas que están llevando a cabo los países menos ricos de la Comunidad, o, por el contrario, si son consecuencia del crecimiento insuficiente de Alemania.

5. POLITICAS FISCALES

Las estimaciones disponibles acerca de la evolución de los saldos presupuestarios para 1988 presentan un comportamiento mucho más favorable de lo previsto tan sólo hace unos meses. La razón se encuentra fundamentalmente en el crecimiento económico registrado, que fue —como se señaló en apartados anteriores— mayor que el esperado y que supuso unos mayores volúmenes de recaudación impositiva.

En consecuencia, se estima que en el pasado año se produjo en el área de países de la OCDE una reducción del déficit público de 0,5 puntos porcentuales respecto a 1987, hasta situarse en el 2 % del PNB/PIB (cuadro 7). Un análisis más pormenorizado muestra una reducción de dicho déficit en los países más industrializados, con la excepción de Alemania, cuyo déficit se estima que pasará del 1,7 % del PIB en 1987 al 1,9 % en 1988. Este comportamiento

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

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

(a) Estimación.

Fuentes: OCDE, *Economic Outlook*, diciembre 1988.

—cuyas razones se analizarán más adelante— es más significativo si se tiene en cuenta que el resto de los principales países que forman parte del SME experimentaron reducciones en sus déficit públicos, lo que ha servido para reducir las divergencias entre el déficit público alemán y el de dichos países.

Sin embargo, este comportamiento de los saldos presupuestarios debe de ser matizado. Así, en la mayoría de los países considerados, esta mejora en las cuentas públicas presenta un carácter casi exclusivamente coyuntural. Una vez descontados el componente cíclico y los efectos de la inflación, el ajuste fiscal resultante en 1988 puede calificarse, en términos generales, como insuficiente. Hecho este, atribuible a que en la mayoría de los países industrializados se están llevando a cabo procesos de consolidación presupuestaria que suponen la adopción de planes de actuación que comprenden varios años. La excepción a este comportamiento la constituyeron Japón y Alemania, cuyas autoridades adoptaron un tono fiscal más expansivo a primeros de año, que, como es natural, se reflejó en sus respectivos saldos presupuestarios.

Hay que destacar, por otra parte, que los problemas de política fiscal que —a pesar de las mejoras observadas— continúan pendientes de resolver, son la relativa laxitud de la política fiscal norteamericana y la relativa restrictividad de la política fiscal alemana. El primero, porque —como es sabido— la disminución del déficit público norteamericano es una condición imprescindible para continuar con la corrección de los desequilibrios internacionales y garantizar la estabilidad de los mercados financieros y cambiarios. Y, el segundo, porque la mayor austeridad fiscal de Alemania en los últimos años en relación al resto de los países comunitarios dificulta los procesos de convergencia macroeconómica y el mantenimiento del crecimiento en la CEE.

Pasando ya a comentar la evolución del gasto público durante 1988 (cuadro 8), puede afirmarse que en la mayoría de los países industrializados experimentó un crecimiento inferior al correspondiente a 1987, al tiempo que disminuyó su participación en el PIB. La excepción más significativa fue Japón, país en el que las medidas fiscales expansivas adoptadas por las autoridades —en un intento de amortiguar los efectos del crash bursátil— determinaron una tasa de crecimiento del gasto público del 4,8 % en 1988, frente al 3,7 % alcanzado en el año anterior, dedicándose la mayor parte de este incremento a obras públicas locales.

En el resto de los países, la mayor estabilidad del gasto público se basó, principalmente, en la conten-

8. Crecimiento de los ingresos y gastos públicos (a)
(Tasas de variación anual)

	1989	1988 (b)
ESTADOS UNIDOS		
Ingresos	9,3	7,2
Gastos	5,7	5,3
JAPON		
Ingresos	8,1	6,2
Gastos	3,7	4,8
ALEMANIA		
Ingresos	2,8	3,0
Gastos	4,1	4,0
FRANCIA		
Ingresos	5,8	5,9
Gastos	4,8	4,2
ITALIA		
Ingresos	10,4	10,6
Gastos	8,1	9,6

(a) En términos nominales.

(b) Estimación.

Fuentes: FMI y Banco de España.

ción del consumo público y en la moderación de las retribuciones. Por su parte, los gastos de seguridad social y, sobre todo, los pagos por intereses de la deuda experimentaron un crecimiento mayor que en 1987. Respecto a esta última partida, el incremento fue generalizado en la totalidad de los países industrializados, debido a la subida de los tipos de interés en la primera parte del año. Aparte del caso de Italia —con un incremento de los pagos por interés del 8 % respecto a 1987—, cabe señalar que en los Estados Unidos los pagos por intereses correspondientes al año fiscal recientemente finalizado ascendieron a 151,7 miles de millones de dólares, cifra casi igual al déficit federal (155,1 miles de millones de dólares). Por lo que se refiere a Alemania, los gastos públicos totales crecieron a una tasa del 4 % respecto a 1987, debido, en buena medida, a las mayores contribuciones derivadas de la última ampliación de la CEE y a los mayores gastos de la Seguridad Social.

Por lo que a los ingresos públicos se refiere, las estimaciones más recientes, recogidas en el cuadro 8, arrojan un crecimiento más elevado de éstos que de los gastos totales durante 1988 —con la excepción de Alemania—, lo que corresponde a la mejora general de los saldos presupuestarios. Sin embargo, su análisis presenta un mayor grado de dificultad, dado que

en varios países se superpusieron reformas fiscales —que representaron disminuciones en los ingresos impositivos— con mayores volúmenes de recaudación, derivados del mayor crecimiento económico experimentado en 1988.

Así, en Japón, la reducción llevada a cabo a principios de año en el impuesto sobre la renta se vio compensada por los aumentos de recaudación derivados de la fortaleza de su economía, determinando un crecimiento de los ingresos totales del 6,2 % respecto a 1987, con mayor participación de los impuestos indirectos. En Alemania, la política fiscal contribuyó al crecimiento de la economía a través del efecto favorable que la disminución del impuesto sobre la renta tuvo sobre la renta disponible. Sin embargo, a pesar de esto, el crecimiento de la economía supuso que los ingresos crecieran un 3 % en 1988. Por otro lado, las pérdidas del Bundesbank, derivadas de su intervención en los mercados monetarios y cambiarios, fueron compensadas por un aumento del 4,5 % de las contribuciones de la Seguridad Social. En el Reino Unido —donde la mejora presupuestaria fue más significativa— se llevaron a cabo reformas impositivas tendentes a disminuir los tipos marginales más elevados, a reducir los tipos existentes, y a homogeneizar el tratamiento fiscal de las rentas de capital respecto a otras rentas. A pesar de ello, se mejoró sustancialmente el déficit público; mejora esta, en la que el boyante crecimiento económico y la reprivatización jugaron un papel importante.

6. POLITICAS MONETARIAS Y CAMBIARIAS

A lo largo del año 1988, las políticas monetarias de los distintos países intentaron crear las condiciones necesarias para que el ritmo de expansión económica no registrara retrocesos significativos en un contexto de contención de las tasas de inflación. Asimismo, las autoridades buscaron una evolución más ordenada de los distintos tipos de cambio. Con una política fiscal programada de antemano, dirigida a la asignación de recursos a medio plazo, y dada la mayor laxitud de los acuerdos internacionales sobre la evolución del dólar, la política monetaria adquirió un mayor protagonismo en el proceso de estabilización de los ritmos de actividad, del crecimiento de los precios y de la evolución de las cotizaciones de las distintas divisas.

Durante la segunda parte del año, tras unas políticas más o menos acomodaticias, los países industriales endurecieron las condiciones monetarias y crediticias internas. El giro dado a las políticas monetarias fue una respuesta de los distintos gobiernos,

tanto a la evolución efectiva de las propias economías como a la cotización del dólar en los mercados de cambios internacionales, puesto que los problemas e incertidumbres surgidos en ambos frentes estuvieron sincronizados en el tiempo.

Dentro del segundo semestre, pueden establecerse tres fases claramente diferenciadas en cuanto a la instrumentación de las políticas monetarias y cambiarias. La primera comprende el tercer trimestre natural, intervalo en el que la mayoría de los bancos centrales —con la excepción de Japón— elevó los tipos de interés de sus operaciones de intervención monetaria ante la escalada registrada por el dólar desde el mes de mayo y el temor a la aparición de rebotes inflacionistas. Durante este período, el encarecimiento de los fondos prestables a nivel nacional y el estrechamiento de los diferenciales de interés entre la divisa norteamericana y el resto consiguieron poner freno a las expectativas inflacionistas y a la subida del dólar.

En la segunda fase —durante los meses de octubre y noviembre— los tipos de interés oficiales de los principales países permanecieron inalterados y el dólar experimentó una depreciación significativa. Dentro de un contexto de expectativas bajistas del dólar —derivado de la lenta recuperación de la balanza comercial americana, del creciente servicio de la deuda exterior y del déficit presupuestario previsto para el próximo año— la caída de los diferenciales de interés actuó como catalizador de la pérdida de confianza en la divisa norteamericana.

La última fase —que transcurrió en el mes de diciembre— se caracterizó por un rebrote alcista del dólar y por una nueva subida de los tipos de interés por parte de los principales bancos centrales europeos. La confirmación de que la economía estadounidense estaba registrando unos ritmos de crecimiento muy elevados creó expectativas de inmediatas subidas de los tipos por parte de la Reserva Federal, que movieron al alza los tipos de interés interbancarios americanos y desencadenaron una escalada del dólar en todos los mercados, a pesar de las intervenciones estabilizadoras de los principales bancos centrales. Ante esta situación, las economías europeas —que venían constatando ligeras elevaciones de sus respectivos índices inflacionistas— decidieron instrumentar una política monetaria más restrictiva, con elevaciones de los tipos de interés oficiales por parte de los principales bancos centrales.

Por su parte, en el seno del Sistema Monetario Europeo se manifestaron ciertas tensiones durante el segundo semestre del año. La ampliación del superávit comercial de Alemania frente al resto de países comunitarios, la inestabilidad del marco derivada de la propia inestabilidad del dólar y el acercamiento de los tipos de interés entre las diferentes economías europeas a lo largo de la primera parte del año, dificultaron el mantenimiento de la estabilidad cambiaria y —de forma especialmente acusada— la del franco francés. No obstante, el mecanismo de cambios del SME resistió bastante bien los vaivenes del dólar y la debilidad mostrada por el franco, gracias a

9. Agregados monetarios

(Tasas de variación anual) (a)

Variable	1987			1988			
	Objetivo	Efectivo	Objetivo	I TRI	II TRI	III TRI	
Estados Unidos	M2	5,5-8,5	4,0	4,0-8,0	6,8	7,7	3,7
	M3	5,5-8,5	5,4	4,0-8,0	7,1	7,5	5,8
Japón	M2+CD	11,0-12,0	11,8	12,0	12,1	11,3	10,6
Alemania	CBM	3,0-6,0	8,1	—	8,5	7,7	6,8
	M3	—	6,1	3,0-6,0	8,2	7,0	4,7
Francia	M2	4,0-6,0	4,1	4,0-6,0	0,5	2,4	10,0
	M3	3,0-5,0	9,2	—	5,7	5,9	10,0
Italia	CSP	5,0-9,0	10,2	6,0-10,0	13,1	15,4	11,7
	M2	6,0-9,0	8,4	6,0-9,0	0,8	9,4	14,8
Reino Unido	MO	2,0-6,0	5,8	1,0-5,0	2,4	8,7	12,5
	M3	—	20,7	—	12,1	21,8	27,5

(a) Las cifras anuales recogen las tasas de variación a lo largo de un año con los siguientes períodos de referencia: último trimestre en los casos de Estados Unidos, Japón, Alemania y Francia; mes de diciembre en el caso de Italia, y mes de marzo para el Reino Unido. Las tasas de variación de los respectivos trimestres están calculadas sobre datos del trimestre anterior, desestacionalizados y en términos anualizados.

Fuentes: Banco de Pagos Internacionales, Comité de Gobernadores de la CEE y Boletín mensual de la Reserva Federal.

la coordinación de las intervenciones de los bancos centrales en los mercados de cambios y a la utilización activa de los distintos diferenciales de tipos de interés entre los países miembros.

A continuación, se realiza un análisis de la evolución de los agregados monetarios, tipos de interés y tipos de cambio en el segundo semestre de 1988.

6.1. Agregados monetarios

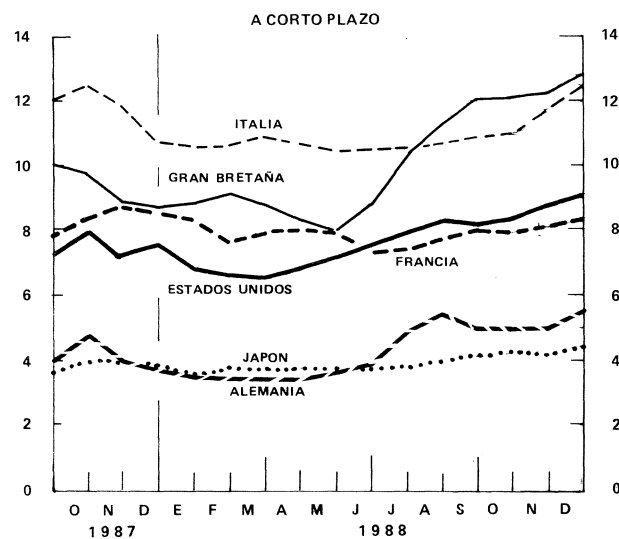
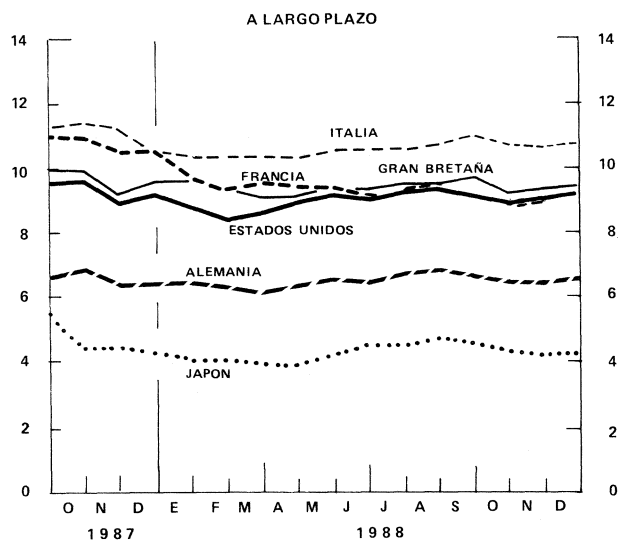
Durante la segunda parte del año, las políticas monetarias han continuado mostrando un gran pragmatismo en cuanto a la consecución de sus objetivos, atendiendo de forma prioritaria a la evolución de los precios y de los tipos de cambio, en detrimento del control de la cantidad de dinero en circulación. No obstante, los datos disponibles hasta el momento señalan que la expansión de los agregados monetarios de los principales países industriales, con la excepción del Reino Unido, se mantendrá dentro de las bandas diseñadas como objetivos para el conjunto del año 1988.

En el tercer trimestre del año (véase cuadro 9), los agregados monetarios experimentaron una desaceleración en Estados Unidos, Japón y Alemania, en relación a las tasas de crecimiento que habían registrado desde principios de año. Al mismo tiempo, en Francia y Reino Unido se dio una fuerte expansión, mientras que, en Italia, los dos agregados monetarios sujetos a control experimentaron una evolución de signo contrario. Pese a la dificultad de interpretar la evolución monetaria como consecuencia de los intensos desplazamientos entre los distintos activos financieros demandados por el público, parece evidente que los países que primero pusieron en práctica políticas monetarias más restrictivas fueron aquellos que con más rapidez consiguieron el control del crecimiento de la cantidad de dinero. Sin embargo, aquellos que optaron por una mayor relajación a lo largo del primer semestre —Francia y Reino Unido— sufrieron en mayor medida el desbordamiento monetario en la segunda parte del año.

6.2. Tipos de interés

A lo largo del segundo semestre del año, los tipos de interés de los principales países mostraron un perfil ascendente, generalmente coincidente en el tiempo, y de intensidad variable según las diversas economías y el plazo de vencimiento de las operaciones. Exceptuando los casos del Reino Unido y de Francia, que siguieron una cadencia temporal muy particular, los tipos de interés de mercado regis-

3. Evolución de los tipos de interés de mercado



Fuentes: OCDE y Banco de España.

traron una elevación en los meses de verano, una cierta estabilización en el período comprendido entre septiembre y mediados de noviembre, y una posterior subida desde finales de noviembre hasta el término del año (véase gráfico 3).

Dicho comportamiento, si bien bastante sincronizado en el tiempo entre los diferentes países, obedeció a causas muy distintas. Por lo que respecta a Estados Unidos y Japón, las subidas de los tipos de interés de mercado fueron reflejando bastante fielmente los distintos cambios surgidos en las expectativas inflacionistas. Asimismo, los tipos de interés

10. Tipos de interés oficiales (a)

	1987		1988		
	DIC	MAR	JUN	SEP	DIC
Estados Unidos	6,0	6,0	6,0	6,5	6,5
Japón	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Alemania	4,5	4,5	5,0	5,0	5,5
Francia	7,8	7,3	7,0	7,0	7,5
Italia	12,0	12,0	12,0	12,5	12,5
Reino Unido	8,3	8,3	9,0	12,0	13,0

(a) Tipo de descuento, excepto Alemania (Lombard) y Francia (sustitución de créditos).

Fuente: OCDE.

del Reino Unido y de Francia estuvieron moviéndose en consonancia con los factores inflacionistas internos, en la medida que las cortapisas impuestas por la evolución de sus respectivos tipos de cambio lo permitían. En Alemania, sin embargo, los tipos de interés estuvieron ligados de forma mucho más acusada a la evolución del dólar en los mercados de cambios. En el resto de los países comunitarios, los movimientos de los tipos de interés atendieron de forma primordial al mantenimiento de la estabilidad de los tipos de cambio frente al marco.

En cuanto a los tipos de interés oficiales hay que señalar que, en mayor o menor medida, siguieron con cierto retraso la pauta de comportamiento de los tipos de mercado, con la excepción de Japón, cuyo banco central mantuvo invariable su tipo de descuento durante todo el año 1988 (véase cuadro 10).

En los Estados Unidos, tras confirmarse el fuerte crecimiento económico experimentado en el primer trimestre, los tipos de interés de mercado —a corto y largo plazo— comenzaron una fase alcista prácticamente ininterrumpida hasta el término del año, poniendo de relieve el afianzamiento de las expectativas de futuras presiones inflacionistas. Por su parte, la Reserva Federal elevó el tipo de descuento del 6 al 6,5 % en el mes de agosto, manteniéndolo invariable desde entonces.

Los tipos de interés europeos reflejaron los altibajos de la cotización del dólar, ante el objetivo alemán de impedir una depreciación del marco frente a la moneda estadounidense y el deseo de los países del Sistema Monetario Europeo de mantener sus tipos de cambio frente al marco. En Alemania, tras las subidas del verano, los tipos de interés de mercado mostraron una tendencia decreciente hasta el mes de noviembre, derivada de la ganancia de posiciones del marco en los mercados de cambios y de la desaparición de expectativas de un relanzamiento de la tasa de inflación. Sin embargo, en el mes de di-

ciembre, con los mercados volcados en la compra de dólares, los tipos interbancarios de mercado volvieron a ascender en espera de que el Bundesbank modificara al alza sus tipos de interés, medida que adoptó el día 15 con una elevación de medio punto porcentual en el tipo Lombard. La decisión de poner en práctica una política monetaria más restrictiva puso de manifiesto la firme postura de las autoridades de contribuir a la desaceleración de la inflación y a la estabilidad de los mercados de cambios internacionales.

