

BANCO
DE
ESPAÑA

boletín económico

mayo 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_t).
- T₁₂¹ Tasa interanual de variación de una serie de datos mensuales $\left[\frac{\text{Ene}_t}{\text{Ene}_{t-1}} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (enero_t).
- 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>
Conferencia del gobernador del Banco de España en la apertura de las Jornadas «Exposición 89».	5
Conferencia del gobernador del Banco de España en la clausura de las XVI Jornadas del Mercado Monetario	9
Evolución monetaria.	13
Los factores estacionales del crédito interno para 1989.	19
La ECU: evolución y perspectivas de futuro.	23
Mercados financieros internacionales: evolución en 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 abril de 1989	58
Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España	63
Registros oficiales de entidades de crédito. Variaciones producidas durante el mes de mayo de 1989	64
Publicaciones recientes del Banco de España	65
Indicadores económicos	67
Artículos y publicaciones del Banco de España	113

Conferencia del gobernador del Banco de España en la apertura de las Jornadas «Expoinversión 89»

Es para mí un honor inaugurar estas jornadas de «Expoinversión 89», y quisiera aprovechar la ocasión para compartir con ustedes algunas reflexiones sobre el conjunto de instrumentos financieros que se muestran en esta exposición y, en general, sobre algunos problemas de nuestro sistema financiero.

En los últimos años han surgido en nuestros mercados múltiples innovaciones que han alterado profundamente los circuitos financieros tradicionales. Algunas de ellas han sido efímeras, ya que trataban simplemente de eludir determinadas obligaciones legales —como los coeficientes de caja, de inversión, o de recursos propios— o evitar el control de la Hacienda Pública. En estos casos, ha habido un período de lento aprendizaje tras la creación del nuevo instrumento; después una fase de súbita madurez y crecimiento explosivo de la contratación; posteriormente, la reacción del Ministerio de Economía y Hacienda y del Banco de España, adoptando medidas para evitar los fenómenos antes mencionados; y, por último, una etapa de rápida desaparición de los fondos materializados en dichas operaciones y su trasvase hacia otros instrumentos. Este ha sido el ciclo seguido, entre otros, por las letras negociadas en bolsa, los efectos de propia financiación, los pagarés bancarios emitidos al descuento, los activos financieros sin retención en el origen, las cesiones de activo y las operaciones de seguro de prima única.

Otras innovaciones, por el contrario, se han basado en mejoras genuinas que han supuesto un enriquecimiento progresivo de nuestros circuitos financieros.

Si nos fijamos, para empezar, en la deuda pública, hay que destacar la consolidación de las letras y bonos del Tesoro y de las obligaciones del Estado, negociados en los mercados telefónicos, a través de las redes especializadas de operadores, y materializados en anotaciones en cuenta en el Banco de España. En los cuatro últimos años, este mercado ha alcanzado una liquidez, una profundidad y una rapidez operativa, tanto en las operaciones de contado, como en las transacciones a plazo, que han supuesto una mejora muy notable en la gama de productos accesibles a los distintos inversores.

En el campo de los títulos privados, hay que resaltar la creación y desarrollo del mercado de pagarés de empresa y las nuevas posibilidades asociadas a la expansión de los mercados bursátiles. El primero es un ámbito apto para la transmisión de papel de grandes emisores. El segundo se configura como un entorno más tradicional, al que los ahorradores están ya habituados y que, de hecho, durante muchos años, fue el

único mercado financiero importante fuera de las instituciones bancarias.

Las operaciones bancarias han sido, sin embargo, las que han ofrecido a los particulares mayores novedades de colocación. Desde cuentas financieras, que enlazan diariamente, al cierre de operaciones, un depósito a la vista y la compra de un título público o privado de alta rentabilidad, hasta bonos convertibles, con warrants, o a tipos de interés variable, pasando por cédulas hipotecarias, cesiones temporales de deuda pública o de pasivos privados, transferencias de activos, participaciones en créditos, y un largo añadido de distintos contratos, la gama de operaciones bancarias ha crecido enormemente durante estos años. En suma, las entidades de crédito han ido creando un amplio número de operaciones en un intento de ofrecer a la clientela la solvencia de la entidad contratante, junto con la rentabilidad y liquidez de los nuevos activos.

Por otro lado, a partir del real decreto, de noviembre de 1986, sobre inversiones en el extranjero, y de la orden ministerial, de diciembre de 1988, han quedado liberalizadas las adquisiciones de valores extranjeros, con la condición de que estén negociados en un mercado organizado. Asimismo, pueden intercambiarse sus opciones y futuros, sin límite de cuantía, y prácticamente sin traba alguna en cuanto a su materialización. Se exceptúa de esta liberalización solamente la tenencia de depósitos en moneda extranjera.

En resumen, en menos de una década ha cambiado radicalmente la oferta de instrumentos financieros. Esta transformación ha estado impulsada principalmente por las entidades de depósito y de seguros, mientras que los mercados bursátiles siguen centrados en los activos más tradicionales. Tras la entrada en vigor de la Ley de Reforma del Mercado de Valores, es de esperar, sin embargo, que pronto empiecen también a percibirse cambios importantes en este terreno.

La complejidad creciente de los procesos financieros ha facilitado la aparición de productos destinados a la cobertura de riesgos específicos: de tipos de interés y de cambio, principalmente. De entre ellos, algunos son accesibles para los ahorradores particulares; así lo demuestra la oferta de instrumentos a tipo variable, convertibles, warrants, etc. La utilización habitual de otros contratos de cobertura requiere, sin embargo, un conocimiento, una agilidad operativa y unos fondos superiores a aquellos de los que disponen la mayor parte de los inversores individuales.

Esa carencia ha sido una de las razones que han contribuido al desarrollo de medios de inversión colectiva, como los fondos de inversión y de pensiones, que

pueden poner al alcance de los pequeños ahorradores estrategias complejas de inversión. En España se ha observado un rápido crecimiento de los fondos de inversión, que, en los últimos cinco años, han multiplicado por 20 sus activos, hasta superar los 600 mil millones de pesetas. Asimismo, han surgido fondos de dinero que, en dos años, han acumulado un patrimonio superior a 225 mil millones de pesetas, e instituciones de inversión colectiva especializadas en otras colocaciones. Esta evolución, junto al auge de los fondos de pensiones, hace pensar que la inversión colectiva será muy probablemente la vía a través de la cual gran parte del ahorro haga uso de los nuevos instrumentos financieros.

* * *

Todo esto ha sido posible gracias a que la política financiera ha abandonado la pretensión, predominante en los años sesenta y principios de los setenta, de encorsetar el dinamismo de los mercados y la libertad de los agentes que los conforman. Ha aspirado, por el contrario, a establecer unas reglas de juego que, respetando la autonomía de las partes contratantes, promuevan en una clientela dispersa y poco habituada a este tipo de operaciones un conocimiento suficiente de la transacción realizada, aseguren a los agentes, a las autoridades y al público en general, información sobre la actividad desarrollada, y garanticen la sanidad y solvencia de las instituciones implicadas.

El negocio financiero es una industria especialmente apta para la creatividad y la innovación, pero, al mismo tiempo, es especialmente vulnerable. Está basado en la negociación en masa con una clientela que, normalmente, no está familiarizada con el entramado jurídico-administrativo de los contratos, y se fundamenta, por tanto, en la confianza de las partes; mantiene un alto riesgo de difusión de todo tipo de incertidumbres, ya que es difícil que los ahorradores evalúen y diferencien la calidad de las instituciones, y éstas, por su parte, quedan profundamente entrelazadas en las transacciones interbancarias; y, por último, maneja una materia prima —el crédito— de enorme importancia para el buen funcionamiento de la economía.

Estas características han llevado a regular los sistemas financieros de los distintos países, en apoyo de los intereses generales, procurando la defensa del inversor, la utilización de buenas prácticas operativas en los mercados bancarios y de valores, y la seguridad y solvencia de las instituciones.

Una normativa cuidadosa con la autonomía de las partes, que aspire a proteger estos valores, no es una

muestra de intromisión en el ámbito de la libertad de mercado, sino un signo de modernidad, ya que enmarca el terreno donde es posible la generación y difusión de estas innovaciones, no permitiendo que el abuso de unos pocos termine esterilizando el esfuerzo de una industria responsable.

Si se observa el entorno mundial, puede percibirse que la tendencia apunta en esta misma dirección. Baste citar los escándalos en la Bolsa de Nueva York, suscitados por la actividad de «insiders», que han terminado involucrando a importantes instituciones financieras; recuérdense también los problemas que surgieron a finales de 1988 en el Mercado de Opciones y Futuros de Chicago con el uso de información confidencial, que han llevado al procesamiento de más de cien empleados de las empresas de corretaje, y que están impulsando una revisión de los códigos de conducta. En Europa está todavía muy reciente el «affaire Pechiney», que ha inducido al Gobierno francés a incrementar las competencias de la Comisión de Operaciones Bursátiles.

En España también se ha empezado a trabajar en la protección del ahorrador; y quisiera dedicar unas palabras a comentar brevemente dos aspectos recientes de esta labor: la defensa del consumidor y la vigilancia de las buenas prácticas en los mercados de valores.

El Ministerio de Economía y el Banco de España han establecido una detallada normativa de defensa del consumidor de «productos» bancarios. Se ha regulado la publicidad de los tipos de interés, especificando las bases de cómputo de las tasas anuales equivalentes, se ha normalizado la aplicación de comisiones, se ha exigido la difusión de folletos donde se expresen las tarifas aplicadas, y se han fijado las condiciones de valoración de las operaciones. Cabe destacar que la circular del Banco, que ha entrado en vigor el día 1 de marzo de 1989 y que detalla estas actuaciones, no pretende encorsetar la libertad mercantil, sino que aspira, únicamente, a explicitar las cláusulas de los contratos a la parte menos protegida. Es cierto, sin embargo, que en este terreno hemos ido más deprisa que el resto de la Comunidad.

En septiembre de 1987, el Banco de España puso en funcionamiento el Servicio de Reclamaciones, que está a disposición de los usuarios para asegurar el cumplimiento de la normativa bancaria y evitar las prácticas abusivas. Estas reclamaciones dan lugar a menudo al allanamiento de la entidad y en otras ocasiones al desestimiento del reclamante. Por supuesto, si la entidad ha cometido una infracción de normas administrativas, el Banco de España abre un expediente que puede dar lugar a la correspondiente sanción; cuando se trata de

una infracción de la legislación general de protección del consumidor, se da traspaso del expediente al Instituto de Consumo.

Nos estamos encontrando, sin embargo, con que, a veces, se confunde lo que es una infracción administrativa, con una diferencia de interpretación de derechos civiles o mercantiles entre la entidad bancaria y su cliente, que debe ser resuelta por los tribunales. Dicho en otras palabras, no se comprende siempre que el Servicio de Reclamaciones ni es ni puede ser una especie de tribunal que zanje pleitos entre las entidades y la clientela bancaria. Tampoco puede entrar a determinar si es justo o injusto el precio cobrado por un determinado servicio bancario, siempre que se haya respetado la ley.

Otro aspecto que ha preocupado a las autoridades ha sido la regulación de los usos y prácticas operativas en los mercados de valores. En este apartado incluyo, entre otros, el uso de información confidencial en las compraventas bursátiles, la utilización adecuada de las ofertas públicas de adquisición, los criterios de introducción de órdenes en la bolsa, y la instrumentación y adecuada liquidación de las transacciones con pagarés de empresa.

Aunque se han dado pasos importantes, en este ámbito la normativa está menos consolidada. Pese a ello, quiero referirme a tres campos en los que han ido sentándose las bases para obtener en el futuro resultados más tangibles. Próximamente va a entrar en funcionamiento el mercado continuo en las bolsas españolas. Este método de negociación contempla un registro y control de órdenes que va a permitir un seguimiento mucho más cuidadoso de las prácticas de negociación de los títulos introducidos en el sistema.

Destacan, en segundo lugar, las actuaciones en el mercado de pagarés de empresa. El Banco de España y las principales entidades intermediarias han trabajado en una normalización de las transacciones llevadas a cabo, que espero mejore la transparencia y eficacia de este mercado.

No puedo dejar de mencionar, en tercer lugar, el avance que ha significado la aprobación de la Ley de Reforma del Mercado de Valores. En su título VII, sobre normas de conducta, se establecen las bases jurídicas para exigir un comportamiento impecable a «cuantas personas ejerzan actividades relacionadas con los mercados de valores», que no podrán utilizar información privilegiada, ni provocar una evolución artificial de las cotizaciones, y deberán deslindar los intereses de los clientes de los suyos propios. Este título, que todavía no ha sido desarrollado, ofrece a la Comisión Nacional

del Mercado de Valores el fundamento legal para una regulación cuya ausencia se echa cada vez más de menos.

Me permitirán ustedes que me detenga un momento sobre una cuestión muy relacionada con lo anterior y que ha preocupado enormemente al Banco de España desde hace varios años: el fenómeno de las llamadas autocarteras bancarias. Como ustedes saben, la Ley de Sociedades Anónimas prohíbe a una sociedad comprar sus propias acciones, salvo en circunstancias excepcionales. Sin embargo, desde siempre las sociedades cotizadas en bolsa han vigilado la marcha de sus títulos, y concretamente la banca interviene casi continuamente en la bolsa a través de sociedades filiales. Estas prácticas, muy antiguas, se han justificado por la pequeñez de nuestra bolsa en el pasado, que podía dar lugar a movimientos erráticos de las cotizaciones. Hay que reconocer, sin embargo, que esta práctica ha llevado, no sólo a compensar los movimientos erráticos, sino a una política permanente de mantenimiento de las cotizaciones a niveles elevados.

La consecuencia ha sido que las autocarteras han ido aumentando con el tiempo, hasta llegar en algunos momentos a cifras importantes. Desde el punto de vista del Banco de España este fenómeno es grave, en la medida que reduce los recursos propios que de hecho tiene una entidad. Por ello, el Banco instó en su día al Ministerio de Economía y Hacienda a introducir unas normas que permiten deducir la autocartera de los recursos propios en el momento del cálculo del coeficiente de ese nombre.

Por otro lado, el Banco de España ha pedido recientemente a los bancos que publiquen regularmente el volumen de su autocartera, con el fin de que los inversores no puedan en el futuro llamarse a engaño. Con todo ello, el Banco de España ha ido todo lo lejos que podía en este terreno, lo cual no significa que no nos preocupe la intervención tan frecuente de los bancos en el mercado y las operaciones por fuera de éste.

Estas prácticas tienden, como decía hace un momento, a fijar a menudo las cotizaciones a unos niveles artificiales, lo cual, a la larga, irá en perjuicio del inversor. Además, la autocartera puede hacer incurrir en pérdidas futuras importantes a las entidades, que serán mucho menos soportables el día que los beneficios bancarios sufran más intensamente la presión de la competencia. De hecho, soy testigo de que muchos bancos son los primeros en deplorar esta situación. Por todo ello, espero que en un futuro cercano la Comisión del Mercado de Valores pueda poner fin a estas operaciones.

Termino aquí mis comentarios sobre nuestros mercados financieros, haciendo votos por el éxito de estas Jornadas, que estoy seguro ayudarán a un mejor conocimiento de las oportunidades de colocación del ahorro y, en último término, al desarrollo de nuestro sistema financiero.

Madrid, 18 de abril de 1989.

Conferencia del gobernador del Banco de España en la clausura de las XVI Jornadas de Mercado Monetario

Es obligado que mis primeras palabras sean de agradecimiento al gobernador del Banco de Italia por su presencia en esta jornada de clausura de la XVI reunión de Intermoney. Es de todos conocido el papel clave que el Dr. Ciampi ha tenido durante todos estos años en la economía italiana y, muy en especial, en la tarea de crear las condiciones para que Italia pudiese aprovechar plenamente las posibilidades que, por el dinamismo de su economía, le ofrece la integración europea.

A los españoles, sus análisis de los problemas económicos italianos nos suenan muy a menudo a comentarios de nuestros propios problemas. No en balde tenemos muchos puntos comunes, tanto por lo que se refiere a la vitalidad de nuestras dos economías, como a nuestra tendencia común a olvidar que ese progreso no es sostenible sin una estabilidad financiera, que necesariamente tiene que asentarse en la disciplina del sector público.

Estando hoy reunidos en Roma, donde hace 32 años se firmó el tratado que lleva su nombre, y habiéndose publicado hace pocas semanas el «Informe sobre la integración económica y monetaria europea», no les extrañará a ustedes que haya elegido como tema para mi intervención de esta mañana la entrada de la peseta en el Sistema Monetario Europeo, que constituye, sin duda, una de las decisiones más importantes de nuestra política económica.

* * *

Las dos preguntas principales que cabe hacerse frente a esa posibilidad son: ¿la aceptación del mecanismo de disciplina cambiaria que supone el SME mejora o debilita la capacidad de la economía española para absorber las perturbaciones de origen interno o externo que en el futuro puedan afectarla? y, en segundo lugar, ¿la entrada de la peseta en el SME ayudará a mejorar la política económica española, así como la propia conducta de los agentes económicos?

En principio, gozar de un grado amplio de flexibilidad en el manejo de la política cambiaria es conveniente cuando las perturbaciones que afectan a una economía son de carácter real y de suficiente intensidad. Ahora bien, en economías muy abiertas al exterior y en las que exista un grado elevado de indicación salarial, los movimientos del tipo de cambio nominal se trasladarán con rapidez al nivel de precios, reduciendo notablemente los efectos de las modificaciones del tipo de cambio y aumentando las ventajas de la estabilidad de éste.

En todo caso, en las ocasiones en las que un mayor grado de flexibilidad cambiaria resulta eficaz, dicha flexibilidad no es incompatible con las normas del SME. De hecho, estas situaciones de «desequilibrio fundamental» de la balanza de pagos justifican que un país pueda solicitar la revisión del tipo de cambio central de su moneda definido en el Sistema.

Con estas características de «rigidez flexible», el SME puede contribuir a reducir la variabilidad a corto plazo del tipo de cambio de la peseta, a evitar que la cotización de la peseta se distancie de forma prolongada del nivel coherente con los factores económicos fundamentales de nuestra economía, y a impedir que se registren fluctuaciones importantes del tipo de cambio real.

El funcionamiento del SME durante sus diez primeros años de vida avala esta tesis, puesto que no se observan fluctuaciones importantes de los tipos de cambio reales, ni situaciones de desequilibrio profundo y prolongado en los tipos de cambio de las monedas participantes; problemas que, en cambio, sí se han producido en los casos de otras monedas.

Por esos motivos, existe un consenso bastante generalizado acerca de que la reducción del grado de incertidumbre económica, derivada de la mayor estabilidad de los mercados de cambios en el seno del SME, ha favorecido la creciente integración de las economías comunitarias durante los últimos años.

Cabe esperar, además, que los beneficios obtenidos de una mayor estabilidad en los mercados de cambios sean crecientemente importantes. La razón estriba en que si la peseta se mantuviese fuera del SME, la libre circulación de capitales prevista en la CEE podría dar lugar a fuertes presiones en el mercado de la peseta, que se traducirían en un elevado grado de inestabilidad cambiaria. Tal inestabilidad, a su vez, incidiría muy desfavorablemente en el sector real de la economía, como lo demuestra la experiencia de algún otro país de la Comunidad.

En mi opinión, aquellos que defienden las ventajas de conservar una política monetaria autónoma, frente a la pérdida de autonomía que implica la incorporación al SME, incurrir en un cierto espejismo. A medida que la realización del mercado interior comunitario conduzca a un mercado único de servicios financieros, basado en la libertad plena de movimientos de capitales, los márgenes de autonomía de que dispondrán los países miembros en la formulación y el desarrollo de sus políticas monetarias nacionales serán más nominales que efectivos, participen o no en el mecanismo de cambios del SME. En efecto, la potenciación de los movimientos de capitales que las

nuevas condiciones de libertad e integración financieras entrañan, obligará a los países comunitarios, incorporados al SME o ajenos al mismo, a reforzar el grado de convergencia de sus políticas económicas si quieren evitar una inestabilidad perturbadora de sus tipos de cambio.

Por ello, manteniéndose fuera del Sistema, un país apenas ganará márgenes de autonomía en su política monetaria; incorporándose a aquél, se beneficiará, en cambio, de participar en unas normas claras de política económica que, junto con las disponibilidades de financiación para las intervenciones cambiarias, tenderán a moderar la especulación y facilitarán la estabilidad del tipo de cambio.

Es indudable, por lo demás, que las consecuencias indicadas de la realización del mercado único, especialmente en sus aspectos financieros, harán necesario un sustancial aumento de la cooperación monetaria en el seno del SME —y, de modo general, en el ámbito de la Comunidad—. Este es el mensaje básico que inspira el reciente informe del comité nombrado por el Consejo Europeo para «estudiar y proponer las etapas conducentes a una unión económica y monetaria».

* * *

El análisis de los aspectos generales ligados a la entrada de la peseta en el SME necesita completarse, examinando cuál es su impacto sobre la capacidad de nuestra política económica, para conseguir un crecimiento sostenido y no inflacionario en el futuro.

Nuestra experiencia durante los últimos quince años muestra que existen factores de carácter social y político que tienden a reducir la capacidad de la política monetaria para cumplir de forma adecuada su objetivo principal, que es la estabilidad de precios. Concretamente, la confianza por parte de los diversos agentes de que una expansión presupuestaria o unos acuerdos salariales más laxos serán financiados, en última instancia, por el Banco de España, y que sus desfavorables consecuencias sobre la competitividad externa de nuestra economía serán mitigadas con una variación del tipo de cambio, hace que dichos agentes no perciban claramente las desfavorables consecuencias globales de sus acciones individuales o de grupo.

La entrada de la peseta en el SME puede ayudar a cambiar este estado de cosas. Los agentes económicos —empresarios y empleados— tomarán conciencia de que decisiones inflacionistas en cuanto a precios y salarios tendrán una repercusión inmediata sobre los márgenes empresariales y sobre el empleo,

en la medida que la política monetaria no podrá compensar esas presiones inflacionistas con una mayor creación de dinero. Dicho en otras palabras, al fijar el tipo de cambio de la peseta frente a monedas muy estables se hace posible importar, en buena parte, la menor y más estable tasa de inflación de otros países de la Comunidad a través de las restricciones que vienen impuestas sobre la política monetaria española.

Ahora bien, los favorables efectos potenciales de la entrada de la peseta en el SME, anteriormente descritos, sólo se producirán realmente si, en el futuro, se lleva a cabo una distribución adecuada de tareas y responsabilidades entre la política monetaria y la política presupuestaria.

Sin esta mejor articulación entre las políticas presupuestaria y monetaria, la inclusión de la peseta en el Sistema sería desde luego un foco de problemas. Por un lado, en el corto plazo, el compromiso de mantener estable el tipo de cambio de la peseta, en un marco futuro de libre circulación de capitales, haría que una política presupuestaria expansiva crease presiones al alza de los tipos de interés nacionales, que, a su vez, tenderían a apreciar la peseta. Para evitar que esta apreciación se materializase, las autoridades se verían obligadas a intervenir en los mercados de cambios vendiendo pesetas y comprando otras monedas. Por tanto, en el corto plazo, una política presupuestaria expansiva llevará a una expansión monetaria a través del mecanismo del SME, con lo que se producirá un aumento de la inflación.

Por otro lado, el mantenimiento de una política presupuestaria sistemáticamente expansiva llevaría, en el medio y largo plazo, a recurrir a su financiación vía monetización, elevando así, permanentemente, la tasa de inflación de la economía, lo que resulta incompatible con el objetivo de mantener estable el tipo de cambio frente a países con menor tasa de inflación.

Con frecuencia se argumentan los elevados costes en términos de crecimiento y paro que tendría la entrada de la peseta en el SME si ésta supone poner en marcha políticas económicas que consigan la estabilidad de precios. Este razonamiento presupone que la política cambiaria puede alterar de manera sistemática la competitividad real de la economía y su tasa de crecimiento. Pero, según apunta la evidencia empírica reciente, en una economía como la española, la transmisión de variaciones del tipo de cambio nominal a precios es bastante rápida, con lo que la capacidad de la política cambiaria para influir sobre la competitividad y el crecimiento reales es transitoria.

En realidad, no sería tanto la inclusión o exclusión de la peseta en el SME, sino el dinamismo del área económica en el que está integrada España, lo que actúe como un factor condicionante de nuestra tasa de crecimiento. De ahí que sea de vital importancia mantener, en el futuro de la CEE, el objetivo compartido de estabilidad de precios, pero en un contexto de crecimiento económico sostenido que ayude a mitigar los costes de ajuste derivados del impacto del mercado único de 1992.

Señoras y señores, he intentado exponerles sucintamente las razones por las que, en mi opinión, la entrada de la peseta en la disciplina cambiaria del SME tendría unos efectos beneficiosos para la economía española. Pero, simultáneamente, pienso que el SME debe evolucionar en la línea señalada por el Informe sobre la Unidad Económica y Monetaria. La tarea no será, desde luego, fácil, como lo demuestran algunas de las reacciones que se han producido en las últimas semanas. Estoy convencido, sin embargo, de que los hechos y el buen sentido terminarán imponiéndose, y que, por tanto, en un futuro no demasiado lejano, podamos hablar de una verdadera coordinación de políticas monetarias en la Comunidad, como un primer paso hacia la unión monetaria europea.

Roma, 5 de mayo de 1989.



Evolución monetaria

Según datos provisionales, los activos líquidos en manos del público (ALP) crecieron, durante el mes de abril, un 12,9 %, en tasa intermensual anualizada, lo cual conduce a un crecimiento acumulado en el primer cuatrimestre del año del 11,9 %. De esta forma, parece confirmarse que la desaceleración experimentada por este agregado en el mes de marzo fue un fenómeno transitorio, ligado, principalmente, a la restricción en la oferta de títulos del Estado al público por parte de las instituciones bancarias, tras el bajo nivel que alcanzaron sus carteras.

En abril, la recuperación de los saldos mantenidos por las familias y las empresas en títulos públicos, con un aumento de 195 m.m., fue el principal determinante de la expansión de ALP. Este aumento se concentró en las letras del Tesoro, que registraron un crecimiento de 209 m.m., mientras que las cesiones de deuda aumentaron tan sólo 8 m.m. y los pagarés del Tesoro disminuyeron 22 m.m. Al fuerte incremento en los saldos mantenidos en letras —el mayor desde hace más de un año— contribuyeron diversas causas, que proceden tanto del lado de la oferta como de la demanda. Las entidades crediticias suscribieron letras del Tesoro muy por encima de las amortizaciones que se produjeron, reflejando unas expectativas de relativa estabilidad en la rentabilidad ofrecida por el Tesoro. Las operaciones de drenaje de liquidez que el Banco de España instrumentó a lo largo del mes, cediendo letras a tres meses por cantidades superiores a los vencimientos y vendiendo en

1. Agregados monetarios (Ø) (*)

	Saldos m.m.	Variación intermensual (T ₁) %			Variación acumulada desde DIC de 1988 %		
		1989			1989		
		ABR (p)	FEB	MAR (p)	ABR (p)	FEB	MAR (p)	ABR (p)
Activos líquidos en manos del público (ALP)	37.250	14,6	5,8	12,9	14,5	11,5	11,9
Disponibilidades líquidas (M ₃)	27.293	7,3	11,1	9,0	8,3	9,2	9,2
Efectivo	3.298	24,7	28,1	13,5	24,5	25,7	22,5
Depósitos de la banca	11.853	6,1	11,0	7,2	6,7	8,1	7,9
Depósitos de las cajas	10.803	4,1	8,8	11,9	5,5	6,6	7,9
Otros depósitos (a)	1.339	5,4	-6,2	-8,0	8,8	3,5	0,5
Otros activos líquidos	10.095	42,3	1,8	17,7	45,0	28,9	26,0
Títulos públicos (b)	7.299	60,9	5,4	38,4	82,2	51,8	48,3
Otros activos (c)	2.796	5,7	-6,5	-22,2	-14,4	-11,8	-14,5

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

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

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

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

firmes títulos de su cartera, contribuyeron, asimismo, a una mayor disponibilidad de letras del Tesoro por parte de las instituciones financieras, que éstas canalizaron simultáneamente hacia su clientela mediante cesiones temporales. Así, la reposición de carteras de las entidades bancarias permitió atender la demanda de letras del público, que mostró una gran pujanza.

Según se comentó en el anterior Boletín Económico, la caída registrada en el saldo de pagarés del Tesoro, por segundo mes consecutivo desde finales del verano, refleja, probablemente, la paralización del trasvase hacia estos activos desde operaciones de seguros de prima única, provocada por el proceso de revisión que se está llevando a cabo en la ley reguladora del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. El estancamiento experimentado en abril en las operaciones de seguros de las cajas de ahorro, tras varios meses de continuo descenso, parece confirmar la suspensión, por el momento, de dichos trasvases.

Los activos líquidos computables crecieron en un 6,5 % durante el mes de abril, como resultado de una evolución desigual entre banca y cajas: un 2,7 % de incremento en la primera, frente a un 11,1 % en las segundas. Sin embargo, el crecimiento acumulado en los cuatro primeros meses del año es similar en ambos tipos de entidades (el 5,5 %). En cuanto a los

depósitos, las tasas registradas fueron el 7,2 % para banca y 11,9 % para cajas.

Del resto de componentes de ALP hay que destacar la reducción en 30 m.m. de las participaciones de activo de la banca, después de un aumento de más de 100 m.m. en el primer trimestre del año y la desaceleración del efectivo en manos del público. Su ritmo de crecimiento en abril (13,5 %) contrasta con las tasas superiores al 24 % del primer trimestre.

Las estimaciones provisionales sobre la evolución de los agregados más reducidos muestran una desaceleración en sus ritmos de expansión en abril, sobre todo, en M1 y M2, con tasas de crecimiento del 9 % para M3 y 8 % y 6 % para M2 y M1, respectivamente.

El crédito interno a las empresas y familias volvió a crecer en abril a un fuerte ritmo, evaluado, con el avance provisional de los estados contables de banca y cajas, en un 19,5 %. El dato provisional de marzo fue revisado al alza con la nueva información disponible, de manera que el crecimiento acumulado en el primer cuatrimestre de 1989 rebasó el 19 %, muy por encima de lo previsto en la programación monetaria. Las tasas T_{12}^1 de los tres últimos meses se sitúan en torno al 18 %, tal como puede comprobarse en el cuadro 2, apreciándose una mayor expansión en las cajas que en la banca. La acumulación de datos sobre el crédito interno al sector privado en

2. Financiación a empresas y familias (a)

	Saldos en m.m.			Tasas de crecimiento (%)			Tasa acumulada desde DIC 1988 %	
	1989			1989			1989	
	FEB (p)	MAR (p)	ABR (p)	FEB (p)	MAR (p)	ABR (p)	MAR (p)	ABR (p)
T_1								
Serie desestacionalizada (a)								
Financiación total	30.510	30.828	31.290	16,7	13,3	19,5	19,2	19,3
T_{12}^1								
Series originales								
Financiación total	30.409	30.736	31.230	18,7	17,7	18,8		
Crédito	28.118	28.511	29.012	18,8	18,0	19,3		
<i>Banca</i>	16.617	16.766	17.141	17,8	16,5	18,4		
<i>Cajas</i>	7.974	8.186	8.318	27,0	27,3	27,6		
<i>Resto</i>	3.526	3.558	3.553	7,7	6,7	6,9		
Valores y mercados monetarios	2.291	2.225	2.218	17,6	13,3	12,4		

(a) Serie calculada con los nuevos factores estacionales, cuya presentación detallada se realiza en un artículo de este mismo número del Boletín Económico.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 13 y 14. Boletín Estadístico, cuadros II-12 a II-15, III-12 a III-14, IV-7, VI-8 y IX-9.