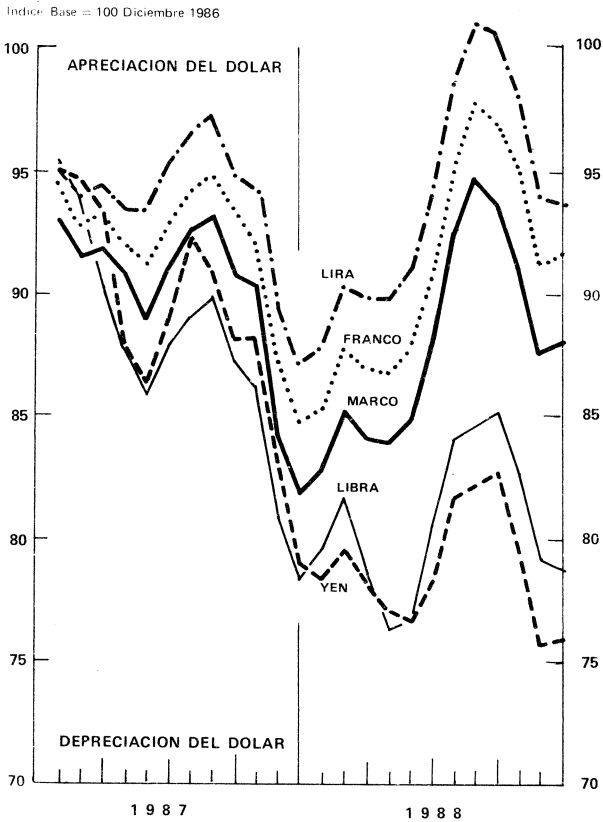
En Francia, hasta el tercer trimestre del año, se puso en práctica una política monetaria más acomodaticia y menos comprometida con los condicionamientos externos que en el resto de los países europeos. Dicha política se instrumentó mediante reducciones de los tipos de interés oficiales en los meses de verano, período en el que el resto de países hacía lo contrario. Las dudas acerca de la firmeza de la política monetaria francesa y la reducción de la rentabilidad de los activos denominados en francos —de unos dos puntos en relación a los denominados en marcos alemanes— terminaron plasmándose en un deterioro de dicha divisa frente al resto de los participantes en el Sistema Monetario Europeo. Deterioro, al que se hizo frente mediante continuas intervenciones oficiales en los mercados de cambios. Sin embargo, la imposibilidad de mantener por tiempo indefinido la cotización del franco artificialmente, hizo que las autoridades monetarias iniciaran en septiembre un proceso de ligeras y continuadas alzas de los tipos de interés de sus operaciones de intervención monetaria.

El resto de los países integrantes del Sistema Monetario Europeo siguieron una política de tipos de interés tendente a mantener la paridad de sus divisas dentro de los márgenes fijados. Por lo que se refiere al Reino Unido, la evolución de los tipos de interés fue mucho menos armoniosa que en el resto de los países considerados, pues las autoridades tuvieron que enfrentarse a una fuerte expansión de la demanda interna, a una aceleración del ritmo de crecimiento de la inflación y a considerables presiones alcistas sobre la libra. De este modo, en el segundo semestre, los tipos fueron elevados de forma intensa y continuada (véase cuadro 10). Por su parte, los tipos de interés de mercado a corto plazo siguieron la pauta marcada por el banco central, mientras que la evolución de los tipos a largo plazo fue bastante más ordenada, con subidas mucho menos intensas en los meses de mayor contracción monetaria.

6.3. Tipos de cambio

Durante el año 1988, los mercados cambiarios mostraron una relativa estabilidad, pese a no existir

4. Tipos de cambio frente al dólar (a)



(a) Medias mensuales
Fuente: Banco de España

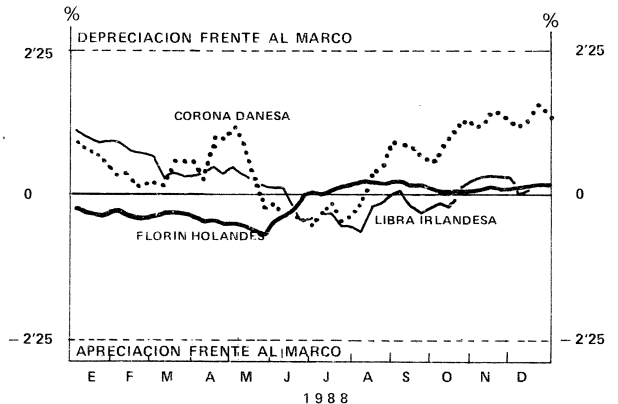
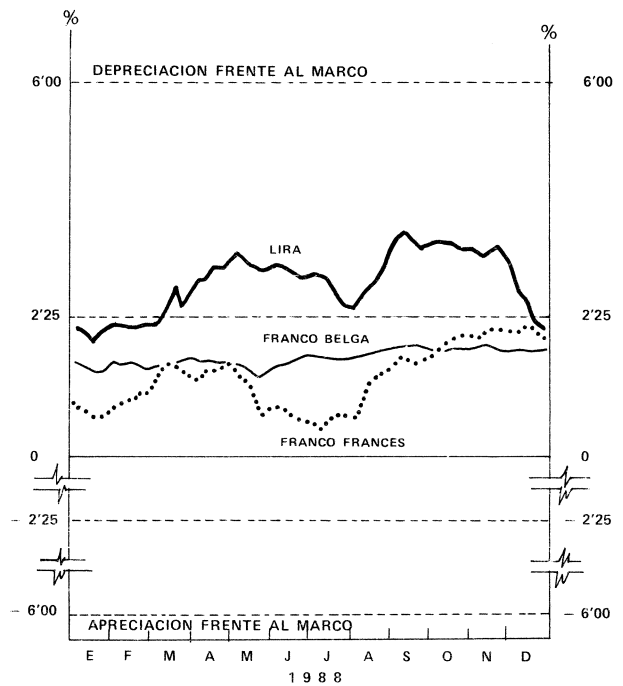
—a diferencia del año anterior— unos acuerdos internacionales de mantener la cotización del dólar dentro de unas bandas de fluctuación determinadas. A su vez, las autoridades realizaron menores intervenciones en los mercados de cambios que en años anteriores, ya que, en los momentos de tensión, prefirieron modificar los tipos oficiales de interés que entrar en una dinámica de continuas y voluminosas operaciones de compraventa de divisas.

En este contexto, durante los ocho primeros meses de 1988 pudo observarse un dólar más firme que en los últimos dos años, como consecuencia de la elevación de los tipos de interés norteamericanos y de la corrección del desequilibrio exterior, que —a pesar de su lentitud— contribuyó a una mejora de las expectativas. Así, coincidiendo con la elevación por los principales países —a excepción de Japón— de sus tipos de interés en septiembre, el dólar registró una intensa depreciación, a la que contribuyó la incertidumbre generada por las elecciones presidenciales norteamericanas. Una vez celebradas éstas, el dólar

experimentó de nuevo una apreciación, motivada por las perspectivas de una elevación de tipos de interés por parte de la Reserva Federal, ante la pujanza que la economía norteamericana presentaba en los meses finales del año pasado.

La nota más característica del año 1988 en los mercados de cambios fue, posiblemente, la debilidad mostrada por el marco alemán frente a la divisa estadounidense. A finales del mes de diciembre, y en relación a los datos de cierre de 1987, el dólar se había

5. Tipos de cambios nominales frente al mercado alemán (a)



(a) Medias semanales de los cambios bilaterales y bandas de fluctuación establecidas en el último reajuste de enero de 1987.
Fuente: Banco de España

apreciado frente al marco alemán y la libra esterlina en un 11,1 y un 2,6 %, respectivamente, y había mantenido su cotización con el yen japonés (véase gráfico 4). Esta evolución de la divisa alemana, pese a la favorable evolución de su economía, parece estar ligada a las mayores salidas de capital de Alemania, justificadas por la búsqueda de nuevos mercados y por la existencia de un diferencial de intereses desfavorable.

Por su parte, las cotizaciones de las distintas monedas integradas en el Sistema Monetario Europeo —con la salvedad del franco francés y la corona danesa— permanecieron bastante estables a lo largo del año 1988, como puede observarse en el gráfico 5. No obstante, surgieron tensiones que, en determinadas ocasiones, dieron lugar a la aparición de expectativas de un nuevo reajuste de paridades.

En el período considerado, y de forma especialmente acusada durante el último trimestre del año, el franco francés mostró una gran debilidad, derivada de la ampliación del desequilibrio comercial con la República Federal de Alemania y de la caída de los diferenciales de interés frente al resto de monedas comunitarias. Este proceso, que en períodos muy concretos amenazó la parrilla de paridades establecida en enero de 1987, puso de manifiesto, una vez más, las discrepancias existentes entre el gobierno francés y el alemán en cuanto a la prioridad otorgada por cada uno de ellos a los objetivos de inflación y de expansión económica. No obstante, se consiguió mantener el franco dentro de las bandas de fluctuación permitidas sin necesidad de efectuar un reajuste de las paridades vigentes, gracias a las intervenciones oficiales en los mercados de divisas y al aumento de los tipos de interés de intervención del Banco de Francia.

En general, el resto de países que forman parte del mecanismo de disciplina cambiaria del Sistema Monetario Europeo utilizó como instrumento estabilizador de las cotizaciones de sus monedas la modificación de los diferenciales de tipos de interés con respecto al marco, atendiendo a las condiciones cambiarias de cada momento. Así, el Banco de Bélgica siguió puntualmente las modificaciones efectuadas por el Bundesbank, alejándose de la inestabilidad manifestada por el franco francés. Por su parte, el Banco Nacional de Holanda redujo, desde el mes de julio, su diferencial respecto al marco en medio punto porcentual, dada la apreciación registrada por el florín durante la primera parte del año.

Por último, hay que volver a hacer hincapié en que, a lo largo de 1988, ha continuado ampliándose el superávit comercial alemán frente al resto de

países comunitarios. Este proceso ha vuelto a generar opiniones relativas a la posible subvaloración del marco dentro de la parrilla de paridades y a la necesidad de un reajuste de las mismas a lo largo del año 1989.

7. CONCLUSIONES Y PERSPECTIVAS

Según se ha comentado en apartados anteriores, el crecimiento económico de los países industrializados registró una moderada desaceleración en el segundo semestre de 1988 en relación a la fuerte expansión alcanzada en el primer semestre; desaceleración debida, principalmente, al endurecimiento de las políticas monetarias que tuvo lugar desde mediados de año como respuesta a las tensiones inflacionistas detectadas en aquellas fechas. Pese a ello, la tasa de crecimiento global de los países del área de la OCDE se situó, en términos anuales, en torno al 3,7 % durante el segundo semestre.

Como resultado —en parte— de la corrección monetaria mencionada, los temores de una aceleración significativa de la inflación no se confirmaron en el segundo semestre, aun cuando las tasas anuales de inflación experimentaron ligeras alzas en distintos países respecto a los niveles registrados en el semestre precedente. Al mismo tiempo, el proceso de corrección de los desequilibrios exteriores entre las principales economías pareció mostrar una cierta desaceleración en la segunda mitad del año, probablemente como consecuencia de la tendencia a la apreciación del dólar manifestada en los meses precedentes.

Por último, pese a la relativa estabilidad de los mercados de divisas, durante el segundo semestre de 1988 subsistieron incertidumbres ligadas a la evolución del dólar y del marco, y a la aparición de tensiones derivadas de la debilidad del franco en el Sistema Monetario Europeo; factores que provocaron la última subida generalizada de tipos de interés europeos en el mes de diciembre, que endureció adicionalmente el tono de las políticas monetarias del pasado año.

Pasando ya a comentar las perspectivas económicas para 1989, se prevé por la OCDE que el crecimiento de los países industriales podría estar en torno a una tasa del 3,3 % (ver cuadro 11). Esta ligera reducción respecto a la expansión registrada en 1988 se sitúa dentro de una tendencia que —de acuerdo a dichas previsiones— se prolongaría a lo largo de 1989 y 1990, perfilando así la fase descendente del ciclo de crecimiento de los países industriales, iniciado a finales de 1982, el más dilatado de las últimas décadas.

**11. Principales datos macroeconómicos.
Previsiones a corto plazo**

	1988	1989	1990
PRODUCCION: PNB/PIB REAL (a)			
OCDE	4,0	3,3	2,8
Estados Unidos	3,8	3,0	2,5
Japón	5,8	4,5	3,8
CEE	3,8	3,0	2,5
Alemania	3,8	2,5	2,8
Francia	3,5	3,0	2,5
Italia	3,8	3,5	2,8
Reino Unido	4,3	3,0	2,0
PRECIOS: DEFLACTOR DEL PNB/PIB (a)			
OCDE	3,5	4,0	4,0
Estados Unidos	3,3	4,5	4,8
Japón	0,3	1,0	1,5
CEE	3,8	3,8	3,5
Alemania	1,8	2,0	1,8
Francia	2,8	2,8	2,3
Italia	4,8	4,0	4,0
Reino Unido	5,8	6,3	5,8
BALANZA POR CUENTA CORRIENTE: SALDO (b)			
OCDE	-61,0	-50,0	-51,0
Estados Unidos	-132,0	-116,0	-108,0
Japón	79,0	77,0	72,0
CEE	14,0	13,0	11,0
Alemania	45,0	51,0	52,0
Francia	-6,0	-6,0	-5,0
Italia	-4,0	-6,0	-6,0
Reino Unido	-23,0	-26,0	-29,0

(a) Tasas de variación, en porcentaje.

(b) En miles de millones de dólares.

Fuentes: OCDE, *Economic Outlook*, diciembre de 1988.

Esta desaceleración de la expansión económica en la mayoría de los principales países industriales se debe —en buena medida— a la dificultad de compatibilizar el ritmo de crecimiento de los últimos años con una razonable estabilidad de precios. Así, el tono paulatinamente restrictivo mostrado por las políticas monetarias desde mediados de 1988, constituye un factor explicativo de la moderación del crecimiento de las economías industriales prevista para el año actual.

Este mesurado crecimiento no permitirá, en general, una reducción significativa de las elevadas tasas de paro existentes, que se estabilizarán en 1989 en torno al 7,5 %, en promedio, para el área de los países industrializados. En cambio, las tasas de inflación registrarán un ligero crecimiento en 1989, como consecuencia de la mayor utilización de la capacidad productiva, de las tensiones en los mercados de trabajo y del aumento de los precios de las materias primas industriales registrado en 1988.

La tasa de inflación anual, medida por el deflactor del PNB/PIB, se situará en 1989 en torno al 4 % para el conjunto de los países de la OCDE, según las previsiones de dicha organización; dándose los incrementos más significativos en los Estados Unidos, Japón y Reino Unido. Pese a la inercia de los factores inflacionistas antes señalados, el elemento crucial para mantener la evolución de precios en el margen de dicha previsión es la desaceleración prevista de las demandas internas en los principales países para 1989. A este respecto, la continuidad del tono restrictivo de las políticas monetarias y la reducción prevista de los déficit públicos constituyen elementos significativos del entorno general de contención de la inflación para el año entrante.

En cuanto a los desequilibrios internacionales de balanzas de pagos entre los principales países, cabe contemplar una reducción del déficit de la balanza comercial de Estados Unidos, desde 121 mil millones de dólares en 1988 hasta 102 mil millones de dólares en 1989; reducción que en términos porcentuales será inferior a la del año anterior, como resultado, básicamente, de la relativa estabilización del dólar prevista para el año 1989. Esta última previsión se basa —en buena medida— en el comportamiento reciente de la moneda norteamericana, que parece haber encontrado una posición de mayor firmeza, en el segundo semestre de 1988, respecto a las restantes divisas; y que recientemente se ha visto respaldada por las declaraciones efectuadas por los representantes de la nueva Administración estadounidense. Bajo estos supuestos, también la reducción del déficit por cuenta corriente de dicho país, prevista para 1989, será ligeramente inferior a la registrada en 1988 (véase cuadro 11). Dicha evolución se correspondería, a su vez, con una escasa disminución del superávit por cuenta corriente japonés y, asimismo, con un ligero incremento del correspondiente de Alemania. Cabe señalar en este sentido, además, que si bien el proceso de corrección del desequilibrio externo de Estados Unidos puede verse favorecido en 1989 por la desaceleración de la demanda interna, la moderación simultánea de las correspondientes a Japón y Alemania podría acentuar la resistencia al descenso de los superávits externos de ambos países. Todo lo anterior parece configurar, en definitiva, un ritmo más pausado del proceso de ajuste internacional para el año en curso.

Los problemas señalados anteriormente en los ámbitos de la inflación, de la evolución de los desequilibrios externos y de los tipos de cambio, configuran una situación que —al menos a corto plazo— presenta el riesgo de hacer recaer el mayor peso de la actuación de las autoridades económicas sobre las políticas monetarias, especialmente en aquellos

países en los que –como sucede en Estados Unidos y Alemania– los ajustes en las políticas fiscales respectivas han sido más reducidos en la práctica. Junto a la conveniencia de un cambio significativo y específico en este último terreno, debe resaltarse que el contexto económico mundial exige una intensificación y mejora global de la coordinación de las políticas económicas de los principales países para avanzar de forma más decidida en el proceso de ajuste de los desequilibrios internacionales.

18-I-1989.

Tipos de interés exteriores y política monetaria en España

Este artículo, que ha sido elaborado por Santiago Fernández de Lis y Javier Aríztegui, del Servicio de Estudios, es una versión revisada del trabajo que se presentó en la Reunión de Economistas de Bancos Centrales en Basilea, los días 16 y 17 de noviembre de 1988.

1. RESUMEN Y CONCLUSIONES

En este trabajo se abordan las relaciones entre la creciente internacionalización de los flujos de capitales y la política monetaria, tanto en su instrumentación como en su mecanismo de transmisión. Más concretamente, se pretende aportar algunas ideas tentativas sobre el efecto de los tipos de interés exteriores en los tipos internos y en su estructura temporal, bajo determinados regímenes de política cambiaria y de control de la liquidez de base del sistema bancario.

En los últimos años, se detecta en algunos países una aparente pérdida de eficacia de la política monetaria, debido a que parece haberse debilitado la relación entre los tipos de interés a corto plazo –controlables por las autoridades– y a largo plazo –más relacionados con las decisiones de gasto de la economía–, a medida que ha ido aumentando la influencia sobre estos últimos de los movimientos en los tipos de interés negociados en los mercados de capitales exteriores.

En el caso de España, las peculiaridades de un sistema financiero en el que los mercados de títulos a largo plazo están escasamente desarrollados y se encuentran relativamente aislados del exterior hacen que los flujos de capitales con el resto del mundo se concentren en los mercados a corto plazo.

Estas cuestiones se abordan en el punto 2, donde además se describe brevemente la situación actual del control de cambios. En el punto 3 se analizan las operaciones financieras más utilizadas para el arbitraje de tipos de interés. En el punto 4 se avanzan algunas hipótesis sobre las consecuencias de esta situación en la instrumentación de la política monetaria, en la estructura temporal de los tipos de interés y en el proceso de transmisión de las actuaciones de las autoridades a los objetivos últimos.

A modo de conclusiones, pueden apuntarse las siguientes:

1) El anquilosamiento de los mercados financieros españoles a largo plazo entorpece la influencia directa de los tipos exteriores a largo plazo sobre sus semejantes interiores. La principal interrelación con

los tipos de interés negociados en los mercados internacionales se establece a través del influjo del diferencial de tipos de interés a corto plazo sobre el tipo de cambio de la peseta y, por medio de éste, sobre la gestión del control monetario y las condiciones de coste y disponibilidad de fondos vigentes en los mercados financieros internos.