3. Tipos de interés (Ø)

%

	Plazo d=día m=mes a=año	Medias mensuales				Medias decenales		
		1988	1989			ABR 1989		
		DIC	FEB	MAR	ABR	1.ª dec.	2.ª dec.	3.ª dec.
BANCO DE ESPAÑA:								
Préstamos de regulación monetaria	1 d.	12,4	13,4	13,8	13,8	13,8	13,8	—
Intervención con deuda	7 d.	12,2	—	—	13,3	—	—	13,3
	3 m.	12,3	13,0	13,3	13,5	13,3	13,3	13,8
TESORO:								
Subasta de pagarés	18 m.	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	—
Subasta de letras	12 m.	12,6	13,4	13,8	14,1	—	14,0	14,3
INTERBANCARIO:								
Depósitos	1 d.	12,4	13,5	13,9	13,9	13,8	14,1	13,8
	3 m.	13,6	14,6	15,1	14,8	14,7	14,7	14,9
	6 m.	13,8	14,9	15,4	15,0	14,9	14,9	15,2
Dobles con letras del Tesoro	3 m.	12,2	12,7	13,1	13,4	13,1	13,2	13,6
	6 m.	12,3	12,4	12,9	13,6	13,4	13,3	14,2
Dobles con pagarés del Tesoro	3 m.	5,3	5,3	5,3	5,4	5,3	5,4	5,4
	6 m.	5,3	—	5,3	5,4	5,4	5,4	5,4
Letras del Tesoro al vencimiento	12 m.	12,3	13,4	13,7	13,9	13,9	13,9	14,0
BANCARIOS:								
Depósitos de la banca	1-2 a.	9,0	9,5	9,4	...	...	...	...
Depósitos de las cajas	1-2 a.	9,1	9,3	9,4	...	...	...	...
Crédito de la banca residente								
<i>A interés fijo</i>	1-3 a.	15,0	15,8	15,6	...	...	...	...
<i>Preferencial</i>	3 m.	13,2	13,7	13,9	13,9	...	...	...
Cto. de la b. extranjera a int. vble.		13,7	14,9	15,5	...	...	...	...
Crédito de las cajas								
<i>A interés fijo</i>	1-3 a.	14,8	15,1	15,6	...	...	...	...
<i>Preferencial</i>	3 m.	12,5	12,6	12,7	12,7	...	...	...
OTROS:								
Deuda pública anotada	2 a. o más	12,8	13,2	13,6	13,5	...	...	...
Obligaciones eléctricas	2 a. o más	12,5	13,0	13,4	13,2	...	...	...

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

1989 hace cada vez menos plausible que la desaceleración monetaria de marzo estuviera motivada por un menor ritmo de crecimiento de la actividad económica y apoya, por el contrario, la interpretación de transitoriedad señalada al principio.

El crédito interno recibido por las Administraciones Públicas, experimentó una cierta reducción en abril, debida, principalmente, a la recaudación impositiva trimestral de finales de mes, que posibilitó una fuerte disminución del recurso del Estado al Banco de España.

Los activos netos del sistema crediticio frente al exterior crecieron a un ritmo vigoroso a lo largo del mes, como consecuencia del notable aumento de las reservas del Banco de España, al que se sumó la reducción de los pasivos a corto plazo de las entidades delegadas. El Banco de España hubo de intervenir continuamente en los mercados de cambios ante la presión alcista soportada por la peseta. Esta presión se debió, en buena medida, al dinamismo de la in-

4. Tipos de interés extranjeros (Ø)

%

	Medias mensuales			
	1988	1989		
	DIC	FEB	MAR	ABR
EUROMERCADOS A 3 MESES:				
Dólar	9,3	9,6	10,2	10,1
Franco suizo	4,9	5,8	5,8	6,2
Marco	5,3	6,4	6,4	6,2
Yen	4,5	4,6	4,7	4,6
Franco francés	8,4	9,1	9,0	8,6
Libra esterlina	13,1	13,0	13,0	13,1
Media ponderada (a)	7,0	7,5	7,6	7,6
Diferencial medio (b)	6,5	7,0	7,5	7,2

(a) Medias de los tipos de las seis monedas antes citadas, ponderadas por su participación en la deuda exterior española en diciembre del año anterior.

(b) Tipo interbancario español correspondiente a operaciones de depósito (véase cuadro 3), menos tipo medio ponderado exterior.

versión extranjera, dirigida, en gran parte, hacia la compra de títulos públicos.

Los tipos de intervención del Banco de España se mantuvieron invariables durante casi todo el mes de abril. El tipo marginal de la subasta de préstamos permaneció en el nivel alcanzado en marzo (13,75 %), y el correspondiente a las cesiones de letras a tres meses se elevó 0,4 puntos el día 25, situándose desde entonces en el 13,75 %. Este mantenimiento de tipos exigió abultadas inyecciones de liquidez en la subasta de préstamos, aunque éstas se concentraron en pocos días. Al cierre de la segunda decena se porrateó el 83 % de las cantidades solicitadas. La escasez de dinero que esta medida produjo en el mercado obligó al Banco de España a suministrar liquidez adicional mediante compra temporal de deuda a tipos en torno al 14,25 % y por segunda ventanilla al 14,5 %. Pese a la importante inyección de liquidez, las operaciones de cesión temporal de letras

a tres meses y las ventas en firme de la cartera del Banco de España, superiores a los vencimientos que se produjeron a lo largo del mes, determinaron que, en términos de medias mensuales, la intervención neta fuese de drenaje.

La actuación del Banco de España contribuyó a mantener relativamente estables los tipos de interés del mercado interbancario. En las operaciones de depósito, los únicos acontecimientos a destacar son el repunte al alza de los tipos a un día, al cierre de la segunda decena, como consecuencia de la escasez de liquidez antes señalada, y el descenso de los niveles de los tipos negociados a plazos iguales o superiores al mes. Este descenso puede ser interpretado como un movimiento compensatorio de las elevaciones del mes de marzo suscitadas por las expectativas alcistas del mercado, existentes en aquel momento. El mantenimiento de los tipos de intervención del Banco de España en abril contribuyó a

5. Tipos de cambio (Ø)

	Situación en ABR 1989	Variaciones (%) (a)					
		Mensuales			Mensuales acumuladas desde DIC 1988		
		1989			1989		
		FEB	MAR	ABR	FEB	MAR	ABR
TIPOS DE CAMBIO NOMINALES:							
Del dólar frente a:							
Marco	1,87	1,1	0,7	0,3	5,4	6,2	6,5
Yen	132,05	0,5	2,0	1,4	3,3	5,4	6,8
Países desarrollados (b) (c)	68,16	0,6	1,2	0,4	2,7	4,0	4,4
De la peseta frente a:							
Dólar	116,19	-0,8	-0,5	-	-1,7	-2,1	-2,1
Franco suizo	70,53	0,3	1,4	2,7	4,6	6,1	8,9
Marco	62,12	0,3	0,2	0,3	3,7	3,9	4,2
Yen	87,98	-0,4	1,5	1,4	1,5	3,1	4,6
Libra esterlina	197,55	0,4	1,8	0,8	2,2	4,0	4,9
Franco francés	18,37	0,2	-0,2	-	3,3	3,1	3,1
CEE (b) (c)	101,80	0,3	0,4	0,3	3,2	3,7	4,0
Países desarrollados (b) (c)	105,12	0,0	0,4	0,3	2,3	2,7	3,0
Principales acreedores (d) (c)	109,47	-0,3	0,5	0,9	1,2	1,7	2,6
TIPOS DE CAMBIO REALES (e):							
De la peseta frente a:							
Dólar (f)	...	-1,0	-0,4	...	-1,3	-1,7	...
CEE (b) (c)	...	-	0,7	...	3,6	4,4	...
Países desarrollados (b) (c)	...	-0,1	...	...	2,7	...	...

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

(b) Medias ponderadas por el comercio exterior.

(c) Índice base: Ø 1985=100.

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

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

(f) Índice base: Ø 1980/82=100.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 21 a 23. *Boletín Estadístico*, cuadros XX-51 a XX-53.

6. Intervención del Banco de España

	ABR 1989 (a)	1989			ABR 1989		
		FEB	MAR	ABR	1.ª dec.	2.ª dec.	3.ª dec.
Variaciones absolutas (a)							
Activos de caja	4.334	295	21	34	9	7	3
CONTRAPARTIDAS:							
Circulación fiduciaria (b)	-3.565	33	-396	-30	70	56	8
Otros factores	8.307	-87	559	343	-71	138	52
Sector exterior	4.796	49	-10	148	44	132	17
Sector público	1.850	33	456	-29	-78	43	-280
Cartera de letras del Tesoro	1.419	-329	-46	192	183	-48	81
Otros fondos públicos	284	34	2	-2	-3	-	-
Cuentas diversas (b)	-42	127	157	33	-218	11	234
Operaciones con las instituciones financieras	-407	349	-142	-279	10	-187	-58
Préstamos de regulación monetaria (c)	131	362	-166	-199	31	-145	-44
Cesiones temporales de deuda (c)	-1.087	43	38	-96	-22	-68	-39
Otros	548	-55	-13	15	1	26	25
Niveles medios en porcentajes							
EXCEDENTES DE CAJA (a):							
Sistema bancario	...	0,039	0,043	0,051	0,041	0,049	0,059
Banca	...	0,052	0,058	0,073	0,058	0,070	0,086
Cajas	...	0,025	0,026	0,027	0,023	0,025	0,030

(a) Medias mensuales o decenales, según el calendario de cumplimiento del coeficiente de caja.

(b) Aumento (-).

(c) Incorpora subasta de préstamos, adquisición temporal de títulos y segunda ventanilla.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núm. 5. *Boletín Estadístico*, cuadros I-1 a I-13, y IX-22 a IX-26.

moderar estas expectativas. Comparando los tipos de interés entre marzo y abril, en términos de medias mensuales, su variación fue prácticamente nula en las operaciones a un día y se experimentó un descenso de 0,12, 0,3 y 0,4 puntos para los plazos de uno, tres y seis meses, respectivamente.

En el mercado interbancario de dobles con letras del Tesoro, los tipos negociados registraron aumentos generalizados, tras los bajos niveles que se observaron en el mes anterior, sobre todo en los plazos más cortos, debido a la escasez de títulos en el mercado.

En la misma línea seguida por el Banco de España en las operaciones de cesión a tres meses, el Tesoro aumentó en medio punto la rentabilidad de las letras en la segunda subasta del mes, situando el marginal en torno al 14,5%. Ello favoreció que las renovaciones de letras superasen con creces las amortizaciones registradas. Este aumento en las suscripciones netas continuó en la primera subasta de mayo. Las cantidades brutas colocadas en ambas

emisiones -291 m.m. y 250 m.m., respectivamente-, frente a unos vencimientos de 4 m.m. en cada una de dichas decenas, hizo posible que la emisión neta de títulos en el período transcurrido de 1989 se haya situado en valores positivos, frente a las cifras negativas del primer trimestre.

Los tipos de interés preferenciales, tanto de la banca como de las cajas, se mantuvieron en abril al nivel del mes anterior aproximadamente, lo cual supone 0,7 puntos por encima del contabilizado en diciembre en la banca y 0,2 puntos en las cajas (véase cuadro 3). En cuanto a los demás tipos de operaciones activas, la última información disponible correspondiente a marzo ofrece una imagen desigual, con una reducción de 0,2 puntos en los tipos de los créditos de la banca de uno a tres años, junto a un aumento de 0,5 puntos para los créditos al mismo plazo en las cajas.

El diferencial de tipos de interés con el exterior, reflejado en el cuadro 4, se redujo en 0,3 puntos durante el mes de abril, como consecuencia de la esta-

bilidad de los tipos del euromercado y la disminución en dicha cuantía de los tipos negociados en el mercado interbancario a tres meses. A pesar de ello, y como ya antes se ha comentado, la divisa española sufrió una fuerte presión al alza en los mercados cambiarios, que hubo de ser contenida mediante la compra de reservas por parte del Banco de España. Esta actuación impidió una apreciación excesiva de la peseta. En términos de medias mensuales, la peseta se apreció un 0,3 % frente al marco, frente a la CEE y frente al conjunto de países desarrollados.

La apreciación real de la peseta respecto a la CEE, tomando como referencia los precios al consumo, fue del 0,7 % en marzo, último mes para el que se dispone de información, lo cual sitúa la apreciación real acumulada en el primer trimestre en el 4,4 %.

El rasgo más característico de la evolución del mercado de activos de caja fue la notable generación de liquidez proveniente del aumento en las reservas centrales. La financiación concedida al sector público por el Banco de España, considerada en un sentido amplio que incluye la cartera de letras del Tesoro y de otros fondos públicos junto con el crédito al sector público, tuvo, asimismo, una contribución positiva en la creación de liquidez de base, en términos de la media mensual, pese a la abultada recaudación de impuestos en los últimos días del mes. La evolución expansiva de ambos factores fue contrarrestada, en parte, por el drenaje neto de liquidez al sistema bancario.

Las acusadas oscilaciones entre algunas decenas de la partida de "cuentas diversas" es el reflejo del desfase en fechas que se produce entre el abono al Tesoro de los impuestos recaudados a través del sistema bancario y el cargo correspondiente en las cuentas en el Banco de España de las distintas entidades financieras.

19-V-1989.

Los factores estacionales del crédito interno para 1989

En esta nota se presentan los nuevos factores estacionales del crédito interno a las Administraciones Públicas (AAPP) y a las empresas y familias (EE y FF) para el período 1979-1988, así como las proyecciones del año 1989. Se ha utilizado la nueva información que proporcionan los datos recibidos en 1988 para reestimar los modelos univariantes y sustituir, con dichos datos, las predicciones de 1988 que se realizaron en el último año. El método de desestacionalización no ha sido modificado, siguiéndose el mismo tipo de aproximación que se empleó al obtener la proyección de los factores estacionales de 1988 (1).

1. EL AJUSTE ESTACIONAL DEL CREDITO INTERNO A LAS EMPRESAS Y FAMILIAS

Las oscilaciones de carácter estacional de esta serie se captan bien mediante estructuras determinísticas, hecho que es bastante frecuente en series de datos de fin de mes (2). El modelo univariante que se ha estimado para realizar el ajuste estacional es el siguiente (3):

$$\begin{aligned} \log \text{ASPR}_t = & \\ & = (-0,0078) \text{SDC82} + (0,0060) \text{IMP788} + (0,0009) \text{D1} + \\ & \quad (2,31) \quad (4,45) \quad (0,87) \\ & + (0,0033) \text{D2} + (-0,0030) \text{D3} + (-0,0019) \text{D4} + \\ & \quad (3,11) \quad (2,90) \quad (1,80) \\ & + (-0,0057) \text{D5} + (0,0013) \text{D6} + (0,0099) \text{D7} + \\ & \quad (5,51) \quad (1,26) \quad (9,53) \\ & + (-0,0051) \text{D8} + (-0,0063) \text{D9} + (-0,0024) \text{D10} + \\ & \quad (4,90) \quad (6,14) \quad (2,28) \\ & + (0,0009) \text{D11} + \frac{(14,59)(1-0,8303L)}{(1-0,2802L^3)\Delta^2} a_t \quad [1] \\ & \quad (0,85) \quad (2,91) \end{aligned}$$

$$\text{SDC82} = \begin{cases} 0, & \text{hasta diciembre 1982} \\ 1, & \text{resto} \end{cases}$$

(1) Véase Anexo 2 en «El crédito interno en la financiación de la economía (1980-87)», *Boletín Económico*, junio de 1988.