2) Los intentos de alcanzar objetivos difícilmente compatibles en las vertientes interior y exterior de la política monetaria han dado lugar en los tres últimos años a problemas de instrumentación de ambas, que han obligado al Banco de España a frecuentes y cuantiosas intervenciones en los mercados cambiarios y monetarios. Asimismo, en ocasiones, han llevado a las autoridades a reforzar temporalmente los controles de cambios, contrariamente a la tendencia liberalizadora emprendida desde hace años. La concentración de los flujos financieros con el exterior en los mercados a corto plazo y su canalización a través del sistema bancario agudizan tales problemas de instrumentación.

3) El establecimiento de objetivos monetarios y cambiarios, no necesariamente compatibles, tiene consecuencias sobre la política monetaria que van más allá de los problemas meramente instrumentales, ya que afectan a su propio mecanismo de transmisión:

- En primer lugar, porque la percepción de una referencia de tipo de cambio en la función de reacción de las autoridades monetarias incide sobre las expectativas de tipos de interés futuros y, por tanto, en los tipos a largo plazo.
- En segundo lugar, porque este esquema complejo de objetivos mixtos puede afectar a la estabilidad de la curva de rendimientos, al aumentar la incertidumbre en la determinación de los tipos de interés a largo plazo y acentuar, probablemente, su volatilidad.
- Por último, en la medida en que parece haber aumentado la sensibilidad de las expectativas de inflación al propio tipo de cambio, los intentos de proteger a éste del efecto del nivel relativo de tipos de interés pueden restar eficacia a las actuaciones de las autoridades.

4) El proceso de creciente apertura del sistema financiero a los mercados internacionales y de desmantelamiento del control de cambios tiene efectos beneficiosos para la transmisión de la política monetaria, al aumentar la eficiencia del sistema bancario –dificultando que los impulsos derivados de la actuación de las autoridades sean absorbidos tempo-

ralmente por variaciones en el margen de intermediación– y estimular el desarrollo de mercados financieros interiores a largo plazo más ágiles, más amplios y más eficientes.

2. LOS MERCADOS INTERIORES A LARGO PLAZO Y SU RELACION CON LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

La escasa permeabilidad frente al exterior de los mercados españoles a largo plazo es consecuencia tanto de la reducida dimensión de éstos, como de la pequeña participación de los no residentes en los mercados nacionales, y de los residentes en los mercados extranjeros. Ambos fenómenos están relacionados con diversas características estructurales e institucionales del sistema financiero español, así como con una serie de limitaciones legales derivadas del control de cambios.

La reducida dimensión de los mercados internos que proporcionan financiación a largo plazo, fuera de los canales intermediados por el sistema bancario, queda de manifiesto con algunas cifras:

- Tal como puede observarse en el cuadro 1 (cuyos datos se refieren a 1987), los títulos de renta fija negociables emitidos en el interior representaban, en dicho año, tan sólo un 6 % del «stock» de pasivos financieros del sector de empresas no financieras y familias, y un 21 % en el caso de las Administraciones Públicas. Si se añade la deuda emitida en el exterior y materializada en títulos (1), la participación de los títulos negociables de renta fija en el saldo vivo de pasivos financieros pasa a ser del 7 y 22 %, respectivamente. En el caso de las Administraciones Públicas, hay que señalar que la relativa importancia de la deuda negociable a medio y largo plazo es un fenómeno muy reciente: en 1985, sólo el 11 % de los pasivos financieros de las AA.PP. estaba materializado en esta clase de títulos (2).
- El análisis de la estructura del saldo vivo de deuda a medio y largo plazo por plazos de vencimiento arroja alguna evidencia adicional res-

(1) Incluida entre los «créditos» en la clasificación por instrumentos de las cuentas financieras de la economía española.

(2) En el caso del sector de instituciones financieras, la participación de los títulos de renta fija en su estructura de pasivos financieros es prácticamente despreciable. Los bonos, emitidos generalmente a plazos de entre 3 y 5 años, se incluyen entre los títulos del mercado monetario, debido a su liquidez inmediata en las ventanillas bancarias.

1. «Stock» de activos y pasivos financieros de los sectores residentes frente al exterior 1987

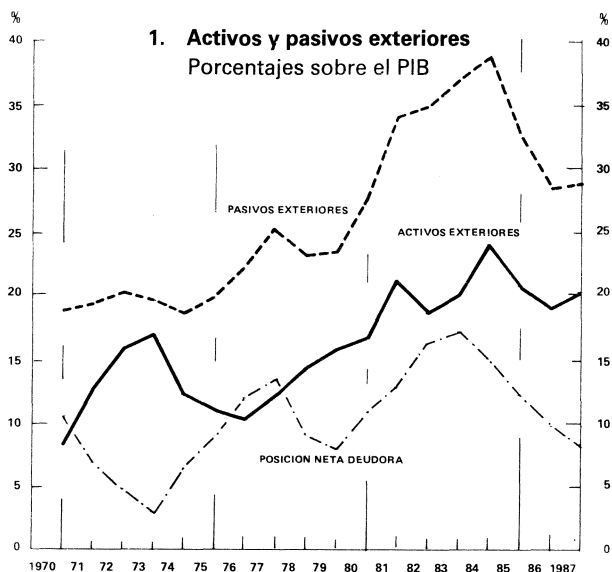
m.m.

	Instituciones financieras			Administraciones públicas			Empresas no financieras y familias			Total	
	Total	Frente al exterior	%	Total	Frente al exterior	%	Total	Frente al exterior	%	Total sectores residentes frente al exterior	Estructura porcentual
	(1)	(2)	(3=2/1 %)	(4)	(5)	(6=5/4 %)	(7)	(8)	(9=8/7 %)	(10)	(11)
Activos financieros	48.561	6.541	13,5	6.225	98	1,6	48.704	633	1,3	7.272	100,0
Oro DEG	880	880	100,0	16	16	100,0	—	—	—	896	12,3
Ef. y depósitos moneda extranjera	2.731	2.731	100,0	—	—	—	11	—	—	2.731	37,6
Ef. y depósitos en pesetas	—	—	—	996	—	—	8.365	—	—	—	...
Otros depósitos	2.093	1.782	85,1	420	—	—	22.428	—	—	1.782	24,5
Títulos mercado monetario	6.754	—	—	1	—	—	3.321	—	—	—	...
Títulos renta fija negociable	4.239	96	2,3	8	—	—	2.056	82	4,0	178	2,4
Títulos renta variable	927	131	14,1	730	82	11,2	6.936	410	5,9	623	8,6
Títulos renta fija no negociable	1.873	—	—	—	—	—	—	—	—	—	...
Créditos	25.534	921	3,6	3.352	—	—	169	141	83,4	1.061	14,6
Reservas técnicas seguros	—	—	—	—	—	—	1.601	—	—	—	...
Otros	3.530	—	—	703	—	—	3.817	—	—	—	...
Pasivos financieros	47.499	4.135	8,7	17.303	543	3,1	41.626	5.533	13,3	10.210	100,0
Oro DEG	46	46	100,0	—	—	—	—	—	—	46	0,5
Ef. y depósitos moneda extranjera	64	53	82,8	—	—	—	—	—	—	53	0,5
Ef. y depósitos en pesetas	9.479	282	3,0	164	—	—	—	—	—	282	2,8
Otros depósitos	26.113	3.283	12,6	17	—	—	310	—	—	3.283	32,3
Títulos mercado monetario	1.479	—	—	7.870	84	1,1	811	—	—	84	0,8
Títulos renta fija negociable	158	—	—	3.683	18	0,5	2.346	44	1,9	62	0,6
Títulos renta variable	2.436	300	12,3	—	—	—	8.028	2.194	27,3	—	24,4
Títulos renta fija no negociable	—	—	—	1.879	—	—	—	—	—	—	...
Créditos	2.785	171	6,1	3.217	441 (a)	13,7	25.932	3.328 (b)	12,8	3.940	38,6
Reservas técnicas seguros	1.593	—	—	8	—	—	—	—	—	—	...
Otros	3.347	—	—	471	—	—	4.199	-33	...	-33	-0,3

(a) Estimación: 164 m.m. materializado en títulos.

(b) Estimación: 457 m.m. materializado en títulos.

Fuente: Banco de España, Informe Anual 1987, Apéndice Estadístico.



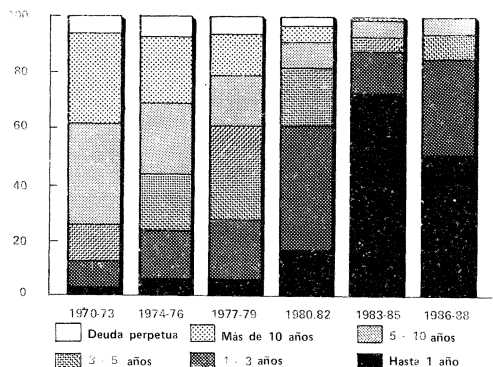
Fuente: Abad y González. «Activos y pasivos exteriores de España», Boletín Económico, Banco de España, octubre 1988.

pecto a la escasa magnitud de los mercados a largo plazo en sentido estricto. Considerando deuda a medio y largo plazo la emitida a más de 18 meses, en el caso de las Administraciones Públicas sólo un 23 % del total tenía un período de vencimiento superior a los 4 años a finales de 1987, porcentaje que se elevaba al 50 % en el caso de las empresas no financieras; para plazos superiores a los 10 años, las participaciones respectivas eran del 2 y 8 % (ver gráfico 2).

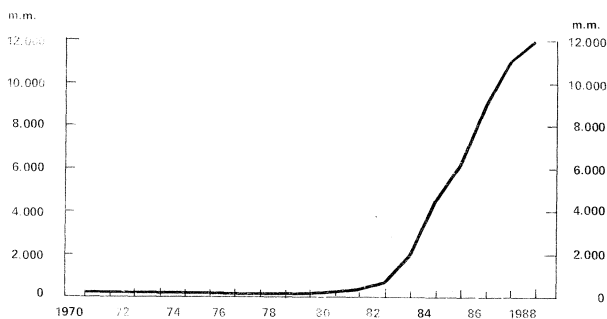
En definitiva, los mercados financieros a largo plazo son prácticamente inexistentes, mientras que, a medio plazo, tienen una dimensión muy reducida, aunque en los últimos años ha comenzado a desarrollarse un mercado de deuda pública de cierta magnitud. Las causas que explican esta situación son de índole fundamentalmente histórica, y tienen que ver con una estructura institucional en la que el raquitismo de los mercados financieros a largo ha estado íntimamente asociado a la paralela hegemonía de la financiación intermediada por el sistema

2. Estado: deuda negociable

Estructura porcentual del saldo vivo por plazo de vencimiento



Saldo vivo (a)



(a) Para 1988 datos al tercer trimestre.

bancario. La persistencia de ritmos de inflación elevados y variables ha dificultado, hasta fechas muy recientes, el establecimiento de expectativas de tipos de interés a largo plazo, limitando el desarrollo de los mercados de capitales.

Adicionalmente, las escasas colocaciones de títulos de renta fija emitidos por las empresas o por el Estado fueron absorbidas compulsivamente —mediante coeficientes obligatorios— por las entidades de crédito, e inmovilizadas en sus carteras, de modo que a la escasa dimensión del «stock» vivo de obligaciones vino a unirse un grado muy bajo de liquidez en el mercado secundario. El coeficiente de rotación (cociente entre contratación anual en el mercado secundario y saldo vivo) ha sido en los últimos años inferior al 1 % para los títulos de renta fija emitidos por las sociedades no financieras. En el caso de la deuda pública, aunque tradicionalmente ha sido superior —en torno al 10 % en el período 1970-1986—, sólo ha comenzado a alcanzar niveles significativos a partir de 1987, tras la creación del sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado (ver cuadro 2).

La propia estrechez de los mercados interiores de obligaciones explica la escasa participación en éstos de los no residentes, ya que, en condiciones de incertidumbre sobre la evolución futura del tipo de cambio —que, en el caso de la peseta, no ha comenzado a reducirse hasta los últimos años— la poca liquidez de estos mercados eleva enormemente la prima de riesgo requerida por los potenciales inversores extranjeros.

Por lo que se refiere a la inversión de residentes en los mercados exteriores a medio y largo plazo, su reducido volumen (ver cuadro 1) tiene su principal explicación en las restricciones legales derivadas del control de cambios. En efecto, en España estas barreras han tendido a limitar la adquisición de activos en el exterior por parte de los sectores residentes, mientras que sus posibilidades de captación de pasivos en los mercados internacionales han sido mucho mayores, como consecuencia de la tendencia al déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente. Esta asimetría es fuente de perturbaciones en la transmisión de los impulsos monetarios, en la medida en que el sistema bancario compite con el exterior en un segmento de su negocio de activo, pero apenas en su negocio de pasivo.

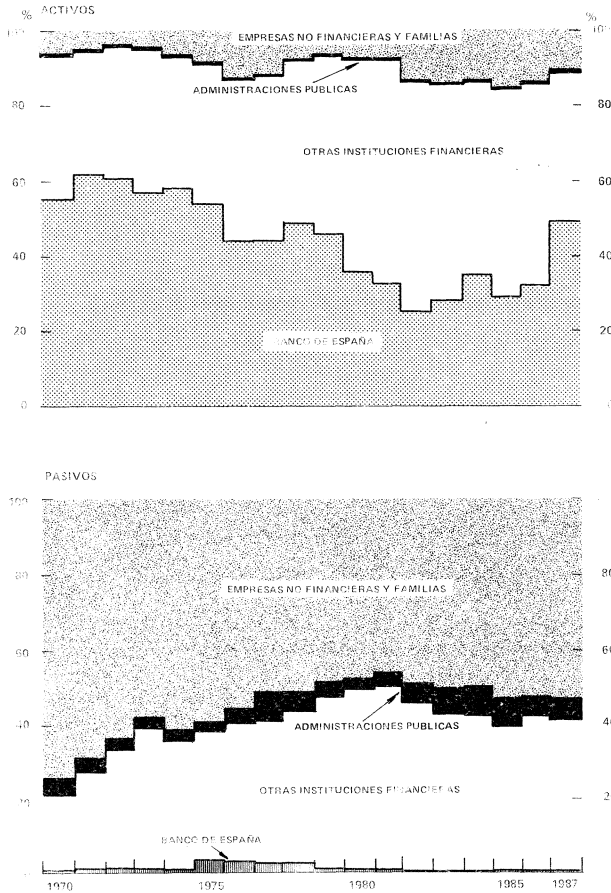
Otra importante consecuencia del control de cambios es la intermediación de la inmensa mayoría de los flujos de financiación con el resto del mundo por las instituciones financieras, como pone de manifiesto el propio concepto de «entidades delegadas», reflejo de la concepción subyacente de cesión del monopolio público en las transacciones en moneda extranjera. El resultado de este conjunto de factores institucionales es una estructura de activos y pasivos financieros frente al exterior claramente distorsionada, tal como señalan los gráficos 3 y 4. Los grandes deudores frente a los no residentes son las empresas y familias, que han contratado créditos en divisas, y el tenedor principal de activos financieros en divisas es el Banco de España, mientras el sistema bancario posee una estructura de activos y pasivos prácticamente equilibrada.

2. Coeficiente de rotación de los títulos de renta fija (a)

	1971-76	1977-84	1985-88
Empresas no financieras	0,3 %	0,2 %	0,7 %
Deuda negociable del Estado	9,1 %	6,1 %	39,3 % (b)

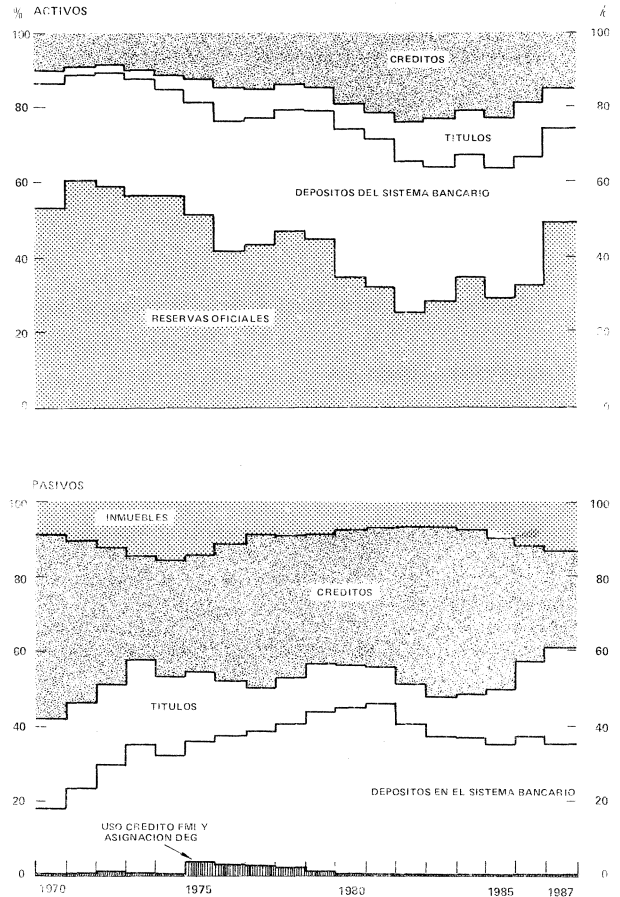
- (a) Cociente entre contratación anual en el mercado secundario y saldo vivo.
 (b) En 1987 y 1988 incluye, además de la contratación en Bolsa, la negociación mediante el sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado.

3. Activos y pasivos exteriores: clasificación por sectores institucionales



Fuente: Abad y González. «Activos y pasivos exteriores de España», Banco de España, *Boletín Económico*, octubre 1988.

4. Activos y pasivos exteriores: composición por instrumentos



Fuente: Abad y González. «Activos y pasivos exteriores de España», Banco de España, *Boletín Económico*, octubre 1988.

La mediación, por parte del sistema bancario, de la mayor parte de las transacciones financieras con el resto del mundo desplaza hacia los instrumentos más líquidos (y hacia los plazos más cortos) gran parte de los flujos financieros con el exterior. Es razonable suponer que, en otras circunstancias (mayor dimensión y liquidez de los mercados interiores de renta fija a medio y largo plazo, mayores facilidades para la inversión de residentes en los mercados de renta fija extranjeros ...), parte de las operaciones que toman la forma de activos o pasivos del sistema bancario se instrumentarían como flujos de financiación con mayor vocación de permanencia. La comparación de los tipos de interés de los mercados monetarios a corto plazo interiores y exteriores cobra, así, una especial relevancia como factor explicativo de buena parte de las entradas y salidas de capitales, produciéndose un paralelo aislamiento, en términos

comparativos, de los mercados a medio y largo plazo.

En los últimos años se observa una clara tendencia a la progresiva liberalización de los controles de cambios existentes, casi total en el caso del sistema bancario. Pese a ello, aún siguen vigentes ciertas limitaciones, que se recogen en el cuadro 3.

En definitiva, cabe concluir que el arbitraje de tipos de interés con el exterior —en un sentido amplio— discurre casi exclusivamente a través de los mercados monetarios o de los propios mercados de divisas. Además, las entidades financieras son los principales arbitrajistas entre los mercados nacionales y extranjeros, ya que son los únicos agentes con suficiente libertad de actuación. En consecuencia, los mercados interiores a largo plazo —más profusa-

3. Breve resumen de las principales restricciones de control de cambios vigentes

1. No residentes

- * No pueden ser remunerados los depósitos en pesetas convertibles por importe superior a los 10 millones de pesetas.
- * No pueden realizar operaciones de compraventa de títulos del Estado a plazo o mediante cesión temporal.
- * Sólo pueden comprar divisas a plazo contra pesetas convertibles, y el plazo no puede ser inferior a 7 días.
- * Los valores de sociedades extranjeras no están admitidos a cotización en las bolsas españolas.