(2) Aunque se detecta una pequeña estacionalidad residual, captada con un factor MA(12) de parámetro muy pequeño, la contribución de dicho factor al espectro de la serie es mínima, por lo que se ha optado por el modelo más sencillo que aquí se presenta, el cual no incluye dicho factor.

(3) Entre paréntesis se dan los estadísticos t.

$$\text{IMP788} = \begin{cases} 1, & \text{julio 1988} \\ -1, & \text{agosto 1988} \\ 0, & \text{resto} \end{cases}$$

período muestral: enero 1979-diciembre 1988

$$\sigma_a (\%) = 0,35$$

media de los residuos = 0,0000(0,14)

$$Q(12) = 20,0; \quad Q(24) = 28,8; \quad Q(36) = 38,2$$

residuos superiores a $2\sigma_a$, en valor absoluto:

Fecha	Magnitud en unidades de σ_a
Febrero 1980	2,9
Febrero 1984	-2,3
Octubre 1985	2,3
Octubre 1986	-2,9
Septiembre 1987	2,9
Marzo 1988	2,9

donde $\log \text{ASPR}$ es el logaritmo natural de la serie de crédito interno a empresas y familias, a_t es un proceso «ruido blanco» y las variables D1 a D11 son las diferencias entre variables artificiales estacionales correspondientes a los meses de enero a noviembre y la que corresponde al mes de diciembre. De esta forma se impone la restricción de que los coeficientes de las doce variables estacionales sumen cero a lo largo de cada año natural.

Este modelo difiere ligeramente del que se utilizó el año pasado (1), ya que capta las oscilaciones de un período igual a tres meses a través de un factor autorregresivo de tercer orden, en lugar de uno de segundo orden, como se hacía el año pasado, e incluye dos variables artificiales adicionales: SDC82 e IMP788. La primera de ellas refleja la ruptura que se produce en la serie, en diciembre de 1982, fecha a partir de la cual es posible desglosar las cifras de negocios en España del total del balance bancario. Desde entonces, el crédito interno a las empresas y familias se corresponde al crédito concedido por las sucursales en España, mientras que con anterioridad incluía, tanto el que concedían éstas, como el otorgado por las sucursales de bancos españoles en el extranjero, al no existir posibilidad de realizar el desglose. La segunda variable permite recoger el fuerte incremento de crédito que reflejó el dato de julio de 1988, como consecuencia de que las entidades bancarias no dieron de baja los efectos comerciales descontados que vencían el último día del mes, al ser éste festivo, habiéndolo efectuado el primer día del mes de agosto, produciéndose, así, un crecimiento del crédito inusualmente reducido en agosto.

Una comparación de los coeficientes de las variables estacionales que aquí se presentan con los que se obtuvieron anteriormente permite comprobar la gran estabilidad que muestra esta serie en sus oscilaciones estacionales. Los factores que se obtienen a partir de dichos coeficientes se presentan en el cuadro 1.

(1) Véase *op. cit.*, en *Boletín Económico*, junio de 1988.

1. Factores estacionales

Activo total del sistema crediticio y MMMM frente a las AAPP												
	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC
1979	99,209	98,566	103,14	101,78	99,35	105	102,09	98,18	100,14	98,877	96,014	98,012
1980	99,25	98,607	101,2	102,42	100,41	102,82	102,63	99,42	100,54	99,285	95,819	97,841
1981	99,355	98,402	102,97	102,01	99,721	102,09	103,05	99,789	100,49	99,376	95,404	97,619
1982	100,66	97,882	102,09	103,36	99,585	101,2	104,44	99,619	99,686	99,968	94,433	97,482
1983	100,93	97,86	102,15	103,04	99,723	101,28	103,94	99,472	100,01	99,537	94,253	98,182
1984	101,31	98,283	102,29	102,71	99,845	101,11	103,17	99,128	99,94	99,424	94,631	98,472
1985	101,23	98,43	102,37	99,847	100,88	102,02	99,862	100,25	101,25	97,166	96,708	100,17
1986	98,659	99,974	101,8	100,36	101,51	102,28	99,563	99,976	99,918	98,696	98,324	99,032
1987	99,839	100,56	101,23	100,31	101,12	101,67	99,469	99,434	99,82	99,001	98,414	99,187
1988	100,07	100,27	101,1	100,41	100,9	101,4	99,653	99,366	99,877	99,259	98,43	99,312
1989	100,04	100,19	101,03	100,45	100,92	101,49	99,645	99,371	99,857	99,348	98,533	99,164
Crédito interno a empresas y familias												
1979-1989	100,090	99,671	99,700	99,810	99,432	100,130	100,990	99,491	99,372	99,760	100,090	101,480

2. EL AJUSTE ESTACIONAL DEL CREDITO INTERNO A LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS

La serie desestacionalizada de crédito interno a las Administraciones Públicas se obtiene por diferencia de las series ajustadas de activo total del sistema crediticio y los mercados monetarios frente a AAPP y las dotaciones y préstamos del Estado al crédito oficial. Con respecto a esta última, dada la nueva situación creada a partir de enero de 1988, al haberse modificado las relaciones entre el Estado y el crédito oficial y haber desaparecido las dotaciones como fuente regular de fondos para este grupo de instituciones, se ha optado por mantener los factores estacionales existentes para el período 1979-1987 y suponer ausencia de estacionalidad a partir de 1988. En consecuencia, el ajuste estacional se realiza, únicamente, sobre la serie de activo total del sistema crediticio y mercados monetarios (ASPV).

La evolución estacional del crédito interno a AAPP es el resultado de los diferentes patrones estacionales que tienen el gasto público, las recaudaciones de impuestos y las emisiones de deuda pública. Estos patrones estacionales se caracterizan por una ausencia notable de regularidad de unos años a otros al venir determinados, en buena parte, por decisiones administrativas con un carácter más o menos discrecional (1). Por esta razón, el perfil estacional del crédito a AAPP es también muy irregular, obteniéndose una serie ajustada con un comportamiento muy errático. No obstante, ha sido posible tener en cuenta una de las fuentes más importantes de inestabilidad, al incluir en el modelo univariante la influencia que tienen las recaudaciones de impuestos sobre el perfil estacional. La forma en que este efecto se ha introducido en el modelo no ha variado con respecto a la que se utilizó el año anterior (2).

El modelo que ha servido de base para desestacionalizar el activo total del sistema crediticio y los mercados monetarios frente a AAPP es el siguiente:

$$\log ASPV_t = (0,0342) DI82 + (0,0008) D1R_t + (0,0010) D2R_t + (2,43) (3,67) (3,11) + \frac{(6,33)}{(1-0,5412 L^{12})} a_t \quad [2]$$

$$(1 + 0,0542L + 0,2360L^2 - 0,3884L^3) \Delta \Delta_{12} \quad (0,58) \quad (2,58) \quad (4,06)$$

(1) Sobre las características del perfil estacional del crédito interno a AAPP, véase *op. cit.*, en *Boletín Económico*, junio de 1988.

(2) Véase *op. cit.*, en *Boletín Económico*, junio de 1988.

$$D1R_t = R_{t-1} - R_t$$

$$D2R_t = R_{t-2} - R_t$$

R_t : ingresos por impuestos acumulados en el mes t

período muestral: marzo 1979-diciembre 1988

$$\sigma_a (\%) = 1,71$$

media de los residuos = -0,0024 (1,44)

$$Q(12) = 7,6; \quad Q(24) = 28,4; \quad Q(36) = 39,8$$

residuos superiores a $2\sigma_a$, en valor absoluto:

Fecha	Magnitud en unidades de σ_a
Febrero 1982	2,8
Diciembre 1983	2,3
Enero 1986	-2,4

La forma en que aparece la variable RI en este modelo es el resultado de imponer la restricción de que el efecto estacional que tiene los impuestos sobre el crédito quede compensado en un período de tres meses. Si el efecto total de las recaudaciones acumuladas en cada mes viene dado por:

$$(a + bL + cL^2) R_t \quad [3]$$

la restricción impuesta ha sido:

$$-a = b + c \quad [4]$$

Sustituyendo [4] en [3] se obtiene:

$$b(R_{t-1} - R_t) + c(R_{t-2} - R_t)$$

que es la reparametrización que se ha empleado en el modelo [2]. De acuerdo con la estimación obtenida de los coeficientes b y c en [2], el valor del coeficiente «a» es -0,0018, que refleja el efecto negativo que tiene la recaudación de impuestos sobre la toma de crédito por parte de las AAPP.

Los factores estacionales que aparecen en el cuadro 1 son el resultado de combinar la estacionalidad inducida por las recaudaciones de impuestos y la estacionalidad de carácter estocástico que se recoge en el término de error del modelo [2]. La aplicación de la metodología de extracción de señales basada en modelos, aplicando éste como modelo para el proceso de filtrado, ha permitido obtener los factores estacionales de carácter estocástico no atribuibles a la recaudación de impuestos.



La ECU: evolución y perspectivas de futuro

Este artículo ha sido elaborado por María Luisa Leyva Salmerón y Javier Maycas Tarascón, del Servicio de Estudios y del Departamento Internacional, respectivamente.

1. INTRODUCCION

En este artículo se realiza un análisis del papel que ha desempeñado la ECU en sus dos esferas –oficial y privada– a lo largo de los diez años transcurridos desde su implantación. Aunque originalmente fue concebida como una herramienta oficial, para el funcionamiento práctico del Sistema Monetario Europeo (SME) y para su uso en las transacciones entre los bancos centrales de la CEE, la ECU se ha configurado como un fenómeno fundamentalmente de mercado. En efecto, el papel de la ECU como elemento central del acuerdo de cambios del SME ha quedado muy difuminado en la práctica, constituyendo una mera unidad de cuenta, cuya existencia no ha desempeñado ningún papel relevante en el funcionamiento del mecanismo cambiario europeo, cuyo comportamiento y desarrollo hubieran sido los mismos en ausencia de la moneda comunitaria. Por el contrario, los mercados privados en ECUs se han mostrado mucho más dinámicos, hasta tal punto que, hoy en día, el porvenir de la ECU se encuentra íntimamente ligado a su asentamiento y expansión en los mercados privados.

De cara a los futuros acontecimientos que la CEE se prepara a vivir, la ECU se presenta como firme candidata a constituirse en el embrión de la futura moneda común europea. En cierto sentido, los avances que se produzcan en la integración de las economías comunitarias y la expansión en los usos privados de la ECU aparecen como procesos potencialmente complementarios hacia el establecimiento de una Unión Económica y Monetaria en Europa. Por el contrario, en ausencia de significativos progresos en el proceso de integración económica y financiera de los países de la CEE, una sustancial expansión en la utilización de la ECU en los mercados privados podría, incluso, revelarse como una fuente de tensiones generadoras de una mayor inestabilidad entre las monedas europeas.

El artículo consta de seis apartados, además de esta introducción. La sección 2 comprende el origen y la definición de la ECU. En la sección 3 se analiza el proceso de creación de la ECU oficial y el papel que ha desempeñado en el acuerdo cambiario del SME. El desarrollo de los mercados privados en ECUs es el objeto de la sección 4, en donde se subrayan las características estructurales de los instrumentos bancarios y del mercado de obligaciones en la moneda cesta comunitaria, el desarrollo de los distintos seg-

mentos del mercado de cambios en ECUs y el creciente interés que las autoridades económicas de los países de la CEE han mostrado por la utilización de la ECU privada. En la sección 5 se señalan las razones que justifican la necesidad de proceder a recomposiciones periódicas de la ECU, y los previsibles cambios que se podrían derivar como consecuencia de la revisión que tendrá lugar en septiembre del presente año. La sección 6 se dedica a las perspectivas de futuro que se abren a la utilización de la ECU en el contexto de nuevos avances en el proceso de integración económica de los países miembros de la CEE hacia el establecimiento de una Unión Económica y Monetaria. Finalmente, la sección 7 resume las principales conclusiones obtenidas.

2. ORIGEN Y DEFINICION DE LA ECU

La ECU se constituye y define como la suma de determinadas cantidades de cada una de las monedas de los países de la CEE, excepto España y Portugal. Originalmente, estas cantidades específicas de cada moneda coincidieron con las que definían a la antigua unidad de cuenta europea, creada en 1975, en el contexto del mecanismo de cambios de la «serpiente monetaria» europea (1). El fracaso de la serpiente monetaria, reflejado por la salida de la misma de varias de las monedas que inicialmente se habían integrado a su disciplina cambiaria, dio lugar, en 1978, a la concepción del SME y a la instauración de la ECU como elemento central del mismo, adquiriendo ésta un protagonismo del que nunca gozó su antecesora.

Desde el momento de su creación, la ECU se definió como una cesta abierta de monedas. Es decir, el número de unidades de las distintas monedas que forman parte de la unidad monetaria europea son objeto de una revisión periódica cada cinco años o cuando, a petición de cualquiera de los países miembros, el peso de cualquier divisa haya variado en un 25 % en relación a la ponderación establecida. En el cuadro 1 pueden observarse las unidades de cada moneda nacional que formaban parte de la ECU en el momento de su creación, así como las cantidades vigentes actualmente, tras la recomposición de 1984, donde fue incluida la dracma griega. Las ponderaciones resultantes de dicha recomposición y las deri-

1. Cantidad de cada moneda en una ECU

	1979 (a)	1984 (b)
Marco alemán	0,828	0,719
Florín holandés	0,286	0,256
Franco francés	1,150	1,310
Lira italiana	109,000	140,000
Franco bel./lux.	3,800	3,850
Libra esterlina	0,0885	0,0878
Libra irlandesa	0,00759	0,00871
Corona danesa	0,217	0,219
Dracma griega	—	1,150

(a) Desde el 1 de enero de 1979, fecha de su nacimiento.

(b) Desde el 17 de septiembre de 1984, fecha de la última recomposición de la ECU.

Fuente: Comisión de la CEE.

vadas de las cotizaciones de los mercados de cambios, a finales de 1988, están recogidas en el cuadro 2 (1).

Una vez definida la moneda europea, se vinculó su creación y utilización a los mecanismos de cambio, intervención y crédito del SME. Así, la oferta de ECUs oficiales está encomendada al Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM), que las asigna a los distintos países participantes en el mecanismo de creación de ECUs, como contrapartida de los depósitos de oro y dólares que éstos han de efectuar en el FECOM, a través de «swaps» renovables cada tres meses. Estas ECUs no son convertibles en sus monedas participantes y su utilización ha sido bastante limitada.

Al lado de la ECU oficial, se ha desarrollado un mercado privado en ECUs relativamente dinámico. La ECU privada ha servido como unidad de denominación de instrumentos financieros y cotiza en los mercados de cambios más importantes. El desarrollo de la ECU privada se ha producido al margen de la ECU oficial, ya que el único nexo de unión entre ambas es su idéntica definición. En realidad, existe una sola ECU, pero sus usos oficiales y privados están completamente separados.