2. Entidades delegadas

- * Su única limitación se refiere al riesgo en divisas, en función de los recursos propios, regulado por el coeficiente de garantía.

3. Residentes no bancarios

- * El período mínimo de inversión en el exterior es de 6 meses (a).
- * Existen determinados límites cuantitativos para las inversiones de cartera en el exterior en función del patrimonio (personas físicas) o los recursos propios (sociedades) (a).
- * No pueden mantener cuentas bancarias en moneda extranjera (excepto los exportadores, con ciertos límites).
- * Es necesaria autorización previa para la toma de préstamos del exterior a plazo inferior a 3 años e importe superior a 1.500 millones de pesetas.

(a) La orden ministerial de 19 de diciembre de 1988 –BOE, 22-XII-88– sobre inversiones en el exterior ha eliminado estas restricciones.

mente regulados, menos líquidos, relacionados con el resto del mundo de una forma asimétrica y para los que el riesgo de cambio ha sido, tradicionalmente, muy elevado— pueden encontrarse, con cierta frecuencia, desalineados respecto a las tendencias o niveles de los mercados internacionales.

3. LAS PRINCIPALES VIAS DE CONEXION

Conviene analizar brevemente los instrumentos usados para intercambiar flujos financieros con el exterior y realizar arbitrajes, con el fin de describir las transformaciones que ha registrado recientemente la balanza de capitales de España y evaluar su sensibilidad a los diferenciales de tipos de interés.

En el epígrafe anterior se ha hecho referencia a la existencia de una asimetría entre las posibilidades de captación de pasivos y colocación de activos en los mercados internacionales por parte de los residentes no bancarios. La progresiva liberalización de los controles de cambios ha corregido dicha asimetría. Sin embargo, en un contexto de amplios diferenciales de tipos de interés a favor de la inversión en pesetas, la liberalización parcial de las salidas de capitales ha tenido un efecto muy limitado en los tres últimos años (1). Por este motivo, la interrelación entre los

mercados financieros interiores y exteriores continúa llevándose a cabo, básicamente, a través de instrumentos que suponen una inversión –o desinversión– de los extranjeros en España, y en ellos va a concretarse la descripción.

Del conjunto de operaciones utilizadas por los no residentes para situar capitales en España, en las páginas siguientes se abordarán con mayor cuidado aquéllas más relacionadas con posibles arbitrajes de tipos de interés: inversiones en Bolsa, compraventa de títulos de renta fija del Estado, créditos financieros recibidos del exterior, depósitos en pesetas y, finalmente, operaciones en los mercados de divisas al contado y a plazo, no describiendo, por lo tanto, las inversiones directas en España y otras operaciones menos relevantes para el análisis de las relaciones entre los flujos de la balanza de pagos y los diferenciales de tipos de interés.

3.1. Inversiones en Bolsa

Las inversiones extranjeras en acciones (1) recogen transacciones de carácter relativamente per-

(1) Véase Alejano: «Las inversiones de España en el exterior». B.E. 1988.

(1) No se considera el mercado de obligaciones de empresas no financieras, debido a su escasa dimensión, comentada anteriormente.

manente –tomas de participación en sociedades españolas con fines de control– y otras operaciones más especulativas, asociadas al arbitraje de rendimientos entre los mercados de capitales internacionales, sin que sea fácil distinguir entre unas y otras. El fuerte aumento de las compras netas de acciones por no residentes que se observa en los últimos años (recogido en el gráfico 5), ciertamente, encuentra su origen en ambas motivaciones.

No obstante, parece razonable pensar que la fase alcista del ciclo de la bolsa española en dicho período (más intensa que la de las principales bolsas extranjeras, como lo fue la fase bajista precedente), en un contexto de relativa estabilidad del tipo de cambio, explica la mayor parte del fuerte crecimiento del saldo de títulos de renta variable en poder de extranjeros.

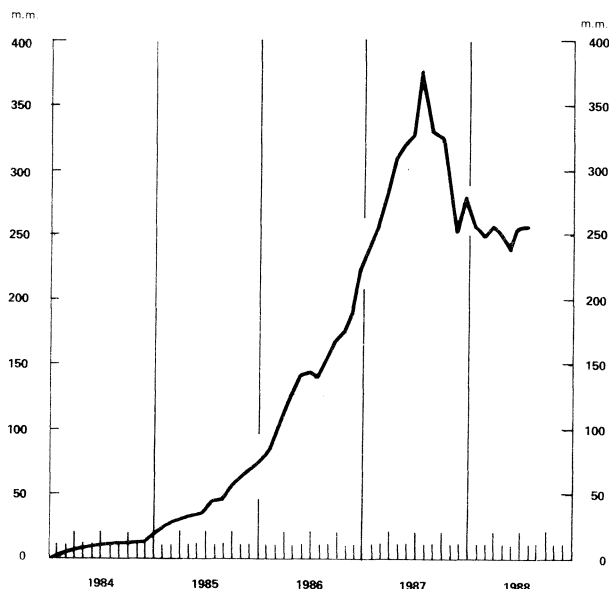
Del análisis del citado gráfico, en relación con la evolución de los tipos de interés, el tipo de cambio y los índices bursátiles en dicho período, cabe extraer algunas conclusiones:

- La escasa sensibilidad de las cotizaciones bursátiles al endurecimiento de la política monetaria en la primera mitad de 1987 podría explicarse por el efecto de las fuertes entradas de capital extranjero que apostaron por una apreciación de la peseta, ante el ascenso de los tipos de interés.
- Por el contrario, la crisis bursátil internacional de octubre del mismo año tuvo un efecto extraordinariamente rápido en la bolsa española, deprimiendo las cotizaciones y provocando salidas netas de capitales y una ligera depreciación del tipo de cambio de la peseta, debido a problemas generalizados de confianza en los mercados mundiales de valores y problemas específicos de liquidez de la bolsa española.
- En definitiva, la evolución reciente de las inversiones extranjeras en bolsa pone de manifiesto una ligazón con los mercados extranjeros muy superior a la generalmente esperada, así como la existencia de unas relaciones complejas entre tipos de interés, precio de los activos financieros y tipo de cambio, que se hacen más intensas a medida que aumenta la movilidad internacional de los capitales.

3.2. Inversión de no residentes en títulos del Estado

El nivel que alcanzaron los tipos de interés a corto plazo durante 1987, la prohibición de retribuir los depósitos en pesetas convertibles a partir de la prima-

5. Inversiones extranjeras en renta variable
(Variación acumulada)

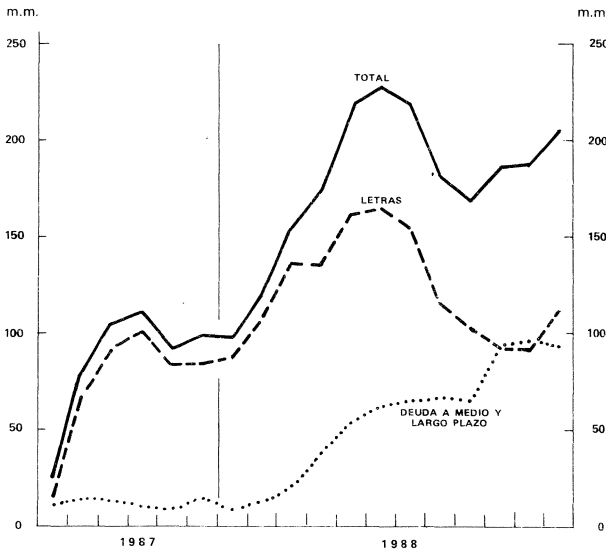


vera y la creación del sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado, en el verano de dicho año, supusieron un notable impulso a las inversiones extranjeras en esta clase de títulos, al reducirse el atractivo de colocaciones alternativas y potenciarse la liquidez de la deuda del Estado.

En poco más de un año, el saldo de deuda anotada en poder de no residentes ha aumentado en cerca de 200 m.m., que se reparten aproximadamente por igual entre letras y deuda a medio y largo plazo. Una observación superficial del gráfico 6 podría llevar a pensar que ha tenido lugar, a lo largo de 1988, un alargamiento de los plazos de las inversiones extranjeras en títulos del Estado, a medida que ha ido disminuyendo el volumen de letras y aumentando el de deuda a medio y largo plazo (1). Sin embargo, el trasvase de uno a otro instrumento parece estar asociado a una cierta indefinición en el tratamiento fiscal de las letras en poder de no residentes, mientras que, por otra parte, hay indicios de que las inversiones en deuda pueden caracterizarse como colocaciones a corto plazo. Aunque, en teoría, la prohibición de operaciones de cesión temporal a no residentes limita las posibilidades de utilización de este instrumento para inversiones a corto plazo, en la práctica resulta bastante difícil evitar que se realicen operaciones con pactos de recompra más o menos tácitos, cuya remuneración está estrechamente asociada a la de las transacciones interbancarias.

(1) Su vida media era ligeramente superior a dos años y medio, en el mes de septiembre de 1988.

6. Saldos de letras y deuda en poder de no residentes (Anotaciones en cuenta)



Como consecuencia de la creciente importancia de estos canales de inversión en pesetas, los tipos de interés a la emisión de letras y bonos del Tesoro y su relación con los tipos de intervención del Banco de España han pasado a desempeñar un importante papel como determinantes de las entradas de capital extranjero.

3.3. Créditos financieros recibidos del exterior

La evolución de los créditos recibidos del exterior ha respondido, a lo largo del tiempo, a un conjunto de razones de diversa índole. Ha estado relacionada con la insuficiencia de los mercados internos de crédito bancario a largo plazo, con el raquitismo de los mercados de obligaciones, o con situaciones de racionamiento en los mercados de fondos prestables interiores, por no entrar en el terreno de la financiación asociada a operaciones de inversión extranjera, o la adquisición de bienes de equipo en sectores estratégicos. No obstante, interesa destacar un desarrollo reciente vinculado a la liberalización de los flujos financieros con el exterior. En abril de 1987, las autoridades liberalizaron la toma de préstamos en el exterior inferiores a 1.500 millones de pesetas con vencimiento superior a 1 año. En octubre de dicho año permitieron la cobertura de riesgos de cambio de estas operaciones en los mercados a plazo. Tal como puede observarse en el gráfico 7, esta apertura, al coincidir con una situación excepcional de diferenciales de tipos de interés y de mayores restricciones en otras vías de arbitraje, facilitó la contrata-

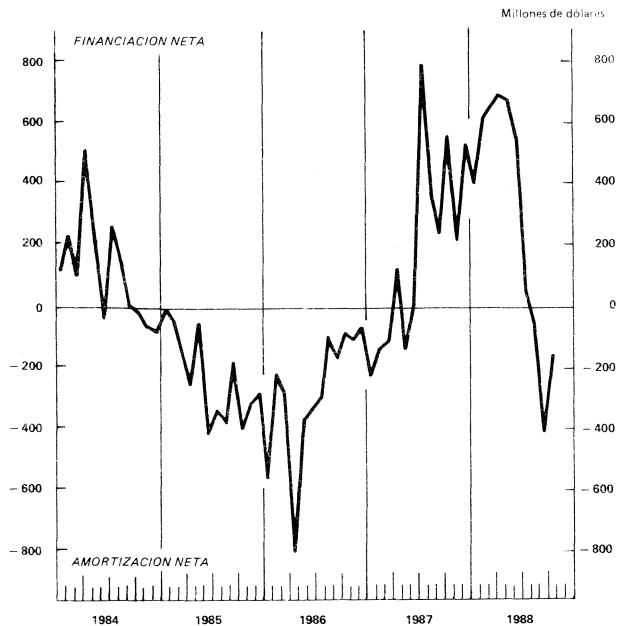
ción de un volumen considerable de endeudamiento exterior.

En junio de 1988, las autoridades ampliaron a 3 años el plazo mínimo de vencimiento para las operaciones liberalizadas. Esta ampliación supuso un cambio radical en los flujos de financiación, que pone en evidencia cómo estaba utilizándose esta vía en operaciones de arbitraje a corto plazo, básicamente intervenidas por el sistema bancario. La observación de las operaciones de crédito exterior intermediadas por el sistema bancario avala esta misma línea de argumentación, que trata de resaltar la alta sensibilidad del endeudamiento exterior a los diferenciales a corto plazo de coste y rendimiento.

3.4. Cuentas en pesetas convertibles

Son depósitos de no residentes, realizados en pesetas en entidades bancarias españolas, y convertibles a moneda extranjera sin restricciones. Se generan como resultado de diversas clases de operaciones de significado muy diferente, de modo que una parte de sus saldos tienen un carácter permanente, mientras otros son a muy corto plazo; algunos tienen una remuneración relativamente baja, mientras otros están estrechamente relacionados con los tipos de interés del mercado monetario.

7. Créditos financieros recibidos del exterior (Variación neta mensual)



Durante 1987, el Banco de España adoptó una serie de medidas que pretendían frenar las intensas entradas de capital que estaban registrándose por diversas vías, entre ellas los depósitos en pesetas convertibles. Se estableció la computabilidad en la base del coeficiente de caja de los saldos en pesetas convertibles y, posteriormente, se prohibió el pago de intereses sobre depósitos superiores a los 10 millones de pesetas. Desde entonces, el saldo mantenido en pesetas convertibles (ver gráfico 8) ha experimentado una mayor variabilidad, aunque su ritmo de crecimiento se ha moderado notablemente, lo que parece indicar una mayor importancia de los saldos transitorios ligados a diversas operaciones de balanza de pagos y no necesariamente relacionados con el arbitraje de tipos de interés a corto plazo.

3.5. «Swaps» en los mercados de divisas

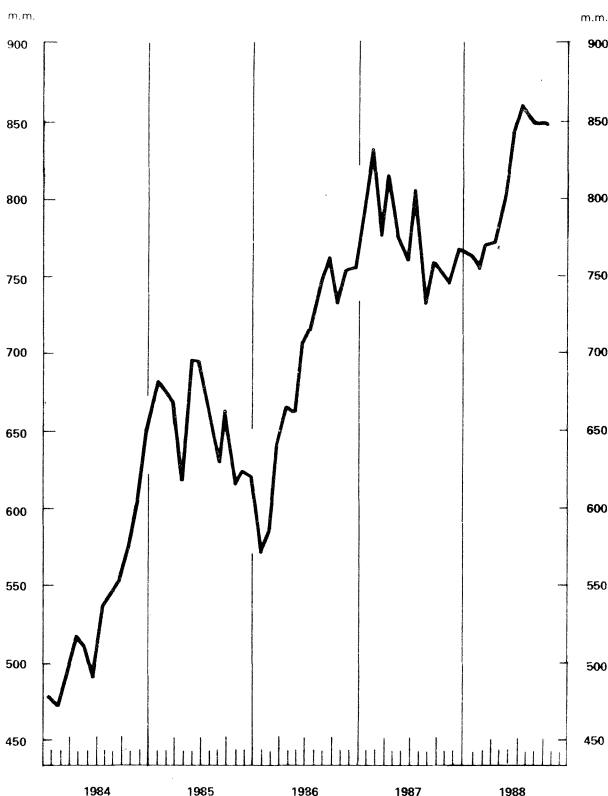
Las medidas establecidas durante el año 1987, ante la masiva entrada de capitales extranjeros —en parte detalladas en los apartados anteriores—, han conducido a la utilización de diversas vías para evitar dichas restricciones. Una de las más frecuentes ha

sido el uso de los propios mercados de divisas, aprovechando el descuento de la peseta en el plazo.

Un no residente atraído por los tipos de interés españoles, pero limitado en sus posibilidades de acceder a determinados instrumentos de inversión a corto plazo —pesetas convertibles, cesiones temporales de títulos del Estado...—, puede aprovechar el descuento a plazo de la peseta, derivado del diferencial de tipos de interés, para obtener una remuneración semejante a la del mercado monetario español (1). Esta clase de operaciones se realiza, generalmente, a plazos muy cortos (en torno a 1 semana) y tiene la particularidad de no materializarse en ningún instrumento financiero en pesetas. El sistema bancario otorga contrapartida a estas operaciones, deteriorando su posición de divisas en el contado e incrementando sus compras de moneda extranjera a plazo (véase gráfico 9). Tal como puede observarse en dicho gráfico, a lo largo de los dos últimos años, el trazado de dichas posiciones ha mostrado una elevada correspondencia con la evolución de los diferenciales de tipos de interés a corto plazo.

* * *

8. Saldos de pesetas convertibles



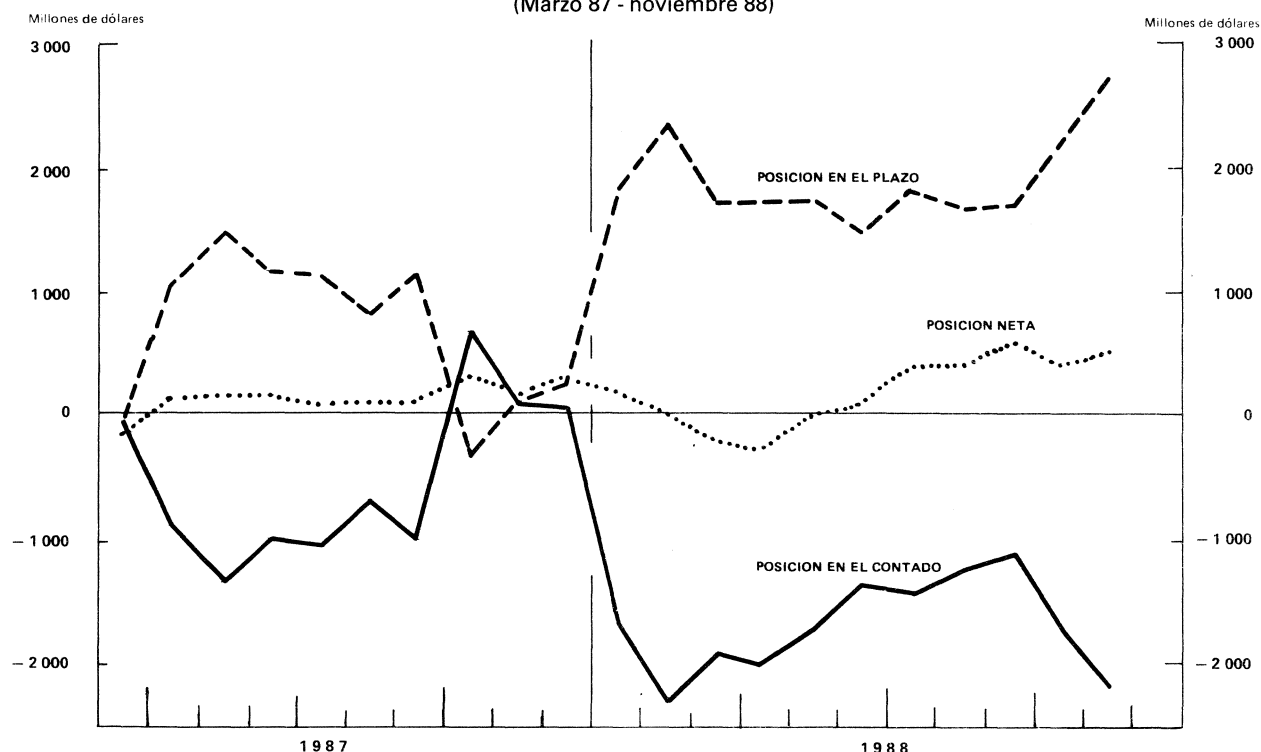
Una vez descritos los principales canales de arbitraje, y antes de abordar los problemas concretos de instrumentación de la política monetaria que de ellos se derivan, parece conveniente evaluar la sensibilidad a los tipos de interés de los distintos instrumentos, conjuntamente, analizando el período 1985-1988. El gráfico 10, que recoge la evolución de las principales partidas de la balanza de pagos, junto con los diferenciales de tipos de interés y el tipo de cambio de la peseta, ilustra cómo la apertura de los diferenciales de tipos de interés frente al exterior, provocada por subidas de los tipos de interés internos, tiende a manifestarse en cuantiosas entradas netas de capitales, especialmente si las autoridades tratan de atenuar la incidencia de dichas elevaciones sobre el tipo de cambio.