(1) El peso porcentual de una moneda *i* en la ECU viene dado por el cociente entre el número de unidades de la moneda *i* en la ECU y el valor nominal de ésta en términos de dicha moneda *i*. Es decir:

$$p(i) = a(i)/x(i)$$

en donde $p(i)$ es la ponderación de la moneda *i* en la ECU; $a(i)$ representa el número de unidades de dicha moneda en la ECU; y, finalmente, $x(i)$ simboliza el tipo de cambio de la ECU en términos de la moneda *i*. En tanto no se produzca ninguna revisión en la composición de la ECU, $a(i)$ permanecerá fijo, mientras que $p(i)$ variará en la medida en que lo haga $x(i)$. Es decir, si una moneda se aprecia (deprecia) respecto a la ECU su ponderación relativa en la misma aumentará (disminuirá).

(1) La serpiente monetaria, vigente desde 1972, consistía en un acuerdo de flotación conjunta de determinadas monedas europeas y se implantó para reducir la inestabilidad y la incertidumbre impuestas por la caída del régimen de tipos de cambio fijos, ante la declaración de inconvertibilidad del dólar en oro, el 15 de agosto de 1971.

2. Ponderación de cada moneda en una ECU

%

	SEP 1984 (a)	DIC 1988 (b)
Marco alemán	32,0	34,8
Florín holandés	10,1	10,9
Franco francés	19,0	18,5
Lira italiana	10,2	9,2
Franco bel./lux.	8,5	8,7
Libra esterlina	15,0	13,5
Libra irlandesa	1,2	1,1
Corona danesa	2,7	2,7
Dracma griega	1,3	0,6

(a) Derivadas de la revisión del día 17 de dicho mes.

(b) A partir de los tipos de cambio de cierre del mes.

Fuentes: Comisión de la CEE y elaboración propia.

Desde 1981, la utilización privada de la ECU ha registrado una intensa y rápida expansión en su vertiente financiera, mientras que su papel en las transacciones comerciales ha sido mucho más limitado. Su propia característica de moneda cesta, que sirve de cobertura de los riesgos de tipo de cambio y de interés, y la exclusión en la misma del dólar estadounidense y el yen japonés son las principales ventajas que ofrece para los europeos la denominación de sus activos y pasivos financieros en ECUs. Por su parte, la ausencia de una moneda europea de pleno contenido, con la consiguiente inexistencia de un circuito permanente de liquidez e incremento de los costes de transacción, ha dificultado la expansión de la ECU en el área comercial.

En la actualidad, por lo tanto, la ECU oficial se encuentra en un estadio bastante preliminar en cuanto a su constitución como moneda europea de reserva, y la expansión adicional de la ECU privada está supeditada, en cierto sentido, a los avances que se produzcan en el proceso de integración económica en la CEE. En el contexto de la Unión Económica y Monetaria europea, la futura moneda común no estará, probablemente, constituida como una cesta de monedas, pero lo que parece indiscutible es el creciente interés mostrado por los países comunitarios en avanzar hacia la implantación y desarrollo de una moneda europea común, que refuerce la integración monetaria y financiera de los países miembros.

3. LA ECU OFICIAL Y EL SISTEMA MONETARIO EUROPEO

El mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo constituye un acuerdo entre los países miembros para mantener una flotación conjunta de sus monedas, dentro de unos márgenes de fluctua-

ción establecidos (1). Se concibió en diciembre de 1978, como respuesta al decepcionante funcionamiento de la serpiente monetaria, dentro de un contexto de voluntad política de integración económica y de solidaridad monetaria de todos los países europeos. El objetivo de convergencia económica, la exigencia impuesta de que las modificaciones de las paridades debían acordarse entre todos los países implicados, y el establecimiento de un mecanismo de apoyo financiero han constituido las claves del éxito alcanzado por el sistema de cambios europeo durante los diez años de su existencia.

La ECU fue definida como el elemento central del SME, bajo el deseo de que constituyera tanto la pieza básica del mecanismo de cambios e intervención, como la moneda de pago y de reserva usada por los países europeos. En consonancia con tales miras, las funciones atribuidas por el Consejo Europeo a la ECU estuvieron encaminadas a propiciar su uso entre las autoridades de la CEE, y fueron las siguientes:

- a) Denominador en el mecanismo de los tipos de cambio.

Los tipos de cambio centrales se definen en ECUs, y a partir de ellos se calculan los tipos de cambio bilaterales, centrales y marginales, de cada moneda frente al resto de las participantes (2).

- b) Unidad de referencia en el indicador de divergencia.

El indicador de divergencia señala la evolución de cada una de las monedas en el acuerdo de cambios del SME en relación a la ECU, y se emplea para identificar qué moneda diverge de las demás en las bandas de flotación del SME.

- c) Denominador de las operaciones de intervención y de crédito.

(1) En el acuerdo de cambios del SME están incluidos todos los países de la CEE con la excepción de Gran Bretaña, España, Grecia y Portugal. El margen de fluctuación establecido es del $\pm 2,25\%$ para todas las monedas integradas, excepto para la lira italiana, que dispone del $\pm 6\%$.

(2) Los tipos centrales son los situados en el medio de la banda de fluctuación establecida y los tipos marginales corresponden a los límites superior e inferior permitidos. Cuando dos monedas alcanzan su límite bilateral máximo, los bancos centrales emisores de las mismas estarán obligados a intervenir en los mercados de cambios para impedir que se sobrepasen los márgenes máximos de fluctuación. Este tipo de intervención obligatoria se denomina intervención marginal. Por contraposición, la intervención intramarginal se realiza en el interior de las bandas de fluctuación, es decir, antes de que las monedas alcancen su límite máximo de fluctuación.

Las cuotas de financiación, instauradas para hacer frente a las intervenciones en el mercado de divisas y a los desequilibrios de las balanzas de pagos, están denominadas en ECUs.

- (d) Medio de pago entre las autoridades monetarias de la Comunidad Europea.

Tanto para el desembolso y la devolución de la financiación obtenida en el marco del mecanismo de créditos del SME como en las transacciones bilaterales voluntarias entre los bancos centrales de la CEE.

De estas cuatro funciones asignadas, las dos primera tenían por objeto el empleo de la ECU como simple mecanismo interno de funcionamiento del acuerdo de cambios del SME, mientras que las dos últimas eran las que definían sus posibilidades de utilización por parte de los bancos centrales de la CEE. No obstante, el empleo de la ECU en el mecanismo de cambios e intervención ha sido más teórico que real y su utilización entre los bancos centrales de la CEE ha sido bastante escasa, de forma que las ECUs oficiales no se han convertido en un activo de reserva, ni siquiera a nivel europeo.

En la realidad, por lo tanto, el papel de la ECU como pilar del SME ha quedado muy difuminado. Como se ha señalado anteriormente, la función de la ECU en el mecanismo de cambios ha sido más teórica que práctica, pues el seguimiento de las posiciones en el mercado de cambios se ha realizado, principalmente, sobre los cambios bilaterales, especialmente sobre la moneda fuerte del sistema, el marco alemán. Por su parte, el indicador de divergencia ha ido perdiendo gradualmente importancia, en parte, debido a la práctica de realizar intervenciones intramarginales unilaterales antes que las monedas lleguen a alcanzar los límites de intervención obligatoria. Esto último explica el escaso protagonismo que ha desempeñado la ECU en el marco del mecanismo de intervención del SME.

Además de este hecho, la propia definición del indicador de divergencia ha lastrado gran parte de su significado, ya que, tal y como está construido, adolece de una serie de fallos técnicos (1). No obstante, la razón fundamental por la que el indicador de divergencia ha caído en desuso ha sido tanto por el liderato asumido por el marco alemán dentro del mecanismo de cambios como por la reticencia mostrada por los bancos centrales al empleo de un indicador con tal alto grado de automatismo, ya que originariamente se presumía que éste, por sí solo, debería desencadenar actuaciones de política económica.

(1) Una explicación de los defectos del indicador de divergencia se encuentra en Maycas (1987).

La utilización de las ECUs oficiales por parte de los bancos centrales se produce a través de los movimientos en «las cuentas de reservas en ECUs» que dichos bancos centrales tienen abiertas en el FECOM. Estas cuentas se nutren a partir de las ECUs que el FECOM asigna a los bancos centrales participantes en el «mecanismo de creación de ECUs» (1), como contrapartida al 20 % de sus tenencias de oro y al 20 % de sus reservas brutas de dólares. La aportación de los bancos centrales se efectúa bajo la forma de crédito recíproco («swap») a tres meses, automáticamente renovable por períodos iguales de tiempo. Así, cada banco central reconoce al FECOM un depósito de oro y dólares, por un plazo de tres meses, reconociendo el FECOM a cada banco central el correspondiente depósito a igual plazo, denominado en ECUs. En la práctica, los mencionados «swaps» no surten efectos financieros, ya que no existe un verdadero intercambio de activos entre el FECOM y los diversos bancos centrales (2). Lo que sí existe es un registro contable que refleja la sustitución de oro y dólares por ECUs. Por ello, la composición de las reservas de los bancos centrales se ve alterada, al menos, en términos de su denominación.

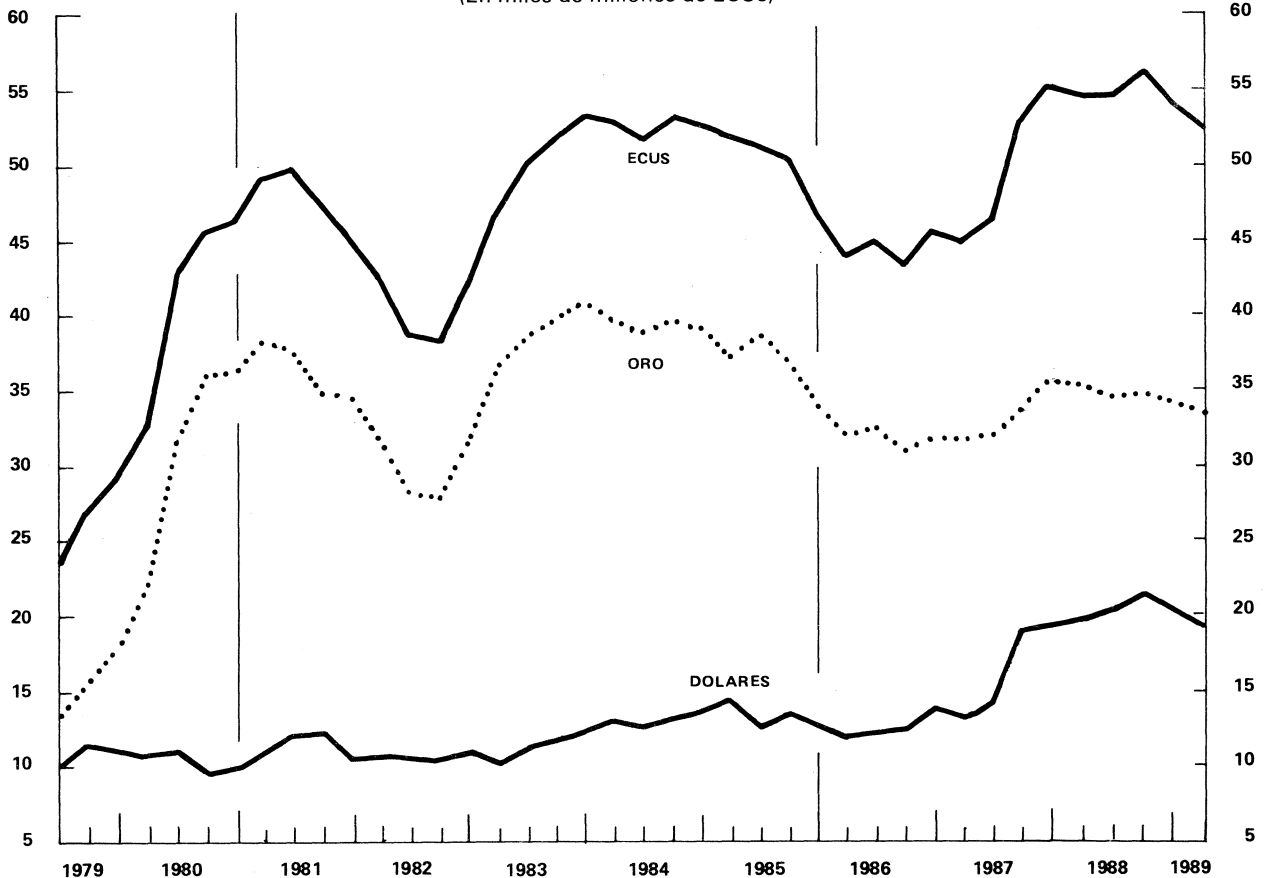
El montante global de ECUs emitidos por el FECOM dependerá, por tanto, del volumen de oro y dólares, del tipo de cambio del dólar frente a la ECU y del precio del oro en ECUs. La conjunción de estos factores confiere gran variabilidad a la oferta de ECUs, que, en los períodos en que los precios y los tipos de cambio fluctúen ampliamente, no reflejará la evolución del volumen de reservas mantenido por los países miembros. Esta característica dota de gran inestabilidad a la oferta de ECUs (véase gráfico 1), y, aunque tiene una escasa trascendencia práctica, ejerce un efecto psicológico negativo que afecta a la ECU oficial.

Para eliminar las oscilaciones en el volumen de ECUs creados, que se derivan de las variaciones de los precios del oro y de la divisa estadounidense, en ocasiones se ha propuesto una fórmula de emisión alternativa, basada en fijar de antemano el volumen de ECUs a crear, dejando variables los porcentajes de oro y dólares a depositar por los bancos centrales. Igualmente, se ha propuesto ampliar el plazo de las operaciones de

(1) Todos los países de la CEE, incluso aquellos cuyas monedas no participan en la ECU, contribuyen al mecanismo de su creación.

(2) Cada banco central conserva los intereses obtenidos de los depósitos en dólares supuestamente cedidos, y no recibe del FECOM remuneración alguna por las ECUs supuestamente adquiridas. Por otra parte, las variaciones de tipo de cambio dólar/ECU o del precio del oro en ECUs, en los tres meses transcurridos entre el inicio del «swap» y su terminación, no afectan patrimonialmente ni a los bancos centrales ni al FECOM, ya que la operación se deshace a los mismos tipos de cambio y precios a los que se inició.

1. Volumen de ECUs y reservas aportadas (En miles de millones de ECUs)



Fuente: FECOM.

«swap» a un año o hacerlas permanentes. Por el momento, ninguna de las propuestas formuladas ha sido finalmente adoptada.

Una vez creadas, la utilización de las ECUs oficiales está muy limitada, tanto desde el punto de vista de los sujetos que pueden emplearlas como de las operaciones que pueden realizarse. Únicamente pueden mantener cuentas en ECUs, además de los bancos centrales participantes en su creación, aquellas entidades que gocen del estatuto de «tercer tenedor». Dicho estatuto, establecido a finales de 1985 en un intento de ampliar y desarrollar el uso de la ECU oficial, consiste en la aceptación de determinados titulares de cuentas de reservas en ECUs: los bancos centrales de los países no comunitarios y las instituciones monetarias internacionales que lo soliciten. Los terceros tenedores (1) pue-

den abrir cuentas de reservas en ECUs en el FECOM y realizar transacciones voluntarias entre ECUs y otros activos de reserva con todas las entidades titulares de depósitos oficiales en ECUs, pero en ningún caso contribuirán a la creación de los mismos.

Como se ha comentado, la utilización de las ECUs oficiales se produce a través de los movimientos en las cuentas de reservas en ECUs, que nunca pueden presentar un saldo negativo. Estos movimientos se pueden producir como resultado de las siguientes operaciones:

- a) Mecanismos de crédito: financiación a muy corto plazo, apoyo monetario a corto plazo y mecanismo de movilización de ECUs.
- b) Pago al contado en ECUs, por parte de un banco central, de sus intervenciones cambiarias en moneda comunitaria, proporcionada, previo acuerdo, por el banco central emisor de la misma.

(1) Hasta el momento sólo mantienen dicha condición el Banco de Pagos Internacionales, el Banco Nacional de Suiza y el Banco Central de Malta.

- c) Compraventa de ECUs a cambio de otro activo de reserva entre bancos centrales, o entre éstos y los denominados «terceros tenedores».
- d) Pago de intereses por las «posiciones netas en ECUs».
- e) Como medio de pago de cualquier otra transacción bilateral entre los bancos centrales, si éstos así lo acordaran.

El mecanismo de créditos del SME trata de proveer fondos a los países miembros, tanto con fines de intervención cambiaria como para atender a desequilibrios de balanza de pagos. En alguno de estos créditos la ECU oficial se puede utilizar para el desembolso (apoyo monetario a corto plazo), o para la devolución (financiación a muy corto plazo y apoyo monetario a corto plazo) de la totalidad o parte del montante de financiación otorgado. En tal caso, se producirían una serie de transferencias entre las distintas cuentas de reservas en ECUs de los bancos centrales participantes. Estas transferencias dan origen a unas «posiciones netas acreedoras y deudoras en ECUs» que devengan el tipo de interés oficial de la ECU, que se obtiene a través de la media ponderada de los tipos de interés más representativos de los mercados monetarios de las monedas que integran la ECU, donde las ponderaciones utilizadas son las correspondientes a cada moneda en la ECU, a los tipos de cambio centrales en vigor. Las «posiciones netas en ECUs» se pagan mensualmente mediante nuevas transferencias a través de las cuentas de reservas en ECUs. Por el contrario, en el mecanismo de movilización, el volumen de ECUs asignado por el FECOM a cada banco central sólo sirve para determinar el límite máximo que se puede girar y la contribución financiera de cada banco central. Pero, tanto el desembolso como la devolución del montante se efectúan en dólares o moneda comunitaria.

A través de la financiación a muy corto plazo, cada banco central participante en el acuerdo de cambios del SME mantiene permanentemente abierta en su propia moneda una línea de crédito a favor de cualquier otro banco central participante en dicho acuerdo, que la precise para intervenir en la banda de fluctuación del SME. Estas operaciones toman la forma de compras y ventas de moneda comunitaria al contado, a cambio de una posición deudora o acreedora en cuentas (distintas de las de reservas) denominadas en ECUs en el FECOM. En el momento de la devolución del crédito, el montante adeudado puede satisfacerse en ECUs o en los activos de reserva que elija el banco deudor, siempre y cuando se trate de

intervenciones marginales (1), ya que en el caso de intervenciones intramarginales el banco acreedor tiene derecho a requerir el pago en su propia moneda, si lo estima necesario.

En el apoyo monetario a corto plazo, la financiación está diseñada para proporcionar divisas a aquellos países que tienen dificultades temporales de balanza de pagos o que asisten a un rápido deterioro de su nivel de reservas exteriores. En este caso, el desembolso y la devolución del crédito se realizan en la moneda acordada entre el banco beneficiario y el Comité de Gobernadores de la CEE.

El mecanismo de movilización de ECUs tiene como objetivo la entrega de dólares o divisas comunitarias a un banco central, siempre que el banco emisor no se oponga, contra su cuenta de reservas en ECUs en el FECOM, con fines de intervención cambiaria cuando su moneda esté dentro de la banda de fluctuación permitida. Se estableció este sistema cuando no existía la posibilidad de utilizar la financiación a muy corto plazo para intervenciones intramarginales (2). En este caso, la moneda europea sólo tiene como función la de contabilizar la deuda contraída, ya que el pago de la misma ha de realizarse en la divisa utilizada en la intervención cambiaria.

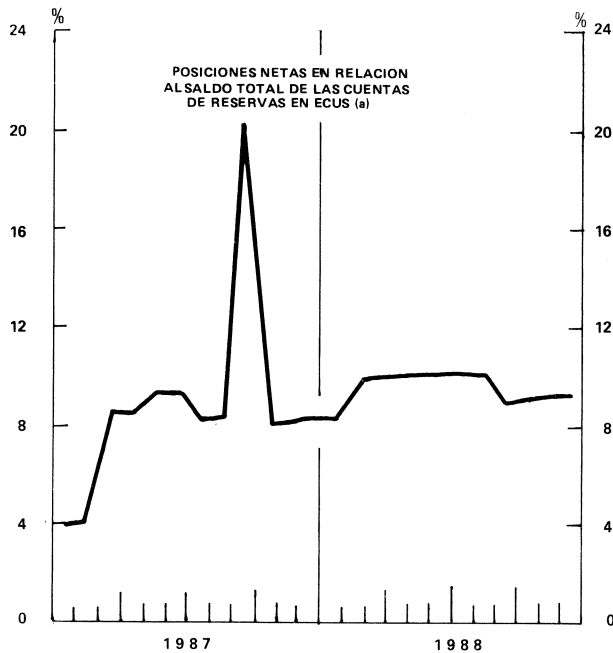
Las intervenciones cambiarias no sujetas a los mecanismos de crédito del SME también pueden dar origen a anotaciones en las cuentas en ECUs, siempre que se trate de acuerdos voluntarios entre los bancos centrales, en los que la moneda de intervención es proporcionada por el banco emisor y se estipula la devolución en ECUs. Asimismo, los bancos centrales y los «terceros tenedores» pueden realizar compraventas de ECUs a cambio de cualquier otro activo de reserva, reflejándose la operación en sus respectivas cuentas de reservas en ECUs.

En todo caso, cualquiera que sea la forma de utilización de las cuentas de ECUs oficiales, éstas sirven como mecanismo adicional de financiación para los países comunitarios, ya que posibilitan una vía de ampliación del plazo de los vencimientos de los créditos y un crédito en sí mismo en el resto de las operaciones posibles. En efecto, tal y como está diseñado el mecanismo de creación y utilización de las ECUs, los distintos países integrados en el sistema pueden mantener indefinidamente sus saldos deudores o

(1) El banco acreedor está obligado a recibir hasta el 100 % de la deuda en ECUs, con la salvaguardia de que dicho pago no genere posiciones excesivas en ECUs o desequilibre la composición de su cartera de reservas.

(2) Esta opción está disponible desde noviembre de 1987, tras los llamados acuerdos Nyborg-Basilea.

2. Utilización de ECUs oficiales



Fuente: FECOM.

(a) Aunque no forman parte de las posiciones netas se han incluido las transferencias en las cuentas de reservas en ECUS, que se produjeron como consecuencia de una operación de movilización efectuada en septiembre de 1987 y cancelada el mes siguiente.

acreedores de sus cuentas de reservas en ECUs, pagando o recibiendo el tipo de interés correspondiente, siempre que la posición deudora no alcance un saldo superior al de las ECUs asignadas por el FECOM, en contrapartida a sus reservas de oro y dólares.

No obstante, la utilización de las ECUs oficiales por parte de los bancos centrales ha sido bastante limitada en la práctica. Como queda reflejado en el gráfico 2, las «posiciones netas en ECUs» han supuesto aproximadamente un porcentaje inferior al 10% de la oferta de ECUs oficiales, cifra que, salvo raras excepciones, ha permanecido bastante estable.

Además de la utilización de la ECU oficial en transacciones voluntarias o en el contexto de los mecanismos del SME entre distintos bancos centrales o en relación a los denominados «terceros tenedores», también se pueden producir transferencias de ECUs entre cualquier banco central y el FECOM. Estas pueden surgir como consecuencia de la compra de ECUs por parte de un banco central al FECOM a cambio de un montante equivalente de sus reservas de oro y dólares; como resultado de la cancelación

anticipada de una operación de «swap» en vigor o la realización de operaciones de «swap» adicionales (1). Estas posibilidades, de nuevo han sido más teóricas que reales.

En resumen, puede afirmarse que las posibilidades operativas de las ECUs oficiales son bastante restringidas, que su utilización por parte de las autoridades europeas ha sido mínima hasta el presente y que su utilidad en el mecanismo del SME está prácticamente exenta de contenido. Por el contrario, en los dos últimos años, algunos bancos centrales europeos han reflejado un interés creciente en la adquisición y utilización de las ECUs privadas, poniendo de manifiesto su intención de vitalizar la moneda común europea.

4. MERCADOS PRIVADOS EN ECUS

Aunque no estaban previstos en la resolución del Consejo Europeo por la que se concibió el SME, ni en otros textos legales posteriores, a partir de 1981 los usos privados de la ECU se han extendido rápidamente en dos ámbitos interrelacionados: a) como unidad de denominación de instrumentos financieros (tanto de naturaleza bancaria como relativos al mercado de obligaciones); y b) como unidad de denominación o facturación de operaciones comerciales. No obstante, el ritmo de expansión en el primero de estos ámbitos ha sido sustancialmente superior al que ha experimentado el segundo. Como consecuencia de dicha expansión, se ha desarrollado un mercado de cambios en ECUs relativamente dinámico.

El único nexo de unión existente entre los usos oficiales y privados de la ECU es su método de valoración, es decir, su definición. El mercado ha asumido la definición de la ECU como unidad de valor establecida en la legislación comunitaria. Así pues, la identidad entre la definición oficial y privada de la ECU supone que el mercado ha adoptado, de hecho, el denominado enfoque «cesta abierta», en el sentido de que cualquier modificación en la composición de la ECU, que se decida oficialmente, surtirá efectos inmediatos en los saldos privados activos y pasivos denominados en ECUs.

(1) Estas dos últimas operaciones se pueden producir a petición del banco central correspondiente, cuando se enfrente a un proceso de rápida disminución en su nivel de reservas internacionales. Mediante la cancelación anticipada de una operación «swap» en vigor, el banco central podría utilizar libremente el oro y los dólares que aportó al FECOM. A través de los «swaps» adicionales, el banco central cancela el «swap» en vigor y concluye un nuevo «swap» en base a su actual nivel (normalmente menor) de tenencias de oro y dólares.

Por lo tanto, y para ser más precisos, se podría definir la «ECU oficial» como la unidad monetaria en la que están denominados los activos y pasivos poseídos o cedidos por los bancos centrales en relación al FECOM, mientras se reservaría el término «ECU privada» para referirse a la unidad monetaria —idéntica a la «ECU oficial»— en la que están denominados cualesquiera otros activos y pasivos. Es decir, existe una sola unidad monetaria: la ECU, pero su utilización para transacciones oficiales o privadas se encuentra completamente separada. En este sentido, se puede decir que la ECU en sus usos privados posee las mismas características que cualquier otra moneda, es decir, se puede utilizar como unidad de cuenta, depósito de valor y medio de pago, pero su oferta será independiente de la oferta de «ECUs oficiales», y de las actividades del FECOM.

Sin duda, el desarrollo de los mercados privados en ECUs parece indicar que los agentes privados se han sentido más atraídos por la utilización de la ECU como depósito de valor, siendo su empleo como unidad de cuenta y medio de pago mucho más incipiente y limitado. Este fenómeno no parece haber sido ajeno al hecho de que la ECU no es todavía una moneda emitida por una autoridad monetaria propia, independientemente del valor de cualquier otro activo de reserva. En cierto modo, se podría pensar que el desarrollo de la ECU en los mercados financieros ha respondido fundamentalmente a un proceso de innovación, consistente en la creación de un nuevo «producto» financiero, cuyos principales rasgos serían la diversificación y la reducción del riesgo cambiario.

La rápida expansión en los usos privados de la ECU se ha debido, por un lado, al interés de los agentes privados y, por otro, al estímulo deliberado que le han prestado las instituciones comunitarias y las autoridades de algunos países miembros de la CEE. El principal atractivo de la ECU para los agentes privados radica en su gran estabilidad cambiaria, fruto tanto de su definición como cesta de monedas, como debido al hecho de que la mayoría de éstas forman parte del acuerdo cambiario del SME, cuyo objetivo es la creación de un área de estabilidad monetaria en Europa (1). Obviamente, la reducción del riesgo cambiario se podría alcanzar operando a través de alguna combinación óptima de las monedas componentes; sin embargo, las operaciones en ECUs presentan la ventaja adicional de gozar de un respaldo institu-

(1) La propia estabilidad inherente a las monedas componentes de la ECU parece haber desempeñado un importante papel, si se tiene en cuenta el escaso interés mostrado por los agentes privados respecto a la utilización de otra moneda cesta: los Derechos Especiales de Giro.

cional y de eliminar los costes de transacción inherentes a la construcción de una cartera de monedas nacionales (1).

4.1. Mercados financieros en ECUs

4.1.1. Factores que explican su evolución

El uso de instrumentos financieros denominados en ECUs se produjo por primera vez en 1981, y su utilización se expandió muy rápidamente en el período comprendido entre el inicio de 1983 y mediados de 1985. Posteriormente, entre mediados de 1985 y mediados de 1987, la tasa de expansión de los mercados financieros en ECUs se desaceleró notablemente, y, finalmente, desde mediados de 1987, tanto el mercado bancario como el mercado de obligaciones en ECUs han recuperado nuevamente un considerable vigor (véanse cuadros 4 a 8) (2). Esta particular evolución de los mercados financieros ha permitido que, en la actualidad, la ECU ocupe la quinta plaza, como unidad de denominación, en el mercado internacional bancario, y la sexta plaza en el mercado internacional de obligaciones (3).

Esta, hasta cierto punto, irregular evolución de los mercados financieros en ECUs parece haber venido explicada por el comportamiento de una serie de factores económicos (4). La rápida expansión en la utilización de instrumentos financieros en ECUs hasta 1985 se vio, sin duda, favorecida por un cierto elemento de innovación, que contribuyó al fuerte incremento de los activos y pasivos financieros en ECUs, hasta que éstos alcanzaron una cierta cuota en los mercados financieros internacionales. Posteriormente, este elemento innovación parece haberse debilitado, por lo que el ritmo de actividad del mercado bancario y de obligaciones en ECUs ha aumentado su sensibilidad a la evolución de una serie de variables económicas.

El factor fundamental que ha propiciado la utilización de instrumentos financieros en ECUs, durante

(1) Por otra parte, los mercados internacionales de algunas de las monedas componentes de la ECU no siempre se encuentran suficientemente desarrollados, por lo que el acceso a dichas monedas resulta, en ocasiones, difícil y costoso.

(2) El mercado de obligaciones en ECUs parece haber entrado en una nueva fase de estancamiento en los primeros meses de 1989.

(3) Considerando el saldo vivo de obligaciones en ECUs. Si se consideran, por el contrario, las nuevas emisiones, la ECU ocupó la séptima plaza como unidad de denominación en 1987 y 1988.

(4) Estos factores han sido analizados más detalladamente en Maycas y Leyva (1989). Las conclusiones que aquí se exponen se basan en dicho trabajo.

los últimos años, ha sido la evolución del rendimiento (o coste) efectivo de los activos (pasivos) en dicha unidad de denominación, en relación con el de otras divisas, así como el grado de variabilidad de dicho rendimiento (o coste) efectivo. Es decir, la actividad financiera en ECUs ha estado fuertemente influida por su combinación riesgo-rentabilidad relativa que, en definitiva, depende de la evolución de las expectativas respecto a los niveles y grado de variabilidad de los tipos de cambio y de interés de sus monedas componentes.