De la observación del gráfico señalado pueden extraerse las siguientes conclusiones:

1) La evolución de la denominada «balanza básica» refleja un ciclo de excedentes corrientes de la economía española, asociado a la ganancia de renta real derivada del descenso del precio de la energía.

(1) Suponiendo que el no residente disponga de pesetas compradas al contado, puede realizar un «swap» —venta de dichas pesetas al contado y compra a plazo— y colocar los recursos en la divisa original, al tipo de interés correspondiente. Si el tipo de cambio de la peseta se mantiene durante el período, obtendrá la rentabilidad del mercado monetario español.

9. Posición en divisas del sistema bancario (Marzo 87 - noviembre 88)



Asimismo, recoge un aumento de las entradas de capital más permanentes, que encuentra su explicación en el ingreso en la CEE y en una mejora de la calidad relativa de España como prestatario internacional, como consecuencia, tanto del restablecimiento de los principales equilibrios macroeconómicos, como del intenso deterioro de la calidad de la financiación otorgada a los países en vías de desarrollo.

2) Este proceso de acumulación de un excedente financiero frente al exterior, que es especialmente cuantioso en 1985 y 1986, y que comenzó a debilitarse a lo largo de 1987, generó un movimiento de amortización anticipada de créditos recibidos del resto del mundo que redujo la posición deudora neta de la nación, en un contexto de estabilidad real de la peseta y de escasas variaciones del volumen de reservas.

3) Por el contrario, a partir de 1987, aunque comenzó a disminuir el excedente generado por la balanza «básica», la brusca ampliación del diferencial de tipos de interés provocó fuertes entradas de capital por las vías descritas anteriormente, que, en un contexto de resistencia a aceptar en su totalidad la apreciación del tipo de cambio de la peseta, terminaron traduciéndose en una intensa acumulación de

reservas por parte del Banco de España (del orden de 23.000 millones de dólares en los dos últimos años representados). El superávit acumulado en este período por la balanza «básica» explica únicamente una quinta parte de la adquisición neta de reservas exteriores. El resto tiene su origen, por lo tanto, en la respuesta de los distintos agentes a los cambios en los rendimientos relativos esperados de las colocaciones en activos denominados en pesetas

4) Cabe concluir, por tanto, que determinadas partidas de la balanza de capitales se han mostrado muy sensibles a las variaciones en el diferencial de tipos de interés y al valor esperado del tipo de cambio en los últimos años. De hecho, tal como se ha señalado en la descripción pormenorizada de los diversos instrumentos, las autoridades se vieron obligadas a atenuar dicha capacidad de respuesta, limitando el grado de apertura de los flujos financieros con el exterior, de modo que no interfiriera de manera determinante en las políticas monetaria y cambiaria que deseaban llevar a cabo.

Este desarrollo reciente tiene importantes implicaciones para la instrumentación del control monetario y para los canales de transmisión de los impulsos impartidos por las autoridades financieras, que se abordan a continuación.

4. CONSECUENCIAS PARA LA POLITICA MONETARIA

4.1. Instrumentación

La política monetaria española se propone alcanzar determinados objetivos finales, definidos en términos de crecimiento del gasto nominal, mediante el control de una variable (objetivo intermedio) que representa un agregado monetario amplio (activos líquidos en manos del público), cuya evolución es controlada indirectamente por el banco emisor a través de su oferta de activos de caja (reservas bancarias). Las autoridades pueden graduar el volumen de activos de caja por medio de operaciones de inyección o drenaje de la liquidez de base del sistema bancario.

Por otra parte, el Banco de España persigue —implícita o explícitamente— determinadas referencias o compromisos de tipo de cambio. Estos se establecen porque se desea estabilizar su variabilidad a corto plazo, o porque se pretende salvaguardar la competitividad exterior, o —en momentos de perturbaciones en la demanda del agregado monetario— como una referencia de la propia gestión monetaria, o, por último, como alguna combinación de todos estos criterios.

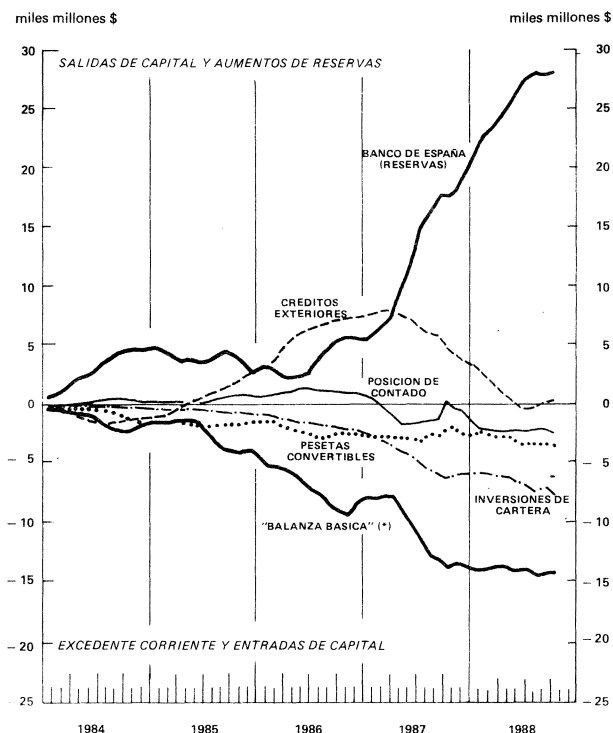
Observando la experiencia reciente, cabe establecer diversas combinaciones de política monetaria y cambiaria, en cada una de las cuales los eventuales desequilibrios se expresarán de forma diferente y, en particular, afectarán de modo diverso al control de la liquidez de base del sistema bancario. Pueden considerarse tres combinaciones hipotéticas:

1) El banco central concede prioridad a los objetivos e indicadores internos —sean agregados monetarios, tipos de interés u objetivos finales—, dejando fluctuar libremente el tipo de cambio. En este caso, los desequilibrios con el exterior se manifestarán en la estructura de la balanza básica y en los flujos de capital a corto plazo, sin que, en principio, se vea afectado el control de los activos de caja.

2) El objetivo monetario se establece en términos del tipo de cambio nominal de la peseta frente a una moneda —o grupo de monedas—, subordinando a su consecución el nivel de los tipos de interés y el ritmo de crecimiento de los agregados. Esta opción, en su planteamiento más extremo, tampoco genera especiales dificultades de instrumentación.

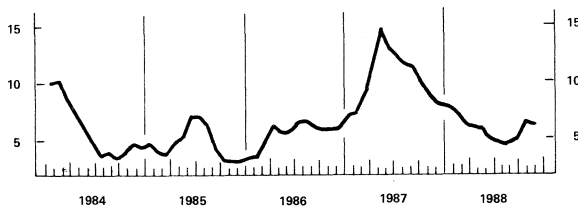
3) El banco emisor pretende fijar de forma autónoma el nivel de los tipos de interés por motivos de

10. Balanza de pagos: desglose de algunas partidas seleccionadas (Flujos acumulados de todo el período)

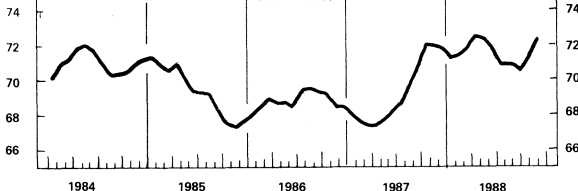


(a) Comprende: saldo por cuenta corriente, créditos exteriores no financieros, capital público, capital a corto plazo, capital a largo plazo de España al exterior e inversiones exteriores privadas a largo plazo.

DIFERENCIAL DESCUBIERTO DE LA PESETA FRENTE A PAISES DESARROLLADOS (Tipos de interés a 3 meses)



TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL FRENTE A PAISES DESARROLLADOS (1980 = 100)



política monetaria interna, persiguiendo, al mismo tiempo —aunque no se establezcan de forma expresa—, determinadas referencias de tipo de cambio, relacionadas con algún criterio de competitividad frente al exterior. En este supuesto, cabe prever que

las intervenciones del Banco de España en los mercados de divisas, necesarias para hacer compatibles ambos objetivos, serán bastante intensas, como lo serán también los problemas de control monetario. En particular, a corto plazo se plantea el dilema de esterilizar, o no, las compraventas de divisas. A largo plazo, sin embargo, este escenario resulta inviable si existe algún límite razonable al volumen de reservas que ha de mantener la nación, en cuyo caso uno de los objetivos debe ser subordinado al otro.

La política monetaria practicada en los cuatro últimos años puede asemejarse a la combinación descrita en el punto 3) de este apartado. Los shocks reales experimentados por la economía española a partir de 1985 y las perturbaciones de la demanda de dinero —a causa de la innovación financiera— han llevado a las autoridades a realizar una política crecientemente compleja que, además de controlar los agregados monetarios, ha observado los objetivos finales —precios y crecimiento real—, y ha tratado de alcanzarlos procurando evitar una variabilidad excesiva del tipo de cambio y de los tipos de interés negociados en los mercados interbancarios. La cotización resultante de la peseta ha reflejado, por lo tanto, un compromiso entre las consecuencias cambiarias que se derivaban del control monetario interno y los deseos de las autoridades de que no se modificase excesivamente la competitividad exterior.

Los resultados de esta combinación de objetivos han sido una permanente presencia del banco emisor en los mercados cambiarios y una fuerte acumulación de reservas de divisas, fruto de una política monetaria excesivamente restrictiva para el nivel deseado de cotización de la peseta, o —dicho en otras palabras— de una resistencia a aceptar el grado de apreciación exigido por el mercado, a tenor del nivel relativo de los tipos de interés interiores y exteriores. Asimismo, la instrumentación del control monetario ha sido especialmente cuidadosa con las variaciones de los tipos de interés a corto plazo, habida cuenta de su influencia sobre la evolución de los mercados cambiarios.

En el contexto descrito, ¿qué importancia y qué efectos tienen los mecanismos de arbitraje de tipos de interés a corto y largo plazo frente al exterior?

En primer lugar, hay que señalar que, dada la práctica inexistencia de mercados financieros a largo plazo, existe una clara tendencia a que los desequilibrios de todo tipo —frente al resto del mundo, en la financiación del déficit público, etc.— se concentren en los mercados a corto plazo e involucren, por tanto, al Banco de España y al ritmo de crecimiento

de los activos de caja. En efecto, la enorme liquidez del saldo vivo de deuda pública, cuya vida media al cierre del tercer trimestre de 1988 estaba situada en valores inferiores al año y medio, ha volcado sobre los mercados monetarios los problemas de cobertura del déficit público. El diseño del control de cambios y la configuración de los mercados a largo plazo en España ha centrado sobre los mercados bancarios a corto plazo la carga de la mediación de los flujos financieros frente al exterior y ha hecho descansar, asimismo, sobre el banco emisor la tenencia de activos financieros frente al resto del mundo, en una etapa de grandes excedentes de la balanza básica. Y, por último, la estructura de financiación de los sectores productivos ha proyectado sobre los mercados a más corto plazo la parte más importante del crédito interno. Esta concentración de la mayor parte de los saldos vivos de crédito en los mercados interbancarios ha tendido, probablemente, a incrementar la sensibilidad del tipo de cambio a las variaciones de los tipos de interés a corto plazo, restando autonomía y dificultando la gestión de la política monetaria (véase gráfico 10).

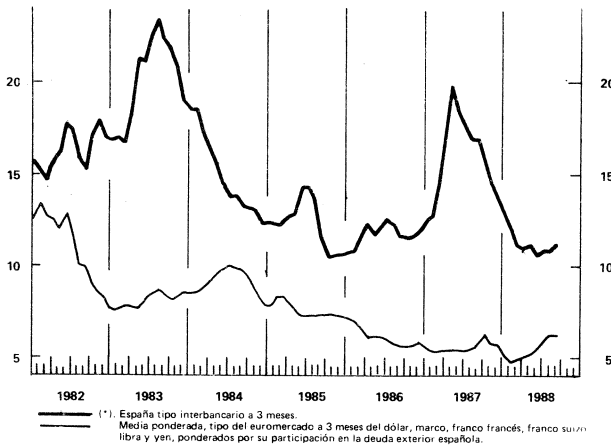
En última instancia, es evidente que las autoridades disponen de pocos instrumentos para hacer frente a aspiraciones diversas y, en ocasiones, difícilmente compatibles: mantenimiento del control de los agregados monetarios, minimización de la variabilidad de los tipos de interés, financiación adecuada —y a bajo coste— del déficit público, consecución o mantenimiento de determinados valores del tipo de cambio, equilibrio de la balanza básica, etc. Intentos de la política monetaria —en sentido amplio: interna y externa— de alcanzar simultáneamente todos estos fines serían desmesurados. Por ello, normalmente se ha limitado a alcanzar sus objetivos en términos de la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero.

Pero, en los cuatro últimos años, las autoridades han combinado, en ocasiones, objetivos monetarios y cambiarios difícilmente compatibles, y esta inconsistencia ha provocado tensiones en los mercados interbancarios y de divisas. Dichas tensiones han exigido una presencia activa y continua del Banco de España, tanto en los primeros, como en los segundos.

En el caso de los mercados de divisas, conviene precisar que la intensidad de las compraventas diarias del banco central se ha debido, en parte, hasta el mes de febrero de 1988, al mecanismo de intervención utilizado, en el que el banco emisor ofrecía contrapartida automática a los precios de intervención, constituyéndose en el principal creador de mercado. A partir de dicha fecha, tras la reforma del sistema

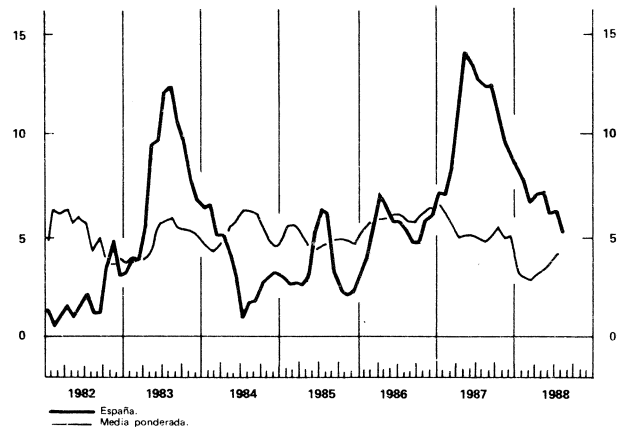
11. Tipos de interés a corto plazo (a)

(Tipo de España y media ponderada de otros países)



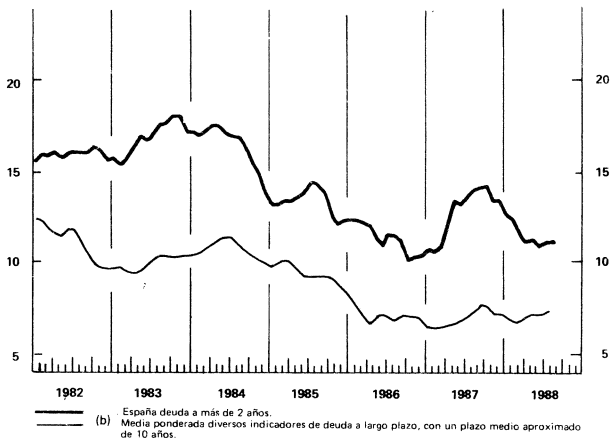
12. Tipos de interés reales a corto plazo (a)

(Tipo de España y media ponderada de otros países)



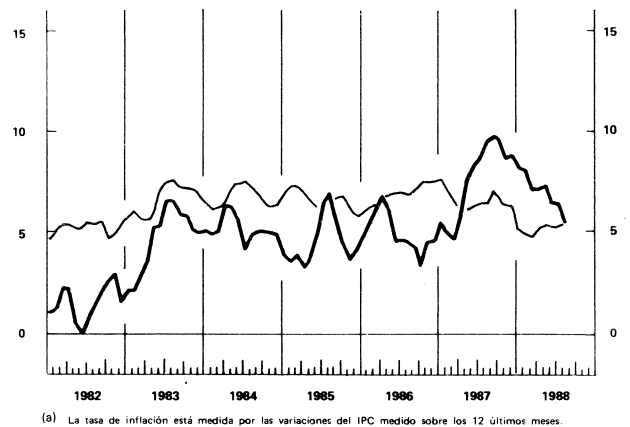
Tipos de interés a largo plazo (b)

(Tipo de España y media ponderada de otros países)



Tipos de interés reales a largo plazo (a)

(Tipo de España y media ponderada de otros países)



de intervención (1), el volumen de transacciones diarias ha disminuido, aunque las reservas de divisas han continuado aumentando, como consecuencia del desajuste entre el nivel relativo de los tipos de interés interiores y exteriores y las pretensiones de la política cambiaria.

En el caso de los mercados monetarios, una parte relevante de las transacciones del banco emisor son resultado de la necesidad de esterilizar, al menos parcialmente, las entradas netas de capitales exteriores. Pero no hay que olvidar que, en algunos pe-

riódos, los vaivenes en la cobertura de las necesidades de financiación del Estado mediante emisiones de títulos —que han terminado expresándose en una gran variabilidad del recurso del Tesoro al Banco de España— han sido la causa principal de las intensas operaciones de inyección o drenaje de liquidez llevadas a cabo por las autoridades.

Cabría concluir que la política practicada en los últimos años —cierto compromiso de estabilidad cambiaria y política monetaria guiada, en buena medida, por objetivos e indicadores internos—, aunque es útil para tratar de alcanzar objetivos varios (al menos a corto plazo), entraña mayores problemas de instrumentación y diseño que las combinaciones de políticas descritas en los puntos 1) y 2) de este apartado. Estas dificultades se ven agudizadas por la importancia de los mercados monetarios como determi-

(1) En la actualidad, el Banco de España interviene en el mercado al contado de forma discrecional, a través de los intermediarios que elige y cuando las paridades alcanzan determinados límites. En el mercado a plazo las autoridades no intervienen en absoluto.

nantes de los movimientos de capitales con el exterior y su canalización a través del sistema bancario.

Quedan, por último, por comentar algunas cuestiones sobre la estructura de tipos de interés y la transmisión de las señales impartidas por el banco central a través de los diferentes mercados financieros.

4.2. La estructura temporal de los tipos de interés y la transmisión de las señales de la política monetaria

El relativo aislamiento frente al exterior de los mercados financieros a largo plazo, en comparación con los mercados a corto, ofrece, aparentemente, más posibilidades de practicar una política monetaria autónoma, en la medida en que los tipos de interés más relacionados con las decisiones de gasto de la economía se encuentran más protegidos de influencias externas. El nivel de los tipos de interés a largo plazo dependería, básicamente, en estas circunstancias, de los tipos a corto fijados por el Banco de España, del déficit público y de la política de emisión del Tesoro, de las expectativas de inflación y de la situación general de la economía.

No obstante, en condiciones de cierto compromiso de estabilidad cambiaria, existe una vía indirecta que relaciona los tipos de interés a largo plazo con los tipos exteriores, a través de las expectativas respecto a la conducta de las autoridades monetarias en el futuro. En tanto en cuanto quepa interpretar los tipos de interés a largo plazo como una media de tipos a corto plazo esperados, una variación en el nivel de los tipos extranjeros, que las autoridades nacionales pretendan no trasladar al interior, puede provocar alteraciones de los tipos nacionales a largo plazo, si los agentes apuestan por la imposibilidad de mantener el nivel de los tipos a corto, mediante intervenciones en los mercados de divisas esterilizadas en los mercados monetarios.