Como ya se ha indicado, uno de los factores más atractivos para los agentes privados de la utilización de la ECU radica en su alto grado de estabilidad cambiaria, que será especialmente valorado por aquellos agentes con fuerte aversión al riesgo. Por ello, no es extraño que parezca existir cierta relación entre períodos de fuerte actividad en los mercados financieros en ECUs y períodos de gran estabilidad en los tipos de cambio de las monedas componentes de la ECU. En efecto, tanto el período 1983-mediados de 1985 como el período que se inicia desde mediados de 1987, han presenciado un alto grado de estabilidad cambiaria en la ECU. Así, entre marzo de 1983 y julio de 1985 no se produjo ningún realineamiento en el SME, al igual que ha ocurrido desde enero de 1987, período que ha coincidido con un fortalecimiento de la libra esterlina. Por el contrario, entre julio de 1985 y enero de 1987 se produjeron cuatro realineamientos en el SME, al tiempo que la libra esterlina se depreciaba fuertemente (1). Esta simple descripción de hechos se ve confirmada a través de distintas medidas de la variabilidad cambiaria de la ECU en relación al marco alemán y franco francés, que se reflejan en el cuadro 3.

Es digno de subrayar, igualmente, que los períodos en que se ha producido una cierta ralentización de la actividad financiera en ECUs —como consecuencia de la mayor inestabilidad cambiaria de la misma— han coincidido con períodos de debilidad del dólar USA. Esto parece indicar que el tipo de cambio de la ECU ha tendido a reflejar pasivamente las mayores tensiones que se producen en el SME cuando el dólar se deprecia en los mercados internacionales, ya que los capitales se han movido desde el dólar americano hacia el marco alemán en mayor proporción que hacia la ECU. En otras palabras, el grado de sustituibilidad entre el dólar y la ECU ha sido sustancialmente menor que el existente entre el dólar y el marco, al igual que ocurre para el resto de las divisas europeas. Esto parece poner de

3. Variabilidad del tipo de cambio de la ECU (a) (Medida a través de las variaciones porcentuales absolutas del tipo de cambio medio mensual de la ECU)

%

	Respecto al marco alemán		Respecto al franco francés	
	Media	Desv. típica	Media	Desv. típica
1.º sem. 1984/1.º sem. 1985	0,34	0,38	0,32	0,38
2.º sem. 1985/1.º sem. 1987	0,41	0,31	0,39	0,55
2.º sem. 1987/2.º sem. 1988	0,15	0,15	0,28	0,28

(a) Basado en los tipos de cambio de la ECU en el mercado de divisas español.

Fuentes: *Boletín Estadístico* (Banco de España) y elaboración propia.

manifiesto que la contribución de la ECU a la estabilidad global del SME ha tendido a ser bastante escasa (1).

A la hora de analizar el impacto de la evolución de los tipos de interés de las distintas monedas componentes sobre el nivel de actividad financiera en ECUs, un hecho relevante que es preciso destacar es el alto grado de concentración en los países de la CEE que siguen mostrando los mercados financieros en ECUs. Así, los residentes de los países de la CEE con tipos de interés relativamente bajos tienden a poseer activos en ECUs, mientras que los residentes en países miembros con tipos relativamente altos tienden a endeudarse en ECUs. Como los tipos de la ECU están relacionados con los tipos de las monedas componentes, cuanto mayor sea la divergencia entre dichos tipos de interés —dadas las expectativas sobre los tipos de cambio— mayor será el incentivo para los agentes privados de poseer activos y pasivos en ECUs. Esto pone de manifiesto una cierta contradicción entre los objetivos del SME, que pretende alcanzar la estabilidad cambiaria a través de la convergencia de las variables nominales de los países miembros, y el objetivo de promover una mayor expansión de la ECU en los mercados financieros, lo que podría exigir una ampliación en los diferenciales de interés.

Los diferenciales de interés (en términos nominales) entre las monedas componentes tendieron a ampliarse, entre el tercer trimestre de 1985 y el primer trimestre de 1986, para, tras el realineamiento del SME de abril, estrecharse hasta finales de dicho año. A lo largo

(1) Esta mera inferencia de los hechos del pasado parece dar la razón a Jager y De Jong (1988a), cuando ponen en duda las potenciales cualidades de la ECU como factor estabilizador de las relaciones cambiarias en los mercados internacionales, contrariamente a lo que parecen sugerir Micossi (1985) y Sarcinelli (1986 y 1988).

de 1987, los diferenciales de interés se ampliaron, para, a partir del segundo trimestre de 1988, volver a aumentar su convergencia. Esta evidencia parece indicar que la evolución de los tipos de interés, aunque puede explicar —en parte— la desaceleración en el crecimiento de los mercados financieros durante 1986 y su posterior repunte en la segunda mitad de 1987, ha desempeñado un papel menor que la variabilidad cambiaria, a la hora de explicar las fluctuaciones en la actividad financiera en ECUs.

Por su parte, la liberalización de los movimientos de capital y la desregulación en los mercados financieros durante los últimos años han contribuido a aumentar el campo para el uso de la ECU en transacciones financieras, pero introduciendo una mayor competencia con otras divisas, así como con las monedas nacionales. La liberalización de los movimientos de capital en Francia ha supuesto el fin del tratamiento preferente de la ECU en dicho país, lo que puede haber tenido un efecto desfavorable sobre la actividad financiera en ECUs. Igualmente, la desregulación financiera ha podido tener un impacto negativo sobre los mercados en ECUs, en la medida en que dicha desregulación ha tendido a desplazar parte de las transacciones internacionales hacia los mercados interiores, más profundos y líquidos que los euromercados.

La evolución de los saldos por cuenta corriente de las balanzas de pagos de los países de la CEE también ha podido contribuir a explicar, en parte, las oscilaciones en el ritmo de crecimiento de los usos financieros de la ECU, en la medida que una mejora (un deterioro) de dichos saldos reduce (aumenta) las necesidades de financiación en divisas de dichos países. Los saldos corrientes de los países de la CEE mejoraron sustancial-

mente en el período 1983-86, para comenzar a deteriorarse en 1987 y, especialmente, en 1988. Es decir, durante el período 1983-mediados de 1985, las necesidades de financiación en divisas fueron, por término medio, superiores a las del período comprendido entre mediados de 1985 y mediados de 1987; mientras que, de nuevo, desde mediados de 1987 se han producido necesidades crecientes de financiación en divisas en los países de la CEE.

4.1.2. Actividad bancaria en ECUs

El mercado bancario en ECUs experimentó una fuerte expansión en el período 1983-85. Así, los activos bancarios en ECUs pasaron de 6.700 millones de ECUs a principios de 1983, a 63.200 millones a finales de 1985, mientras los pasivos crecieron de 5.700 a 57.500 millones de ECUs. Como se puede observar en el cuadro 4, a partir de entonces, el crecimiento de los activos y pasivos bancarios en ECUs se desaceleró notablemente hasta mediados de 1987, para posteriormente experimentar un cierto repunte. Hasta 1985, la cuota de la ECU en el euromercado no dejó de crecer, para luego tender a estabilizarse. En el cuadro 4 se presenta la cuota de la ECU en el euromercado, excluyendo la proporción que representa el dólar USA, lo que permite apreciar mejor la evolución relativa de la ECU en dicho mercado, dadas las fuertes oscilaciones a las que se ve sometida la demanda y la oferta de la divisa americana (1).

(1) Incluyendo el dólar americano, los activos bancarios en ECUs representaban un 2,7 % (y los pasivos bancarios en ECUs un 2,3 %) sobre la posición total en divisas del sistema bancario en el primer semestre de 1988. Estos porcentajes alcanzaban su valor máximo, en dicha fecha, desde que se comenzara a utilizar la ECU en operaciones bancarias.

4. Operaciones del sistema bancario: volumen (a)

miles de millones de ECUs

	1983	1984	1985	1986	1987	1988
1. Activos totales	14,4	39,8	63,2	70,7	82,4	95,0
Bancarios	9,7	28,6	49,3	54,9	62,1	73,0
No bancarios	4,7	11,2	13,9	15,8	20,3	22,0
2. Pasivos totales	12,1	31,4	57,5	61,2	69,6	82,2
Bancarios	10,4	27,9	49,3	53,9	60,9	73,2
No bancarios	1,4	2,8	7,2	6,2	6,8	6,9
Autoridades monetarias	0,3	0,7	1,0	1,1	1,9	2,1
3. Posición neta (1-2)	2,3	8,4	5,7	9,5	12,8	12,8
PRO MEMORIA:						
Cuota en el euromercado de los activos totales (%) (b)	3,1	7,3	9,1	8,7	8,6	9,2

(a) Cifras a finales del mes de diciembre de cada año, excepto para el año 1988, que corresponden al mes de junio.

(b) Excluyendo el dólar estadounidense.

Fuente: Banco de Pagos Internacionales.

5. Operaciones del sistema bancario. Distribución geográfica (a)

miles de millones de ECUs

	Activos			Pasivos		
	Total	Bancos	Público no bancario	Total	Bancos	Público no bancario
Total	95,0	73,0	22,0	82,2	75,3	6,9
Total CEE	91,2	70,3	20,9	78,8	72,2	6,6
· Bélgica	18,1	14,0	4,1	14,3	13,0	1,3
· Luxemburgo	9,1	6,6	2,5	8,8	6,6	2,2
· Dinamarca	0,7	0,7	0,0	0,6	0,6	0,0
· Alemania	2,7	1,5	1,2	2,3	2,1	0,2
· España	1,1	0,5	0,6	1,0	0,9	0,1
· Francia	22,8	17,9	4,9	19,1	18,5	0,6
· Irlanda	0,5	0,2	0,3	0,5	0,4	0,1
· Italia	11,6	8,8	2,8	12,0	11,5	0,5
· Holanda	3,3	2,5	0,8	2,8	2,1	0,7
· Reino Unido	21,2	17,5	3,7	17,4	16,4	1,0
PRO MEMORIA:						
· Participación de la CEE en el total (%)	96,0	96,3	95,0	95,9	95,9	95,7

(a) La distribución geográfica está realizada conforme a la residencia de los bancos que realizan las operaciones, y recogen las cifras correspondientes a junio de 1988.

Fuente: Banco de Pagos Internacionales.

El mercado bancario en ECUs presenta ciertas características estructurales que es preciso destacar. En primer lugar, se trata, fundamentalmente, de un mercado interbancario. Así, de acuerdo a las últimas estadísticas disponibles, la posición interbancaria representaba un 77 % de los activos y un 89 % de los pasivos (1). En este sentido, cabe, igualmente, subrayar que los pasivos bancarios en ECUs frente al público no bancario prácticamente se han estancado (en términos absolutos) en sus niveles existentes a finales de 1985, lo que es especialmente cierto si se excluyen los depósitos que mantienen las autoridades monetarias en la banca comercial.

Desde finales de 1982, la expansión de los préstamos bancarios denominados en ECUs ha sido mucho más rápida que la de depósitos denominados en ECUs en el sistema bancario. Esta circunstancia ha generado una situación de desequilibrio para el sistema bancario, al ser mayores los activos que los pasivos denominados en ECUs. Para eliminar los riesgos inherentes a tal situación, los bancos han tendido a endeudarse en cada una de las monedas componentes de la ECU, por los montantes correspondientes a su posición acreedora neta en ECUs. De esta forma, los activos denominados en ECUs quedan emparejados por un pasivo compuesto por un cierto volumen de pasivos en ECUs y un «pasivo sintético» —en diversas monedas— que

(1) Aunque la actividad bancaria en otras monedas extranjeras tiende también a ser predominantemente interbancaria, la proporción que representa es sustancialmente inferior.

equivalen a un pasivo en ECUs. A lo largo del tiempo, la posición acreedora neta del sistema bancario ha mostrado una tendencia creciente, y a finales de junio de 1988 equivalía a un 13,5 % de sus activos totales en ECUs (1).

Aunque la base geográfica de la intermediación bancaria en ECUs ha tendido a ampliarse en los últimos años, todavía se encuentra muy concentrada en el área de la CEE. Esta concentración se refiere tanto a los bancos que operan en ECUs como a la distribución geográfica de su clientela no bancaria (véanse cuadros 5 y 6). En efecto, la actividad bancaria en ECUs se centra en unos pocos —y muy especializados— bancos de Bélgica, Luxemburgo, Francia, Reino Unido y, en menor medida, Italia, que conjuntamente comparten el 87 % de los activos y pasivos bancarios en ECUs (2).

(1) La posición acreedora neta en ECUs parece que ha comenzado a disminuir en los primeros meses de 1989, en un intento del sistema bancario de protegerse, dado los riesgos que dicha posición genera ante la inminente revisión en la composición de la ECU, que tendrá lugar en septiembre de este año.

(2) La generación de posiciones acreedoras netas en ECUs también parece estar concentrada en unos pocos bancos especializados en la ECU. En concreto, los bancos residentes en Bélgica, Francia y Reino Unido generan el 88 % del montante total de dicha posición neta. De hecho, la existencia de una posición neta acreedora por parte del sistema bancario permite aumentar la liquidez de dicho mercado. Estos bancos especializados en la ECU suplen así, hasta cierto punto, la ausencia de un banco central emisor de la ECU, creando «sintéticamente» ECUs, incluso para otros bancos comerciales, en los que abren depósitos en ECUs que compensan las posiciones netas de estos últimos.

6. Operaciones del sistema bancario frente al público no bancario.

Distribución geográfica (a)

miles de millones de ECU's

	Activos				Pasivos			
	1985	1986	1987	1988 (b)	1985	1986	1987	1988 (b)
Total	13,9	15,8	20,3	22,0	7,2	6,2	6,8	6,9
Total CEE	10,9	11,6	14,8	16,5	5,7	4,8	5,0	5,2
Bélgica-Luxemburgo	0,4	0,4	0,5	0,7	1,6	1,8	2,0	2,0
Dinamarca	0,1	0,3	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Alemania	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,3	0,3	0,3
Grecia	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
España	0,8	0,7	0,7	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Francia	2,4	2,2	4,2	3,9	0,3	0,3	0,4	0,4
Irlanda	0,3	0,3	0,4	0,4	0,2	0,2	0,2	0,1
Italia	5,3	5,5	6,1	7,6	0,1	0,1	0,1	0,2
Holanda	0,4	0,3	0,3	0,5	2,0	1,2	1,0	1,0
Portugal	0,4	0,6	0,5	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Reino Unido	0,6	1,0	1,3	1,2	0,8	0,9	1,0	0,9
PRO MEMORIA:								
Participación de la CEE en el total (%)	78,4	73,4	72,9	75,0	79,2	77,4	73,5	75,4

(a) La distribución geográfica está realizada conforme a la residencia del público no bancario, y con saldos a finales del mes de diciembre.

(b) Hasta el mes de junio.

Fuente: Banco de Pagos Internacionales.

Simultáneamente, más del 50 % de los préstamos bancarios en ECU's al público no bancario se realizan con residentes de Francia e Italia, mientras que alrededor del 60 % de los depósitos en ECU's de la clientela no bancaria proceden de residentes de los países del Benelux y Reino Unido (1).

El tipo de interés de las operaciones bancarias en ECU's ha tendido a converger hacia el tipo teórico de la ECU, es decir, la media ponderada de los tipos de interés de los países cuyas monedas componen la ECU. En general, el tipo de las operaciones bancarias en ECU's es ligeramente superior al tipo teórico, lo que refleja los costes de transacción inherentes a la «descomposición sintética» de la ECU en sus monedas componentes.