Un alza generalizada de los tipos de interés internacionales, por ejemplo, que el público juzgue perdurable, pero que las autoridades no quieran trasladar a los mercados financieros internos, puede traducirse en un aumento de la pendiente positiva —o una suavización de la pendiente negativa— de la curva de rendimientos, si los agentes consideran que los tipos de interés interiores tendrán que acomodarse, tarde o temprano, a los nuevos niveles establecidos por los mercados internacionales.

Por tanto, en condiciones distintas de la libre fluctuación del tipo de cambio —situación ésta cada vez

más alejada de la realidad española—, el relativo aislamiento de los mercados financieros a largo plazo no garantiza una plena autonomía del control monetario interno, sino que éste ha de tener en cuenta, cada vez más, las condiciones vigentes en los mercados financieros exteriores.

La relativa complejidad de los objetivos simultáneos de la vertiente interior y exterior de la política monetaria que se observa en los cuatro últimos años se traduce, probablemente, en una mayor incertidumbre en la fijación de expectativas de tipos de interés, en comparación con las alternativas extremas que suponen una primacía, bien de los criterios de política monetaria interna, bien de la estabilidad del tipo de cambio nominal. Si el compromiso de estabilidad cambiaria no es absoluto, las expectativas de los agentes ante situaciones de desajuste, como las descritas, deberán incorporar la posibilidad de alteraciones futuras del tipo de cambio. En la medida que una relación conocida y estable entre los tipos de interés a corto y largo plazo constituya uno de los requisitos para una adecuada transmisión de la política monetaria, dicha incertidumbre —al aumentar la prima de riesgo sobre los tipos de interés a largo plazo y, probablemente, su volatilidad— entraña ciertos costes, que será necesario ponderar, evaluando, simultáneamente, los beneficios de una mayor discrecionalidad del control monetario.

En definitiva, de lo expuesto anteriormente se deduce que, aun en el caso de mercados a largo plazo relativamente impermeables a una influencia exterior directa, la existencia de algún objetivo de tipo de cambio puede crear distorsiones en la curva de rendimientos e interferencias en la transmisión de los impulsos monetarios desde los tipos a corto hacia los tipos a largo y los objetivos finales.

Pero, además, han aparecido en los últimos años ciertos indicios de alteraciones en el mecanismo de transmisión de la política monetaria que, en general, han aumentado la importancia del propio tipo de cambio en dicho proceso, en detrimento de la transmisión tradicional que se articula, principalmente, en torno al impacto de los tipos a corto sobre los tipos a largo y el influjo de éstos sobre la demanda de gasto final. Por una parte, la innovación financiera ha facilitado la cobertura de riesgos en la financiación a largo plazo, reduciendo la incidencia de variaciones en los tipos a largo sobre la actividad real. Por otra, la apertura general de la economía española al exterior ha tendido a potenciar el efecto directo, a corto plazo, del tipo de cambio sobre las expectativas de inflación.

En consecuencia, el tipo de cambio ha pasado a convertirse, cada vez más, en un objetivo específico

de la política monetaria. En estas circunstancias, el esquema mixto de una política monetaria dirigida a afectar a los tipos a largo plazo, vía tipos a corto, y una política cambiaria guiada por criterios de competitividad frente al resto del mundo puede resultar, en ocasiones, ineficaz y complicado de manejar. Tratar de impedir o mitigar las consecuencias cambiarias derivadas del nivel de tipos de interés, no sólo crea problemas de instrumentación que, a la larga, exigen una convergencia de objetivos; sino que, además, dificulta que los efectos de la política monetaria se transmitan plenamente a los objetivos finales, por las dos vías descritas: indirectamente, a través de las expectativas de tipos de interés a largo plazo, y, directamente, a través del propio tipo de cambio.

No obstante, hay que señalar que, en ocasiones, esta merma de potencia del control monetario puede ser resultado de una combinación de objetivos deseada por las autoridades, si éstas entienden que el tipo de cambio está afectado por perturbaciones reales que conviene atenuar, o piensan que los mercados cambiarios propenden a comportamientos especulativos, que alejan el tipo de cambio del nivel exigido por los «fundamentos» de la economía. En todo caso, conviene insistir en que una política de esta índole debe ser necesariamente transitoria, por las razones expuestas anteriormente.

Quedan por destacar otros desarrollos recientes del sistema financiero español que, asimismo, han tendido a mejorar la eficacia de la política monetaria, al menos en dos aspectos:

Por una parte, la liberalización de los controles de cambios favorece la competencia y, por ende, la eficiencia del sistema bancario, corrigiendo la tradicional asimetría entre las posibilidades de captación de pasivos y de colocación de activos en los mercados financieros internacionales por parte del sector residente no financiero. Ello contribuye a facilitar los procesos de transmisión de la política monetaria, limitando los riesgos de que actuaciones de determinado signo sean absorbidas temporalmente por el sistema bancario, mediante variaciones de su margen de intermediación, sin llegar a afectar a los objetivos finales.

Por otra parte, la propia tendencia hacia una creciente estabilidad de las cotizaciones de las monedas en el seno de la Comunidad Económica Europea, al reducir el riesgo cambiario, ha debido aumentar la sensibilidad de la demanda interna de financiación a las variaciones en los tipos de interés exteriores —y viceversa—, y ha incrementado las posibilidades de desarrollo de fórmulas crediticias en divisas a largo

plazo, estimulando la creación de mercados financieros nacionales más competitivos y más amplios.

En definitiva, una mayor globalización de los mercados financieros, en tanto en cuanto amplía los canales de influencia de los tipos exteriores sobre los tipos internos, limita, obviamente, las posibilidades de una política monetaria autónoma. No obstante, esta mayor integración lleva aparejadas mejoras de carácter general en los mecanismos de transmisión de las señales de las autoridades monetarias que, a largo plazo, permiten alcanzar un resultado más adecuado en el complejo entramado de objetivos de la política financiera —disciplina financiera, eficiencia y estabilidad del sistema—, siempre que se registre en condiciones de estrecha coordinación de las políticas económicas de los diversos países.

23-XII-1988.



Regulación financiera: cuarto trimestre de 1988

Al contrario de lo sucedido en el tercer trimestre, durante el cual las modificaciones en la regulación financiera fueron escasas en número pero de gran importancia práctica en su mayoría, el cuarto y último trimestre de 1988 únicamente presenta tres o cuatro novedades de importancia, que se ven acompañadas por un variado conjunto de pequeñas innovaciones menos relevantes.

Es destacable, en primer lugar, la nueva regulación a que quedan sometidas la creación de bancos privados y la instalación en España de entidades de crédito extranjeras que, además de refundir y recoger una dispersa normativa, responde a la voluntad de las autoridades económicas de reforzar las condiciones de solvencia y viabilidad de las entidades de crédito. En aras de estos objetivos, se levantan algunas de las restricciones operativas a que estaban sometidos los bancos en sus primeros años de funcionamiento y se introducen otras nuevas, se modifican las exigencias mínimas de capital necesarias para su constitución y se establecen y definen los criterios de honorabilidad y experiencia que han de cumplir los gestores de los mismos. Por lo demás, la instalación en España de entidades de crédito extranjeras queda sometida al mismo régimen que la creación de bancos privados nacionales y al requisito tradicional, en el supuesto de filiales de entidades de crédito domiciliadas en un país no miembro de las comunidades europeas, de la aplicación del principio de reciprocidad.

Un segundo aspecto de importancia hace referencia a la ampliación que han experimentado las posibilidades de expansión de las cajas de ahorro. Desde el principio de 1989, las cajas de ahorro pueden abrir libremente sucursales fuera del territorio de la comunidad autónoma donde esté radicado su domicilio social. A pesar de todo se establecen cautelas, como la posibilidad de que el Ministro de Economía y Hacienda restrinja la aplicación de este principio y la prohibición de que en las nuevas sucursales se realicen operaciones distintas de las estrictamente contenidas dentro del ámbito propio de las cajas de ahorro.

También puede catalogarse como destacable la nueva circular del Banco de España para las entidades de depósito referente a tipos de interés, comisiones y normas de actuación con la clientela, encaminada a mejorar la transparencia de las relaciones bancarias. En concreto, se desarrollan los términos que deben contener los contratos bancarios y los conceptos que deben incluirse en el cálculo de los costes efectivos de las operaciones y se acortan significativamente los plazos para hacer efectivos los abonos y los adeudos.

Por otra parte, el Banco de España ha acelerado el calendario de adaptación de las entidades de depósito a las exigencias mínimas en materia de fondos de provisión para insolvencias y de cobertura de los compromisos de pensiones contraídos con su personal, de manera que tales exigencias deberían haber estado cubiertas a 31 de diciembre de 1988. No obstante, el Banco de España queda facultado para establecer excepciones a la aplicación de esta obligación en casos individualizados.

Una última novedad reseñable es el levantamiento de algunas de las restricciones a que todavía estaban sometidas las inversiones españolas en el exterior, principalmente en lo referente a límites cuantitativos de las inversiones en cartera y en inmuebles, avanzando en el camino liberalizador impuesto por el tratado de adhesión a las comunidades europeas.

Dentro del contenido de la ley de presupuestos del Estado para 1989, se recogen, además de las tradicionales cifras del límite de deuda pública y los tipos de interés oficiales, una reforma de la composición del patrimonio de los fondos de garantía de depósitos, el otorgamiento de competencias al gobierno en relación con el coeficiente de inversión y una ampliación de las posibilidades operativas de la Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación. En otro orden de cosas hay que mencionar una pequeña innovación en el procedimiento de suscripción de los bonos del Tesoro, al eliminarse el denominado cupón prepagado complementario de interés. Otras pequeñas modificaciones afectan al registro de altos cargos en las entidades de crédito, a la designación de vocales en el Consejo Superior Bancario, a los estados contables de las entidades de depósito y a las transferencias interbancarias realizadas a través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero.

Aunque no puede definirse como una novedad, ya que no comporta innovaciones, hay que mencionar también la aparición del reglamento que desarrolla la ley de planes y fondos de pensiones. Finalmente, y dentro del sector asegurador, han sido elevados los capitales sociales y fondos mutuales mínimos de las entidades aseguradoras, se han declarado nuevos activos válidos para la inversión de las provisiones técnicas de las mismas y se han regulado las operaciones de coaseguro comunitario.

CREACION DE BANCOS PRIVADOS E INSTALACION DE ENTIDADES DE CREDITO EXTRANJERAS

Durante la década de los setenta se dictaron una serie de disposiciones legales tendentes a regular la

creación de entidades de crédito y a permitir la instalación en nuestro país de bancos extranjeros. La actividad bancaria ha experimentado últimamente cambios notables y ha sufrido una crisis sectorial sin precedentes, lo cual ha aconsejado reformar y refundir aquellas normas. Respondiendo a esta necesidad, se ha promulgado el real decreto 1144/1988, de 30 de septiembre, sobre creación de bancos privados e instalación en España de entidades de crédito extranjeras, que deroga la anterior regulación, contenida básicamente en el decreto 2246/1974, de 9 de agosto, y en el real decreto 1388/1978, de 23 de junio, que ya había sido parcialmente derogado por el real decreto 184/1987, de 30 de enero.

En líneas generales, la nueva regulación se inscribe en la tendencia de reforzamiento de la solvencia de las entidades de depósito y de aseguramiento de la viabilidad y estabilidad de los proyectos por ellas acometidos. Para ello, se flexibilizan las posibilidades de actuación de los bancos en sus primeros años de funcionamiento, redefiniéndose las restricciones iniciales de carácter operativo, se modifican los requisitos iniciales relativos al capital y se establecen determinados requisitos con respecto a la honorabilidad y experiencia profesional de los gestores de las entidades.

Con respecto al proceso de constitución de los bancos privados, el real decreto mantiene el sistema de autorización administrativa previa por el Ministro de Economía y Hacienda. En este punto resulta modificado el papel del Banco de España, dado que antes la autorización se concedía a propuesta del mismo y ahora sólo se requiere su informe. La cifra mínima de capital social requerida para obtener la autorización se fija en 1.500 millones de pesetas, lo que, en la práctica, no supone ninguna variación sobre las exigencias de la anterior normativa para las plazas de Madrid y Barcelona, fijadas en 750 millones de pesetas y una prima de emisión del cien por cien. El capital social deberá estar íntegramente desembolsado en el momento de la constitución del banco, lo que resulta novedoso, dado que antes sólo se exigía el desembolso del 50 % del capital y del 100 % de la prima de emisión. En cuanto a la composición del Consejo de Administración, la nueva regulación introduce como novedades un número mínimo de consejeros, cinco, y la exigencia de honorabilidad comercial y profesional para todos ellos, así como de experiencia y conocimiento adecuados para la mayoría, exigencias ambas que se hacen extensivas a los directores generales y asimilados. El real decreto define a continuación lo que ha de entenderse por honorabilidad comercial y profesional, relacionándolo con las buenas prácticas comerciales, financieras y bancarias, y por conocimiento y expe-

riencia adecuados, vinculándolos al ejercicio durante cinco años, al menos, de funciones de alta administración, dirección, control o asesoramiento de entidades financieras o análogas. Otras novedades hacen referencia a la obligación de facilitar en la solicitud de autorización información sobre la situación económico-financiera de los socios que tengan la consideración de personas jurídicas, sobre las participaciones de capital superiores al 5 % —requisito tomado de la ley de disciplina e intervención de entidades de crédito— y sobre la composición de sus órganos de administración, y a la necesidad de constituir en el Banco de España, en metálico o en valores públicos, un depósito previo equivalente al 20 % del capital social fundacional propuesto, notablemente superior al 5 % en metálico requerido por la normativa anterior.

Hasta el primero de enero de 1993, el Ministro de Economía y Hacienda tiene la facultad de denegar, mediante resolución motivada, la autorización de creación de bancos privados cuando aprecie que la entidad propuesta no ofrece garantías de seguridad suficientes, no aumenta la productividad del sistema bancario en su conjunto o la competencia dentro del mismo, o no amplía la gama de servicios ofrecidos. A partir de aquella fecha, tal facultad no será aplicable a las solicitudes presentadas por promotores de nuevos bancos españoles o por entidades de crédito extranjeras que tengan su sede social en alguno de los estados miembros de las comunidades europeas.

El real decreto establece dos tipos de limitaciones temporales a la actividad de los nuevos bancos. Por una parte, durante los tres primeros años se prohíbe el reparto de dividendos, debiéndose destinar la totalidad de los beneficios de libre disposición a reservas, y se limita la apertura de oficinas, de manera que no podrán abrir más de tres, incluida la central, sin autorización del Banco de España. Por otro lado, durante los cinco primeros años, además de someterse a un seguimiento continuado por parte del Banco de España, queda limitada la asunción de riesgo de los nuevos bancos con sus socios, consejeros y altos cargos; se fija en el 20 % la participación directa o indirecta máxima de una sociedad o grupo no financiero en el capital del nuevo banco; se exige la previa autorización del Banco de España para la transmisión inter-vivos, para el gravamen y para la pignoración de las acciones; y se prohíbe que la actividad del nuevo banco se circunscriba al mercado de valores exclusivamente. Con respecto a la anterior normativa, desaparecen la prohibición de operar en moneda extranjera durante los cinco primeros años y las limitaciones existentes en la composición de la cartera de valores.

El real decreto 1144/1988 aborda también el establecimiento en España de entidades de crédito extranjeras, aunque, al igual que la anterior regulación, continúa distinguiendo entre filiales —esto es, bancos españoles en cuyo capital tengan participación mayoritaria entidades de crédito extranjeras—, sucursales y oficinas de representación de entidades de crédito extranjeras, con funciones meramente informativas. En relación a la autorización de filiales y sucursales de entidades de crédito extranjeras, los requisitos son los mismos que anteriormente se han comentado para la creación de bancos españoles, aunque, si la entidad promotora de la filial tiene su sede social en un país no miembro de las comunidades europeas, se exigirá el principio de reciprocidad y, eventualmente, la prestación de una garantía sobre la totalidad de las actividades en España de dicha entidad. En cualquier caso, subsisten las limitaciones operativas contenidas en el real decreto legislativo 1298/1986, de 28 de junio (1), para las filiales y sucursales de entidades de crédito extranjeras, que hacen referencia a la captación de financiación ajena no interbancaria y a la apertura de oficinas.

Las disposiciones comentadas entraron en vigor el pasado 8 de octubre, arbitrándose un plazo, que finaliza el 31 de diciembre de 1992, para que los bancos existentes se adapten a la nueva regulación, con excepción de los requisitos relativos al capital social.

CAJAS DE AHORRO: EXPANSION TERRITORIAL

La publicación del real decreto 1370/1985, de 1 de agosto (2), consagró la libertad de expansión de los bancos privados, pero mantuvo limitaciones para la apertura de oficinas de las cajas de ahorro fuera del territorio de la comunidad autónoma donde tuvieran su sede central, limitaciones insalvables en la práctica para las cajas de ahorro de dimensión media o reducida. Ahora, ante la perspectiva del mercado único bancario para toda la Comunidad Europea y ante la necesidad de eliminar las diferencias entre las posibilidades operativas de bancos y cajas, el real decreto 1582/1988, de 29 de diciembre, ha dado un importante paso adelante, liberalizando casi totalmente la expansión de las cajas de ahorro.

En efecto, el nuevo real decreto dispone que las cajas de ahorro pueden abrir libremente, en cual-

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

(2) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1985», en *Boletín Económico*, Banco de España, octubre de 1985, págs. 52 y 53.

quier momento y desde el pasado uno de enero, nuevas oficinas en el territorio nacional, aunque se faculta al Ministro de Economía y Hacienda, hasta el 31 de diciembre de 1992, para limitar la aplicación de este principio a la expansión fuera de la comunidad autónoma donde la caja de ahorros tenga su sede central. En otro orden de cosas, el real decreto prohíbe la realización de actividades atípicas, de manera que en las oficinas que se abran no se lleven a cabo actividades distintas de las estrictamente contenidas dentro del ámbito propio de las cajas de ahorro, en una clara alusión a las operaciones de seguro realizadas por algunas de ellas.

ENTIDADES DE DEPOSITO: TIPOS DE INTERES, COMISIONES Y NORMAS DE ACTUACION CON LA CLIENTELA

Uno de los objetivos básicos de las autoridades económicas, en relación con la ordenación de la actividad bancaria, consiste en aumentar la transparencia en las relaciones de las entidades de depósito con sus clientes. En esta línea, se han ido dictando progresivamente las órdenes ministeriales de 3 de marzo de 1987 y de 16 de junio de 1988, y las circulares del Banco de España 15/1987, de 7 de mayo, y 11/1988, de 22 de julio. Ahora, una nueva circular del Banco de España, la 15/1988, de 5 de diciembre, avanza un paso más en aquel objetivo, cumpliendo las obligaciones de compilación normativa impuestas a esta institución por la ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito.

La nueva circular reproduce íntegramente el contenido de la CBE 11/1988 (1), en lo relativo a la publicación de tipos de interés y a la definición del tipo preferencial, aunque introduce una novedad adicional al prohibir a las entidades de depósito utilizar sus propios tipos publicados como referencia en las operaciones activas o pasivas concertadas a tipo de interés variable. En relación con la publicación de tarifas de comisiones, se reiteran las obligaciones introducidas por la CBE 15/1987 (2), y se prohíbe tajantemente el cargo de comisiones o gastos por servicios no solicitados o aceptados por el cliente, relacionándose de modo expreso algunas prácticas de este tipo, detectadas por el Servicio de Reclamaciones del Banco de España, como el cobro de comisiones de apertura o similares en los descubiertos en cuenta corriente de-

bidos a fechas de valoración y otras relacionadas con operaciones en moneda extranjera y valores. Mayores novedades presenta la nueva regulación con respecto a las condiciones, criterios y fechas de valoración, en donde se produce un significativo acortamiento de los plazos para hacer efectivos los adeudos y, sobre todo, los abonos.

Con respecto a la entrega de documentos contractuales relativos a las operaciones concertadas con clientes, se concretan las obligaciones que instauró la orden ministerial de 16 de junio de 1988 (1). En concreto, se dispone la obligatoriedad de tal entrega en los siguientes casos: *a)* en la apertura de cuentas corrientes a la vista o de cuentas de ahorro; *b)* en las operaciones de depósito a plazo, pagarés bancarios o instrumentos similares de importe inferior a diez millones de pesetas; *c)* en las operaciones de compraventa de activos financieros con pacto de retrocesión de similar importe; *d)* en los préstamos o créditos de menos de diez millones de pesetas; y *e)* siempre que el cliente lo solicite. Junto al documento contractual, que recogerá la totalidad de los costes y gastos repercutibles previstos, es obligatoria la entrega de las tarifas de comisiones y gastos y de las normas de valoración que sean de aplicación a la operación concertada. En otro orden de cosas, resulta obligatorio expresar el coste o producto efectivo equivalente al de una operación con intereses anuales pospagables, además de en los documentos contractuales anteriormente referidos, en los siguientes supuestos: *a)* tipo de interés preferencial, tipo de descubiertos en cuenta corriente y tipo de excedidos en cuenta de crédito; *b)* tipos de referencia de operaciones activas y pasivas concertadas a tipos de interés variables; *c)* tipos de interés mencionados en la publicidad sobre operaciones bancarias; *d)* documentos de liquidación de pagarés y efectos de propia financiación tomados o emitidos al descuento; *e)* documentos de liquidación de operaciones activas o pasivas cuando el cliente sea persona física; y *f)* documentos de liquidación de intereses de otras operaciones en las que sea preceptiva la entrega del contrato.

Tras una pormenorizada descripción de los conceptos que deben considerarse para el cálculo del coste o rendimiento efectivo, según el caso, de cada tipo de operación bancaria, se dispone la entrada en vigor de la nueva regulación para el 1 de enero de 1989. Posteriormente, y dada la escasez de tiempo que tal fecha implicaba para la adaptación de las entidades de depósito, una orden ministerial de 29 de

(1) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1988», en *Boletín Económico*, Banco de España, octubre de 1988, pág. 59.

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

(1) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1988», en *Boletín Económico*, Banco de España, julio-agosto de 1988, página 78.

diciembre de 1988 ha aplazado la misma hasta el primero de marzo próximo.

ENTIDADES DE DEPOSITO: FONDOS DE PROVISION PARA INSOLVENCIAS Y COBERTURAS EN MATERIA DE PENSIONES

La favorable evolución financiera de la generalidad de las entidades de depósito ha permitido al Banco de España, a través de una resolución de 15 de septiembre de 1988, acelerar el ritmo de adaptación de las entidades de depósito a los objetivos marcados en materia de fondos de provisión para insolvencias y cobertura de compromisos de pensiones con sus empleados.

Con respecto a los fondos de provisión para insolvencias, las modificaciones de 20 de octubre de 1987 a la CBE 22/1987, de 29 de junio (1), introdujeron un calendario de adaptación que finalizaba el 31 de diciembre de 1989. En lo referente a compromisos derivados de las pensiones de sus empleados, las entidades de depósito tenían, según la propia CBE 22/1987 (2), un calendario de adaptación que finalizaba en diciembre de 1992; la nueva regulación ha adelantado ambas fechas hasta el pasado 31 de diciembre. La resolución deja abierta la puerta para que, con carácter excepcional, el Banco de España conceda, a las entidades que lo soliciten, ritmos individualizados de adaptación para alcanzar la cobertura de los riesgos devengados por pensiones en razón a circunstancias específicas.

Por otra parte, la resolución fija en el 8 % el tipo nominal superior de actualización de los compromisos por pensiones durante el ejercicio de 1988, igual al fijado para el año precedente.

PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE GARANTIA DE DEPOSITOS

El real decreto ley 18/1982, de 24 de septiembre (3), reguló la composición del patrimonio de los fondos de garantía de depósitos en entidades bancarias, en cajas de ahorro y en cooperativas de crédito. Ahora, la ley 37/1988, de 28 de diciembre, de presupuestos generales del Estado para 1989, ha modificado los porcentajes de aportación de los diferentes tipos de entidades a sus respectivos fondos.

(1) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1987», en *Boletín Económico*, Banco de España, enero de 1988, págs. 44 y 45.

(2) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1987», en *Boletín Económico*, Banco de España, octubre de 1987, págs. 54 y 55

(3) Véase «Regulación bancaria: cuarto trimestre de 1982», en *Boletín Económico*, Banco de España, marzo de 1983, págs. 26 y 27.

Según la nueva normativa, el fondo de garantía de depósitos en cajas de ahorro y el fondo de garantía de depósitos en cooperativas de crédito se nutrirán con aportaciones anuales de las entidades integradas en cada uno de ellos, equivalentes al 1 por mil de sus depósitos, y con aportaciones anuales del Banco de España iguales al conjunto de aquéllas. Si bien permanece similar en el caso de las cooperativas, el porcentaje resulta elevado en el caso de las cajas de ahorro, ya que estaba fijado en el 0,3 por mil por la CBE 1/1988, de 8 de enero (1). En ambos casos se faculta al Gobierno para elevar la cifra hasta el 2 por mil, si el saldo de los anticipos del Banco de España al fondo supera cuatro veces las aportaciones de las entidades y del propio Banco de España en el último ejercicio.

Por su parte, el fondo de garantía de depósitos en entidades bancarias se nutrirá con aportaciones anuales de los bancos equivalentes al 2 por mil —antes, el 1 por mil— de sus depósitos y por aportaciones anuales del Banco de España iguales al 50 % de aquéllas —antes, el 100 %—. Con ello se pretende que el coste de mantenimiento del fondo recaiga en mayor medida sobre sus potenciales beneficiarios, a la par que se incrementan los recursos del mismo. También en este caso si el saldo de los anticipos del Banco de España al fondo supera cuatro veces las aportaciones anuales de los bancos y del propio Banco de España en el último ejercicio, la cifra de las aportaciones de los bancos podrá ser elevada por el Gobierno hasta el 2,5 por mil de sus depósitos y la aportación del Banco de España podrá ser fijada por el Gobierno en un porcentaje sobre la aportación de los bancos inferior al 50 % anteriormente mencionado.

Finalmente, se faculta al Banco de España para acordar disminuciones de los porcentajes de aportación de las entidades a sus correspondientes fondos en el caso de que éstos alcanzaran una cuantía suficiente para el cumplimiento de sus fines y previa liquidación de los anticipos del Banco de España a los mismos.

Las comentadas disposiciones entraron en vigor el pasado 29 de diciembre.

INVERSIONES ESPAÑOLAS EN EL EXTERIOR

Las inversiones españolas en el exterior fueron prácticamente liberalizadas por el real decreto 2374/1986, de 7 de noviembre, y por la orden de 25

(1) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1988», en *Boletín Económico*, Banco de España, abril de 1988, pág. 62.

de mayo de 1987 que lo desarrolló (1). No obstante, quedaron sometidas a limitaciones las inversiones en cartera, en inmuebles y en sociedades extranjeras de mera tenencia de ambos tipos de activos. Ahora, dando cumplimiento a los plazos previstos en el tratado de adhesión de España a las comunidades europeas y avanzando en el decidido camino de liberalizar las trasacciones exteriores, una orden de 19 de diciembre de 1988 ha levantado en buena medida aquellas limitaciones.

Con respecto a las inversiones directas, el único supuesto que requería autorización administrativa previa eran las inversiones en sociedades cuyo objeto social fuera la adquisición y tenencia de valores o la adquisición, tenencia y explotación de bienes inmuebles. Ahora, tales inversiones son libres, quedando únicamente sujetas al trámite de verificación administrativa, al cual estaban ya sujetas el resto de inversiones directas desde la anterior orden de 25 de mayo de 1987. En cuanto a las inversiones en inmuebles, desaparecen los límites máximos que fijaba la anterior normativa, pero siguen sujetas a verificación administrativa previa.

Las mayores novedades aparecen en la regulación de las inversiones en cartera, al suprimirse las limitaciones cuantitativas. Tales limitaciones suponían una traba importantísima para la inversión de cartera de los residentes españoles en el exterior, habida cuenta de que básicamente relacionaban el importe vivo máximo de las inversiones con un porcentaje del patrimonio del inversor definido en función de sus declaraciones fiscales, que, al determinar un volumen de patrimonio normalmente inferior del real, por la existencia de patrimonio oculto, disminuía el alcance efectivo de las posibilidades inversoras. Con el nuevo régimen de las inversiones en cartera únicamente persisten trabas para la adquisición en el exterior de valores denominados en pesetas emitidos en un mercado extranjero, ya que resulta preceptivo el trámite de autorización administrativa previa. Por lo demás, la nueva orden ministerial permite que los inversores españoles mantengan sus cuentas de valores en las sociedades y agencias de valores debidamente autorizadas, para lo cual éstas quedan habilitadas para mantener cuentas en divisas en entidades de crédito.

En el capítulo correspondiente a otras formas de inversión, la nueva regulación sustituye la rúbrica genéricamente definida como valores a corto plazo por la denominada títulos o instrumentos negociables del mercado monetario, eleva de uno a dos

(1) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1986», en *Boletín Económico*, Banco de España, enero de 1987, págs. 37 y 38.

años el plazo de amortización de los títulos incluidos en este grupo de inversiones, y mantiene restricciones para la adquisición de los mismos al exigir autorización administrativa previa. Del resto de inversiones incluidas en este capítulo, quedan permitidas las compras y ventas de futuros y de opciones sobre valores, futuros o activos cuya adquisición esté liberalizada, y siempre que unas y otras se realicen a través de bolsa o mercado organizado, y la adquisición de certificados representativos de metales preciosos, mientras que siguen sometidos a autorización administrativa la constitución y el mantenimiento de depósitos y cuentas corrientes en instituciones no residentes.

El nuevo régimen de las inversiones españolas en el exterior es aplicable desde el 23 de diciembre de 1988.

PRESUPUESTOS DEL ESTADO PARA 1989

Como ya viene siendo habitual, la ley de presupuestos del Estado para 1989 —ley 37/1988, de 28 de diciembre— incorpora novedades que afectan a distintos aspectos del sistema financiero español. Entre ellos, hay algunos que son comentados en epígrafes anteriores o posteriores, mientras que otros, los que tienen un carácter más general, son comentados a continuación.

Se autoriza un incremento del saldo vivo de la deuda del Estado de casi 1.594 m.m., límite que resulta efectivo a 31 de diciembre de 1989, pudiendo ser superado a lo largo del año. Por otra parte, el Estado asume 110 m.m. de deuda del Instituto Nacional de Industria, que se convierten en aportación del Estado para incrementar el fondo patrimonial del citado organismo, y la deuda del Fondo de Ordenación y Regulación de Producciones y Precios Agrarios, cifrada en 209 m.m., que adoptará la forma de un crédito singular del Banco de España al Estado sin intereses y a amortizar en diez años. El Estado concede a Rumasa, S.A. un préstamo, sin interés y amortizable a la liquidación de la sociedad, por importe de 299,5 m.m. para cancelar las deudas derivadas del proceso de expropiación de dicha sociedad y materializadas en una póliza de crédito a favor del Banco de Expansión Industrial; tras esta operación el Estado será el único deudor de Rumasa, S.A.

El interés legal del dinero para el ejercicio de 1989 se establece en el 9 %, al igual que el año precedente, y el interés de demora, referido por el artículo 58 de la ley general tributaria, en el 11 % —11,50 % en 1988—.

Al contrario que las leyes de presupuestos de otros años, la ley 37/1988 no aporta novedades de índole fiscal para 1989, limitándose a repetir lo establecido para el ejercicio anterior. El tipo de retención a cuenta sobre los rendimientos del capital mobiliario sigue siendo del 20 % y el tipo de retención en origen sobre los rendimientos de determinados activos financieros emitidos al descuento, regulados por la ley 14/1985, sobre régimen fiscal de determinados activos financieros, sigue establecido en el 55 %. A efectos del impuesto sobre la renta de las personas físicas, siguen siendo deducibles de la cuota el 10 % de los dividendos percibidos de sociedades que tributen efectivamente en el impuesto de sociedades, el 10 % de las primas satisfechas por seguros de vida de duración superior a 10 años, y el 15 % de las cantidades aportadas a un plan de pensiones sujeto a la ley 8/1987 y no deducidas previamente en la base, no siendo de aplicación a esta deducción el requisito de que el patrimonio del sujeto pasivo sea al final del ejercicio superior al patrimonio a su inicio en, al menos, la cuantía que constituye la base de la deducción.

La ley 37/1988 modifica la ley 10/1975, de 12 de marzo, de regulación de la moneda metálica, en el sentido de suprimir el límite máximo que podrá alcanzar la circulación de moneda metálica y que cada año debía ser fijado por la ley de presupuestos. De este modo, el Ministerio de Economía y Hacienda determinará libremente la emisión y acuñación de moneda metálica, sin someterse a ningún límite cuantitativo.

También se ha aprovechado la ley de presupuestos para 1989 para integrar, dentro del balance del Banco de España, las carteras de renta, de circulación fiduciaria y de mercado abierto, pasando los valores y efectos de todas ellas a constituir la cartera de valores del Banco de España, de la cual podrá disponer y operar con fines de regulación del mercado de dinero, modificando en este punto lo dispuesto por el decreto-ley 18/1982, de 7 de junio, sobre nacionalización y reorganización del Banco de España.

Las disposiciones de la ley 37/1988 entraron en vigor el pasado 29 de diciembre.

BONOS DEL ESTADO: PROCEDIMIENTO DE SUSCRIPCIÓN

La orden ministerial de 2 de febrero de 1988 y la CBE 3/1988, de 10 de febrero (1), establecieron las características de las emisiones de bonos del Estado

(1) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1988», en *Boletín Económico*, Banco de España, abril de 1988, págs. 63 y 64.

durante 1988 y, en especial, los procedimientos de determinación de su precio de suscripción y de pago de intereses. Posteriormente, una disposición adicional de la ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito, posibilitó que los activos financieros con rendimiento parcialmente implícito, entre los que se encuentran los bonos del Estado, siguieran el mismo tratamiento que para los activos con rendimiento explícito preveía la ley 14/1985, de régimen fiscal de determinados activos financieros, notablemente más sencillo, siempre y cuando su rendimiento efectivo anual explícito fuera igual o superior al tipo de interés fijado a tal efecto en la ley de presupuestos de cada año o, caso de no existir el anterior, al tipo de interés legal del dinero vigente en ese momento. Esta posibilidad permitía simplificar en buena medida el procedimiento de suscripción de los bonos del Estado, eliminando el denominado cupón prepago complementario de intereses. Tal labor ha sido realizada por una orden ministerial de 26 de octubre de 1988 y por una resolución del Banco de España de 3 de noviembre de 1988, si bien sus disposiciones únicamente serán aplicables a las emisiones de bonos del Estado posteriores al 29 de octubre de 1988.

ENTIDADES DE CREDITO: ALTOS CARGOS

La ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito (1), otorgó al Banco de España competencias sobre ciertos tipos de entidades financieras que anteriormente estaban sometidas al control y supervisión de otros organismos. Tales competencias alcanzan a las personas que ostentan cargos de administración en estas entidades, lo que requiere el conocimiento por parte del Banco de España de los datos relativos a dichas personas.

Ante esta situación, el Banco de España ha dispuesto, a través de su circular 13/1988, de 27 de octubre, que el Instituto de Crédito Oficial, las entidades oficiales de crédito, las sociedades de crédito hipotecario, las entidades de financiación, las sociedades de arrendamiento financiero, las sociedades mediadoras en el mercado de dinero, las sociedades de garantía recíproca y reafianzamiento y las sociedades de tasación, le remitan, antes del 15 de enero de 1989, una relación nominal de las personas que desempeñan cargos de administración en las mismas —definidas en la propia ley 26/1988—, así como la obligación de comunicar cualquier variación en los datos notificados.

(1) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1988», en *Boletín Económico*, Banco de España, octubre de 1988, págs. 56 a 58.

CONSEJO SUPERIOR BANCARIO: VOCALES

La representación de la banca privada dentro del Consejo Superior Bancario está inspirada, desde la ley de 17 de julio de 1951, en la proporcionalidad entre los vocales y el volumen de recursos e importancia económica de los bancos representados. Ante el riesgo de que el actual proceso de fusiones que se ha iniciado en el sistema bancario español pueda alterar la proporcionalidad citada, ha sido dictada una orden ministerial de 15 de diciembre de 1988 que arbitra el mecanismo electoral necesario para que los bancos resultantes de un proceso de fusión conserven la representación que les corresponde proporcionalmente a sus recursos e importancia.

ENTIDADES DE CREDITO: COEFICIENTE DE INVERSION

La ley 37/1988, de 28 de diciembre, de presupuestos generales del Estado para 1989, ha introducido una novedad en la regulación del coeficiente de inversión, contenida básicamente en la ley 13/1985, de 25 de mayo (1), al modificar la redacción de esta norma, de modo que ya no es la propia ley la que establece la obligación de invertir en determinados activos; sino que se atribuye al gobierno la facultad de establecer o no tal obligación, lo cual, evidentemente, amplía notablemente el campo de actuación autónoma del gobierno en esta materia al permitirle, por simple decreto, reducir e incluso suprimir tal coeficiente.

ENTIDADES DE DEPOSITO: ESTADOS Y NORMAS CONTABLES

Las nuevas posibilidades operativas que la CBE 12/1988, de 8 de septiembre (2), introdujo para las entidades de depósito, al permitir la realización de operaciones de compraventa simple a plazo de deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta, han obligado al Banco de España a introducir, en noviembre pasado, algunas modificaciones a su circular 22/1987 sobre balance, cuenta de resultados y estados complementarios de las entidades de depósito, con el fin de introducir rúbricas de balance y de cuenta de resultados que permitan recoger los importes de tales operaciones. También se dan normas de valoración, en el sentido de que las

operaciones de compraventa de activos financieros pendientes de ejecución y a plazo se valoren siempre por el efectivo contratado.

SERVICIO TELEFONICO DEL MERCADO DE DINERO

La CBE 16/1987, de 2 de diciembre (1), reguló el funcionamiento del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero del Banco de España. En aquel momento únicamente quedaron autorizados para realizar transferencias interbancarias los bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito adheridos al Servicio Telefónico y titulares de cuenta de tesorería.

Recientemente, en octubre pasado, ha sido modificada la citada circular en el sentido de permitir realizar transferencias interbancarias a las sociedades mediadoras en el mercado de dinero y a las juntas sindicales de las bolsas de comercio.

PLANES Y FONDOS DE PENSIONES: REGLAMENTO

Sobrepasando los plazos previstos por la ley 8/1987, de 8 de junio, de planes y fondos de pensiones (2), ha visto la luz su desarrollo reglamentario, plasmado en el real decreto 1307/1988, de 30 de septiembre.

El reglamento concreta algunos aspectos como criterios de valoración, control, auditoría e inspección de los planes y fondos, régimen aplicable al entramado institucional de los mismos —comisiones de control, entidades gestoras, entidades depositarias, etcétera—, tratamiento fiscal y régimen transitorio aplicable a las entidades de previsión social, fundaciones laborales y otras instituciones de previsión del personal. En cualquier caso, el real decreto no presenta novedades con respecto a lo estipulado en la ley 8/1987, limitándose a realizar un desarrollo pormenorizado de la misma.

En relación con este tema, cabe señalar que también ha sido publicada una orden de 7 de noviembre de 1988, que regula el procedimiento de inscripción registral de los planes y fondos de pensiones y atribuye las competencias en la materia a la Dirección General de Seguros, y que la disposición adicional decimotercera de la ley 39/1988, de 28 de diciembre, reguladora de las haciendas locales, permite que las

(1) Véase «Regulación financieras: segundo trimestre de 1985», en *Boletín Económico*, Banco de España, julio-agosto de 1985, páginas 50 y 51.

(2) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1988», en *Boletín Económico*, Banco de España, octubre de 1988, págs. 60 y 61.

(1) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1986», en *Boletín Económico*, Banco de España, enero de 1987, págs. 34 y 36.

(2) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1987», en *Boletín Económico*, Banco de España, julio-agosto de 1987, páginas 49 a 51.

dotaciones o aportaciones empresariales para la cobertura de pensiones del personal realizadas entre el 29 de julio de 1987 –fecha de entrada en vigor de la ley– y la fecha de formalización de un plan de pensiones, sean deducibles de la imposición personal del aportante, siempre que éste se adapte a los requisitos establecidos por el real decreto 1307/1988, evitándose de esta manera una posible discriminación.

ENTIDADES ASEGURADORAS: CAPITAL SOCIAL Y FONDO MUTUAL

En aras de reforzar la solvencia de las entidades aseguradoras, fortalecer la confianza del público hacia las mismas y proteger los intereses de los usuarios del seguro privado, y en uso de las facultades conferidas al gobierno por la ley 33/1984, de 2 de agosto, de ordenación del seguro privado (1), el real decreto 1390/1988, de 18 de noviembre, ha elevado las exigencias mínimas en cuanto a capital social o fondo mutual de las entidades aseguradoras.

En concreto, para las sociedades anónimas, cooperativas y mutuas a prima fija, que representan prácticamente la totalidad del sector, que practiquen el ramo de vida, la cifra de capital social o fondo mutual pasa de 320 a 1.500 millones de pesetas. Para otros ramos, los aumentos son de menor cuantía y en el caso del reaseguro la cifra pasa de 500 a 650 millones de pesetas. En cualquier caso, las entidades que practiquen varios ramos de seguro vienen obligadas a mantener el capital o fondo mutual correspondiente al ramo de mayor exigencia entre los que practique.

Los nuevos requisitos son exigidos a las entidades constituidas a partir del 24 de noviembre de 1988. Para las entidades existentes en tal fecha, se arbitra un plazo de cinco años para adaptarse a las nuevas cifras, con dotaciones anuales por quintas partes del déficit que presentan, contemplándose la disolución de la entidad como sanción para el caso de incumplimiento de esta obligación.

ENTIDADES ASEGURADORAS: INVERSIÓN DE LAS PROVISIONES TÉCNICAS

Desde la promulgación del real decreto 1348/1985, de 1 de agosto, por el que se aprobó el reglamento de ordenación del seguro privado (2) y en el que se

(1) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1984», en *Boletín Económico*, Banco de España, octubre de 1984, pág. 50.

(2) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1985», en *Boletín Económico*, Banco de España, octubre de 1985, págs. 60 y 61.

establecieron los activos aptos para la inversión de las provisiones técnicas de las entidades aseguradoras, los mercados financieros han experimentado profundas transformaciones, apareciendo unos activos y desapareciendo otros, y han sido sometidos recientemente a una regulación completamente nueva, concretada en la ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores. Esta situación requería actualizar la relación de los activos aptos para la inversión de las provisiones técnicas de las entidades aseguradoras, labor acometida por una orden ministerial de 31 de diciembre de 1988.

Con arreglo a la nueva normativa, desde el 31 de diciembre de 1988, se declaran aptos para la inversión de las provisiones técnicas, además de los ya declarados con anterioridad, los siguientes activos: a) valores de renta fija no admitidos a negociación en una bolsa de valores emitidos por sociedades estatales, organismos internacionales de los que España sea miembro, sociedades con acciones admitidas a cotización en alguna bolsa de valores o sociedades sin acciones admitidas a cotización, siempre que, en este último caso, la emisión esté suficientemente garantizada; b) financiaciones concedidas al Estado, comunidades autónomas o entidades públicas de ellos dependientes, aunque no se representen en títulos o anotaciones en cuenta; c) créditos, o cuotas-partes de los mismos, concedidos por entidades de depósito a sociedades estatales o a entidades con acciones admitidas a negociación en una bolsa de valores; y d) las participaciones en fondos de inversión en activos del mercado monetario.

OPERACIONES DE COASEGURO COMUNITARIO

El tratado de adhesión de España a las comunidades europeas dispuso que, a partir del primero de enero de 1989, se pudiera cubrir en otros países de la Comunidad, dentro de ciertos límites y en régimen de coaseguro, determinados riesgos situados en España. Para dar cumplimiento a este compromiso ha sido promulgado el real decreto 1545/1988, de 23 de diciembre.

La liberalización de las operaciones de coaseguro comunitario permite a las entidades aseguradoras españolas cubrir parte de sus grandes riesgos actuando como abridoras del coaseguro y participar en la cobertura de grandes riesgos de entidades aseguradoras domiciliadas en algún país comunitario. En cualquier caso, es necesaria la comunicación de los datos de las operaciones a la Dirección General de Seguros. El real decreto establece un período transitorio, hasta el 31 de diciembre de 1996, durante el que la definición de gran riesgo se va suavizando, y

otro período transitorio, hasta el 31 de diciembre de 1991, en el que se reservan porcentajes decrecientes a los coaseguradores españoles en estas operaciones.

SEGURO DE CREDITO A LA EXPORTACION

La ley 37/1988, de 28 de diciembre, de presupuestos generales del Estado para 1989, amplía las posibilidades operativas de la Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación, S.A. (CESCE), modificando para ello la ley 10/1970, de 4 de julio.

En concreto, se autoriza a CESCE para suscribir convenios sobre moratorias y remisiones parciales de deuda en los riesgos políticos o extraordinarios gestionados por cuenta del Estado, y para suscribir contratos de aceptación y cesión en reaseguro de riesgos comerciales, políticos y extraordinarios. También se dispone la desaparición del Comité de Seguros de Crédito a la Exportación y se otorga a la ley de presupuestos de cada año la competencia para fijar el límite máximo de cobertura para nueva contratación, excluida la modalidad de póliza global.

Las nuevas disposiciones son aplicables desde el 1 de enero de 1989.

18-I-1989.

Información del Banco de España

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

Situación al día 31 de diciembre de 1988

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
SEIS GRANDES					
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	12,28	23,88	22,00	23,88	22,00
HISPANO AMERICANO	13,65	26,53	24,00	26,25	24,00
POPULAR ESPAÑOL	11,46	26,00	24,50	26,84	24,50
SANTANDER	12,28	32,31	29,00	32,31	29,00
<i>Media simple</i>	<i>12,51</i>	<i>27,14</i>	<i>24,92</i>	<i>27,36</i>	<i>24,92</i>
COMERCIALES					
ABEL MATUTES TORRES	10,50	22,10	21,00	(2,52)	(2,50)
ALBACETE	—	—	—	—	—
ALICANTE	12,55	27,44	25,00	27,44	25,00
ALICANTINO DE COMERCIO	—	—	—	—	—
ANDALUCIA	11,46	26,00	24,50	26,84	24,50
ASTURIAS	12,55	27,44	25,00	27,44	25,00
ATLANTICO	12,00	22,71	21,00	22,71	21,00
B.N.P. ESPAÑA	13,50	24,32	23,00	(3,00)	—
BARCELONA	12,82	32,30	29,00	32,30	29,00
BARCLAYS S.A.E.	13,65	25,06	23,00	25,06	23,00
BILBAO MERCHANT	15,31	26,25	24,00	26,25	24,00
CANTABRICO	12,55	27,44	25,00	27,44	25,00
CASTILLA	11,46	26,00	24,50	26,84	24,50
CATALANA	12,82	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	12,25	28,65	26,00	28,65	26,00
CONDAL	—	—	—	—	—
CONSOLIDADO ESPAÑA	13,00	24,32	23,00	24,32	23,00
CREDIT & COMMERCE	12,82	26,56	25,00	27,44	—
CREDITO BALEAR	12,55	26,00	24,50	26,84	24,50
CREDITO CANARIO	13,10	28,65	26,00	28,65	26,00
CREDITO Y AHORRO	13,09	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	13,64	25,06	23,00	25,06	23,00
EXPORTACION	12,00	26,25	24,00	26,25	24,000
EXTERIOR DE ESPAÑA	12,55	27,44	25,00	27,44	25,00
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	24,00	26,25	24,00
GENERAL	—	—	—	—	—
GUIPUZCOANO	12,55	27,41	—	(6,14)	—
HERRERO	13,37	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	13,65	25,44	24,00	26,25	24,00

(Continuación) 2
Situación al día 31 de diciembre de 1988

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/ccto (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	14,20	26,53	24,00	26,25	24,00
MERIDIONAL	12,82	28,65	26,00	28,65	26,00
MURCIA	12,82	32,31	29,00	32,31	29,00
NATWEST MARCH	14,06	27,44	25,00	27,44	25,00
NORTE	13,65	25,44	24,00	26,25	24,00
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	14,20	17,72	—	18,11	—
SEVILLA	—	—	—	—	—
SIMEON	12,55	27,44	25,00	27,44	25,00
SINDICATO DE BANQUEROS BARNA.	15,31	29,86	—	29,86	—
TOLEDO	11,46	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	12,01	22,71	21,00	(3,02)	(3,00)
ZARAGOZANO	11,46	30,60	27,00	30,60	27,00
<i>Media simple</i>	<i>12,70</i>	<i>26,30</i>	<i>24,36</i>	<i>26,77</i>	<i>24,55</i>
INDUSTRIALES					
BANCAPITAL	15,87	25,06	23,00	(4,06)	(4,00)
CATALA DE CREDIT	12,28	23,88	22,00	23,88	22,00
CHASE ESPAÑA	15,86	26,25	24,00	26,25	24,00
DESARROLLO ECONOMICO ESPAÑOL	13,37	22,71	21,00	22,71	21,00
EXPANSION INDUSTRIAL	12,55	23,00	—	23,00	—
FINANCIACION INDUSTRIAL	12,25	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	12,55	28,65	26,00	28,65	26,00
INDUSTRIAL DE CATALUÑA	12,82	32,30	29,00	32,30	29,00
INDUSTRIAL DE GUIPUZCOA	11,46	23,88	—	23,88	—
INDUSTRIAL DEL MEDITERRANEO	12,82	32,30	29,00	32,30	29,00
INDUSTRIAL DEL SUR	12,55	28,65	26,00	28,65	26,00
INTERCONTINENTAL ESPAÑOL	13,50	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	13,10	27,44	—	27,44	—
PROMOCION DE NEGOCIOS	12,00	26,25	24,00	26,25	24,00
URQUIJO-UNION	13,37	23,21	22,00	23,88	22,00
<i>Media simple</i>	<i>13,28</i>	<i>26,38</i>	<i>24,41</i>	<i>26,51</i>	<i>24,47</i>
EXTRANJEROS					
ALGEMENE BANK	13,65	21,94	—	21,55	—
AMERICA	15,30	21,55	—	(4,00)	—

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

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
ARABE ESPAÑOL	9,38	20,74	19,00	20,74	19,00
BANKERS TRUST	13,25	18,40	-	(4,00)	-
BARCLAYS BANK INTERNAT.	13,65	25,06	23,00	25,06	23,00
BRASIL	13,43	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	14,75	27,44	-	(2,50)	-
COMMERZBANK	13,65	17,55	16,50	17,55	16,50
CONTINENTAL ILLINOIS	14,50	17,50	-	17,50	-
CREDIT COMMERCIAL DE FRANCE ..	15,31	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	13,85	22,00	-	22,00	-
ESTADO SAO PAULO	-	26,25	24,00	26,25	24,00
EXTERIOR DE LOS ANDES	14,20	23,88	22,00	23,88	22,00
FIRST INTERSTATE	13,75	16,50	-	(5,00)	-
FIRST N. BANK OF CHICAGO	14,50	24,36	22,00	(4,06)	-
GB BANCO BELGA	14,75	23,21	22,00	(3,04)	(3,00)
INDOSUEZ	-	21,00	-	21,00	-
JYSKE BANK	12,55	28,70	25,00	28,70	25,00
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	15,31	17,50	-	(3,00)	-
MITSUBISHI BANK	14,75	25,22	-	(2,00)	-
mitsui bank	-	-	-	-	-
MORGAN GUARANTY	13,50	19,00	-	19,00	-
NACION ARGENTINA	12,55	22,00	-	(4,00)	-
NAT. WESTMINSTER BANK	14,06	27,44	25,00	(4,58)	(4,50)
NAZIONALE DE PARIS	13,50	24,32	23,00	(3,00)	-
NAZIONALE LAVORO	16,14	23,88	22,00	19,25	18,00
PARIBAS	15,48	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	13,50	18,00	-	(2,00)	-
SAUDI ESPAÑOL	13,92	24,25	22,31	24,25	22,31
SOCIETE GENERALE	13,65	23,18	-	(3,42)	-
SUMITOMO BANK	12,99	21,25	-	(2,02)	-
TOKYO	13,10	24,32	23,00	(2,01)	(2,00)
<i>Media simple</i>	13,96	22,72	22,23	22,61	21,53
TOTAL					
<i>Media simple</i>	13,20	25,12	23,93	25,96	24,14
CAJAS DE AHORRO					
ALAVA PROVINCIAL	14,19	19,90	19,00	20,22	19,00
ALBACETE	13,10	22,10	-	22,71	-
ALICANTE PROVINCIAL	13,92	21,55	20,00	(4,00)	-
ALMERIA	12,50	21,00	-	(4,00)	-
ANTEQUERA	11,30	23,21	22,00	23,21	22,00

(Continuación) 4
Situación al día 31 de diciembre de 1988

CAJAS DE AHORRO	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
ASTURIAS	12,50	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	11,46	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	12,55	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	14,20	21,55	-	21,55	-
ORENSE	11,57	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	12,55	21,00	-	(2,00)	-
RIOJA	13,00	22,00	-	22,00	-
RONDA	12,55	21,00	20,00	21,55	20,00
SABADELL	12,55	23,88	22,00	(3,00)	-
SAGUNTO	13,65	21,55	-	(3,03)	-
SALAMANCA	10,92	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 diciembre 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	13,00	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)	—
TOTAL					
<i>Media simple</i>	12,50	21,49	20,23	22,27	20,43

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

CIRCULARES Y COMUNICACIONES VARIAS PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	CONTENIDO	PUBLICACION EN EL «BOE»
15/88, de 5 de diciembre	Entidades de depósito. Tipos de interés, comisiones y normas de actuaciones con la clientela.	16 diciembre 1988
16/88, de 29 de diciembre	Entidades de depósito. Entrada en vigor de la circular 15/1988, de 5 de diciembre.	31 diciembre 1988

COMUNICACIONES VARIAS DEL BANCO DE ESPAÑA

COMUNICACIONES VARIAS	CONTENIDO
Instrucción de 28 de noviembre de 1988 (Ref. Int. CV 10/88)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Su- basta de bonos del Estado.

CORRECCIONES A LAS CIRCULARES PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	CONTENIDO
4/86, de 14 de febrero	Modificación de 27 de octubre de 1988, por la que se anulan y sustituyen las páginas número 4, 5, 6, 8, 11 y 26.
16/86, de 2 de diciembre	Se anula y sustituye la página 2.
22/87, de 29 de junio	Modificación de noviembre de 1988, por la que se anulan y sustituyen las páginas número 4, 30, 31, 32, 46, 52, 79, 92, 93, 108, 110, 139, 144, 154 y 155.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES DE CREDITO

Variaciones producidas durante el mes de enero de 1989

Código	Nombre	Fecha	Concepto
BANCOS			
0184	BANCO EUROPEO DE FINANZAS	12.01.89	Alta con domicilio social en Madrid, C/Alvarez de Baena, 4
0185	SABADELL MULTIBANCA	12.01.89	Alta con domicilio social en Barcelona, Paseo de Gracia, 36
0183	JYSKE BANK (ESPAÑA)	19.01.89	Concesión de funciones delegadas en el Mercado de Divisas
COOPERATIVAS DE CREDITO			
3074	ORENSE, C.R. PROVINCIAL, S.C.C.L.	10.01.89	Baja por absorción por la Caja de Ahorros de Galicia
3106	REUS, C.R.C.C. COMARCAL AVICULTURA, S.C.C.C.L.	10.01.89	Baja por absorción por la Caja de Ahorros de Cataluña
OFICINAS DE REPRESENTACION DE BANCOS EXTRANJEROS			
1133	COMPAGNIE INTERNATIONALE DE BANQUE, OF. REP.	12.01.89	Baja a petición propia
DEMÁS ENTIDADES DE CREDITO (Ley 26/1988)			
048	FINANCIERA VIZCAINA, S.A., E.F.	10.01.89	Baja a petición propia
081	FINANCIERA GUIPUZCOANA, S.A., E.F.	10.01.89	Baja a petición propia
11	BANSABADELL, S.A., S.C.H.	25.01.89	Cambio denominación a Bansabadell Hipotecaria, S.C.H., S.A.
9	SABADELL DE FACTORING, S.A.	25.01.89	Cambio denominación a Bansabadell Factoring, S.A.
489	SABADELL DE FINANCIACION, S.A., E.F.	25.01.89	Cambio denominación a Bansabadell Financiación, S.A.

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.

RAFAEL REPULLO

LOS EFECTOS ECONOMICOS DE LOS COEFICIENTES BANCARIOS: UN ANALISIS TEORICO.—DOCUMENTO DE TRABAJO, N.º 8808

El objetivo de este trabajo es construir un modelo sencillo del sector financiero de una economía con el fin de analizar los efectos económicos de las regulaciones que exigen que los bancos mantengan en sus carteras una proporción (o coeficiente) de sus depósitos en forma de determinados activos con una rentabilidad inferior a su coste de oportunidad. En concreto, se trata de formalizar una idea que se puede encontrar en los trabajos de Black y Fama, entre otros, según la cual los coeficientes son una forma de imposición sobre la rentabilidad de los depósitos, por lo que sus efectos económicos se deben estudiar en el contexto de la teoría de la imposición.

El modelo que se presenta en este documento, está inspirado en los trabajos de Brainard y Tobin en los que, a diferencia de los modelos tradicionales de multiplicadores monetarios, se propone una nueva aproximación a la modelización del sector financiero de una economía en la cual el equilibrio de los mercados financieros se analiza a partir de un conjunto de funciones de oferta y demanda de los diversos activos financieros. Un aspecto fundamental del modelo es que incorpora explícitamente un sistema bancario competitivo, lo que, en ausencia de costes de intermediación, se traduce en una condición de beneficios bancarios iguales a cero. Por este motivo, las conclusiones del trabajo sólo resultan aplicables a sistemas financieros con un elevado grado de competencia.

El resultado principal del trabajo es que, en el contexto de este modelo, los coeficientes bancarios son equivalentes a una combinación de un impuesto proporcional sobre la rentabilidad de los depósitos, y una operación de mercado abierto contractiva, por importe de los fondos retenidos inicialmente por los coeficientes. Este resultado permite descomponer el

impacto de los coeficientes bancarios en dos efectos: un efecto contractivo directo y un efecto impuesto. Lo que lleva, a su vez, a definir el concepto de variaciones compensadas de los coeficientes, que recogen únicamente el efecto impuesto, y a estudiar sus consecuencias sobre los tipos de interés de equilibrio y sobre el bienestar de los agentes de esta economía.