En relación a los costes de transacción asociados con las operaciones de composición y descomposición sintética de la ECU, ligadas a la cobertura cambiaria de las

posiciones netas en ECU's, el sistema bancario decidió crear un sistema multilateral de compensación de pagos en ECU's («the ECU clearing system») —operativo desde el 1 de octubre de 1986, con la colaboración del Banco de Pagos Internacionales (BPI) que actúa como «clearing house»— con la finalidad de reducir tales costes de transacción (1). El sistema de compensación ha funcionado eficazmente, dotando de mayor liquidez a los activos bancarios denominados en ECU's.

4.1.3. El mercado de obligaciones en ECU's

La primera emisión de obligaciones denominadas en ECU's se produjo en 1981, y a partir de dicha fecha el montante de obligaciones emitidas en ECU's no dejó de crecer hasta 1985 (véase cuadro 7). Durante los tres últimos años, la actividad emisora de ECU's ha sido bastante variable y errática. Así, el volumen de obliga-

(1) Adviértase que Francia e Italia son países que tradicionalmente han tenido tipos de interés superiores a los de la ECU, por lo que endeudarse en ECU's representa una alternativa atractiva para sus residentes. Los países del Benelux, por el contrario, han tendido a mantener tipos de interés relativamente bajos, de aquí el incentivo relativo para sus residentes de prestar en ECU's. En el caso del Reino Unido la variable tipo de interés parece menos decisiva, y de hecho las cifras de activos y pasivos bancarios en ECU's frente a sus residentes están más equilibradas.

(1) Con anterioridad existía un acuerdo bilateral de compensación de pagos, conocido como MESA («Mutual ECU Settlement Agreement»). El nuevo sistema de compensación multilateral de pagos («the ECU clearing system») se basa en que unos pocos bancos mantienen cuentas en ECU's en otros bancos miembros del sistema, compensándose las posiciones netas a través del BPI. Al mismo tiempo, los bancos miembros mantienen depósitos en el BPI en las monedas componentes de la ECU, para atender a desajustes temporales.

7. Mercado de obligaciones. Distribución sectorial

millones de ECUs

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988 (a)
Saldo vivo	3.200	5.600	9.700	18.600	24.800	31.500	34.100
Emisiones totales	1.892	2.515	4.809	11.909	8.410	8.886	12.958
Empresas	405	1.040	1.988	6.830	4.502	4.438	5.443
Gobiernos	1.230	740	1.596	3.539	2.508	2.853	5.925
Instituciones internacionales	257	735	1.225	1.540	1.400	1.595	1.590
PRO MEMORIA:							
Participación del saldo vivo en el mercado internacional (%) (b)	2,8	n.d.	n.d.	6,8	7,0	7,3	7,0

(a) Comprende el período enero-noviembre.

(b) Excluido el saldo de eurobonos en dólares estadounidenses.

Fuente: Banco de Pagos Internacionales.

ciones emitidas en ECUs se mantuvo relativamente vigoroso hasta el primer semestre de 1986, para debilitarse fuertemente durante la segunda mitad de dicho año. Posteriormente, el volumen emitido experimentó un fuerte repunte entre enero y abril de 1987, para debilitarse de nuevo hasta el primer trimestre de 1988, y experimentar un renovado ímpetu en el resto del año. En cuanto a su distribución por sectores, cabe destacar el creciente protagonismo del sector empresas en la emisión de obligaciones en ECUs, si bien en términos relativos ha cedido algo de terreno ante la fuerte actividad emisora de los gobiernos de los países de la CEE durante 1988. En la actualidad, el saldo vivo de obligaciones en ECUs representa un 4 % del mercado internacional de obligaciones, un 7 % si se excluyen las emisiones denominadas en dólares USA.

El mercado de obligaciones en ECUs presenta, igualmente, una serie de características que es preciso subrayar. En primer lugar, se debe destacar que la mayor parte de las emisiones en ECUs se han realizado por volúmenes bastante moderados y los inversores (predominantemente individuales en el pasado) han tendido a mantener dichas obligaciones en sus carteras hasta el plazo de vencimiento. Estos dos factores conjuntamente han frenado el desarrollo del mercado secundario de obligaciones en ECUs, lo que ha afectado negativamente a la liquidez de los mercados. Esta situación está tendiendo a cambiar poco a poco. Por una parte, el volumen por emisión ha tendido a crecer, si bien durante 1988 éste apenas alcanzó los 100 millones de ECUs. Por otra parte, cada vez es mayor el protagonismo de los inversores institucionales, que tienden a negociar más activamente sus carteras de obligaciones antes de la fecha de vencimiento. No obstante, y a pesar de estos desarrollos, subsiste un importante problema de liquidez en los mercados de obligaciones de ECUs, como, por otra parte, ocurre en la mayoría de los euromercados.

Relacionados con los problemas de liquidez, también se debe subrayar la ausencia de emisiones de referencia («benchmark») y el hecho de que no existen emisiones a lo largo de toda la estructura de vencimientos, por lo que no se puede obtener una verdadera curva de rendimientos en ECUs. Estos hechos han provocado que, hasta la fecha, haya sido difícil establecer un precio adecuado para las obligaciones, tanto en los mercados primarios como en los secundarios, y que la variabilidad de los precios en este último mercado haya tendido a ser considerable. Recientemente (junio de 1988), la CEE emitió un programa de obligaciones en ECUs a 6 años, por un montante de 500 millones de ECUs, en un intento de establecer una emisión de referencia para los mercados. Sin embargo, aunque dicha emisión ha podido fijar una referencia para las obligaciones en ECUs con vencimiento entre cinco y seis años, la resolución del problema comentado exigiría iniciativas similares para otros plazos de vencimiento.

Por otra parte, el tipo de interés teórico de la ECU tampoco ayuda a la construcción de una curva de rendimientos en ECUs. Esto es así porque la relación entre el tipo de interés de las emisiones en ECUs y el tipo teórico es mucho más débil que en el caso de las operaciones bancarias, debido a que la inversión en obligaciones en las monedas componentes no es siempre una alternativa posible, al no existir títulos similares en todos los países, cuyas monedas forman parte de la definición de la ECU. En todo caso, y a diferencia de lo que ocurre en la actividad bancaria, el tipo de interés de las obligaciones en ECUs es aquel que permite equilibrar la oferta y la demanda del mercado.

Hasta muy recientemente, el mercado monetario en ECUs se encontraba muy poco desarrollado. Aparte de los depósitos bancarios en ECUs, apenas existían instrumentos a corto plazo, si se exceptúa un

escaso volumen en Certificados de Depósito y papel comercial, con mercados secundarios prácticamente inexistentes. La situación ha tendido a cambiar radicalmente, tras la iniciativa del Tesoro italiano de emitir bonos en ECUs con un vencimiento ligeramente superior a un año (1), y especialmente tras el programa del Banco de Inglaterra que, desde octubre de 1988, viene emitiendo mensualmente pagarés del Tesoro con vencimientos a uno, tres y seis meses (2).

La emisión de obligaciones en ECUs se encuentra todavía fuertemente concentrada en el área de la CEE. Así, en la actualidad más del 70 % de los fondos denominados en ECUs han sido obtenidos por residentes de la CEE e instituciones comunitarias (véase cuadro 8). No obstante, el origen geográfico de los prestatarios finales en ECUs es difícil de estimar,

(1) Por cuestiones legales, el plazo de vencimiento es de un año y una semana. Inicialmente destinadas al mercado interno, las emisiones del Tesoro italiano se han ido internacionalizando, ante el interés de los no residentes, que en la actualidad mantienen en torno al 50 % del saldo vivo que, a finales de 1988, ascendía a 7.300 millones de ECUs.

(2) A finales de marzo de 1989, el saldo vivo de estas emisiones ascendía a 2.400 millones de ECUs. La iniciativa del Banco de Inglaterra perseguía como objetivo promover el papel de Londres como centro financiero de la ECU y ayudar a mejorar la liquidez de los mercados en ECUs, a través del establecimiento de un verdadero mercado monetario en ECUs. La liquidez de los mercados secundarios se ve favorecida, a través del acuerdo del Banco de Inglaterra con 29 instituciones que actúan como «market makers» y del compromiso del Banco de Inglaterra de ofrecer un precio para la recompra de estos pagarés, si algún tenedor así lo solicita.

dada la creciente tendencia a intercambiar los fondos denominados en ECUs a través de «swaps» de tipos de interés y de divisas (1). En cuanto a la distribución geográfica de los inversores, aunque se carece de datos precisos, algunas estimaciones indirectas parecen señalar la importancia relativa de los inversores residentes en Italia y Francia, y en menor medida, pero con una importancia creciente, los residentes alemanes, suizos y japoneses.

4.2. El uso de la ECU en transacciones comerciales

Aunque ha crecido en los últimos años, tanto en términos absolutos como relativos, el uso de la ECU en la facturación y pago de transacciones comerciales sigue siendo marginal. En efecto, aunque las estadísticas sobre la moneda en que se efectúa el pago de las operaciones de comercio internacional tienden a ser bastante fragmentarias, se puede concluir que la utilización de la ECU como medio de pago apenas representa el 1 % del comercio intracomunitario, porcentaje que no llega siquiera a alcanzar en el comercio extracomunitario.

Las cifras disponibles se refieren al pago de las transacciones de comercio internacional, no existiendo datos respecto a su utilización en la factura-

(1) La información disponible parece sugerir que el dólar USA y el yen japonés han sido las contrapartidas preferidas a los «swaps» en ECUs, pero el origen geográfico de estas contrapartidas es desconocido.

8. Mercado de obligaciones. Distribución geográfica

millones de ECUs

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988 (a)
Emisiones CEE	1.742	1.910	3.366	7.558	5.631	6.003	9.605
· Bélgica-Luxemburgo	—	70	60	183	231	325	50
· Dinamarca	—	—	177	325	490	850	175
· España	—	—	47	—	100	—	—
· Francia	270	550	557	1.870	1.076	1.083	1.560
· Irlanda	—	95	50	250	100	200	—
· Italia	1.240	600	1.425	3.445	2.093	1.950	5.980
· Holanda	—	—	—	300	206	100	175
· Portugal	—	—	—	—	—	150	—
· Reino Unido	—	50	100	230	50	—	275
· Instituciones CEE	232	545	950	955	1.285	1.345	1.390
No CEE	150	605	1.443	4.351	2.779	2.883	3.353
· Países europeos	—	210	302	426	860	268	1.715
· Países no europeos	65	170	581	2.940	1.604	1.990	1.185
· Multinacionales europeas	30	40	285	325	200	375	253
· Instituciones Internacionales	55	185	275	660	115	250	200
PRO MEMORIA:							
· Porcentaje de CEE sobre el total	92,1	75,9	70,0	63,5	67,0	67,6	74,1

(a) Comprende el período enero-noviembre.

Fuente: Banco de Pagos Internacionales.

ción de dichas transacciones. En general, se estima que las estadísticas de pago en ECUs de operaciones de comercio internacional tienden a infravalorar su utilización en la facturación de tales operaciones. Este es especialmente el caso de Italia, en donde una parte de las exportaciones facturadas en ECUs se cobran efectivamente en liras.

El uso de la ECU en el pago de las operaciones corrientes en la balanza de pagos representa un porcentaje ligeramente superior al correspondiente a las operaciones comerciales. Esto refleja, en gran medida, las rentas de intereses relativas a las transacciones financieras en ECUs. No obstante, la utilización de la ECU como medio de pago parece ser algo superior en la balanza de servicios y transferencias que en la balanza comercial. Los sectores de los servicios más dinámicos a este respecto han sido los relacionados con el turismo y el transporte. Dos iniciativas relativamente recientes destinadas a expandir la utilización de la ECU como medio de pago —la emisión de cheques viajero y de tarjetas de crédito en ECUs— han gozado de escaso éxito, aunque la utilización de los primeros parece haber crecido algo en Bélgica y Francia.

Igualmente, las instituciones comunitarias han proseguido una política tendente a promover la utilización de la ECU como medio de pago. En la actualidad, se estima que la ECU, además de servir de unidad de cuenta del presupuesto comunitario, representa el medio de pago de alrededor de un 15 % de los gastos no agrarios de dicho presupuesto.

Aunque algunas encuestas muestran el interés potencial de los empresarios europeos por el uso de una moneda común como medio de denominación y pago de sus transacciones intraeuropeas, destacando como ventajas de su empleo la reducción del riesgo cambiario y de los costes de transacción, en la práctica sólo un número muy reducido de empresas, fundamentalmente multinacionales europeas con sucursales en varios países de la CEE, han utilizado la ECU como unidad de cuenta o medio de pago. Algunas de las razones que podrían explicar esta fuerte divergencia entre el interés potencial y el uso real de la ECU se encuentran en que la moneda utilizada como medio de pago de las transacciones internacionales ha sido tradicionalmente la propia del país exportador o el dólar americano, la escasa aceptación de la ECU como medio de pago en transacciones en las que interviene algún agente no residente en la CEE, la insuficiente familiaridad de los empresarios europeos con las características de la ECU como unidad de cuenta o medio de pago, o el limitado desarrollo de los mercados a plazo de la ECU.

La causalidad en la relación entre el exiguo empleo de la ECU en transacciones comerciales y el modesto desarrollo del mercado a plazo de la ECU no está clara, ya que también se podría concluir que el marginal uso de la ECU como medio de pago ha afectado al uso de la ECU en otras esferas, tales como los mercados financieros y cambiarios en ECUs. Sin duda, una mayor utilización de la ECU en transacciones comerciales ejercería un efecto positivo en el crecimiento de los depósitos en ECUs de la clientela no bancaria y en el desarrollo de los mercados cambiarios a plazo de la ECU.

4.3. Mercados de cambios en ECUs

El mercado cambiario de la ECU se ha desarrollado paralelamente a la expansión de su uso en los mercados bancarios y de capitales. En el segmento de contado ha alcanzado un cierto dinamismo, mientras que el mercado a plazo es considerablemente más reducido y los mercados de opciones y futuros son en la actualidad prácticamente inexistentes. Este particular desarrollo en los distintos segmentos del mercado cambiario no es, sin duda, ajeno a la escasa utilización de la ECU en transacciones comerciales.

Los volúmenes intercambiados en el mercado al contado han sido superiores en 1985 y 1988, a los registrados en 1986 y 1987, lo que está en consonancia con el ritmo de actividad del resto de los mercados financieros en ECUs. No obstante, y en relación a las principales divisas, todavía está muy concentrado en el área de la CEE y el volumen negociado en los mercados internacionales es relativamente pequeño (1).

Salvo en Italia, el mercado cambiario en ECUs se caracteriza por el lugar preponderante que ocupa en él la actividad interbancaria. El mercado lo forman, fundamentalmente, un reducido número de bancos especializados en la ECU. Igualmente, cabe subrayar que la ECU se intercambia menos universalmente que otras monedas. De hecho, el 75 % del volumen negociado en ECUs se realiza a cambio de marcos alemanes, y entre un 10 y un 15 % a cambio de dólares, mientras que el intercambio de ECUs contra la moneda local ha sido prácticamente insignificante, de nuevo con la única excepción del mercado italiano. Esta situación en realidad es reflejo del hecho que la ECU se utiliza como moneda de arbitraje, y por ello se intercambia, fundamentalmente, contra el marco alemán, puesto que su mayor peso en la ECU tiende a hacer más estable su tipo de cambio.

(1) De acuerdo con un muestreo llevado a cabo por el Banco de la Reserva Federal de Nueva York, en marzo de 1986, en los mercados de divisas americanos, la ECU representaba menos de un 1 % sobre el volumen total negociado en divisas y ocupaba la décima posición, por detrás de cinco de sus monedas componentes.

El mercado a plazo de la ECU es mucho más limitado que el segmento de contado. Este hecho puede ser parcialmente explicado, por un lado, por la inherente estabilidad cambiaria de la ECU, que reduce el incentivo de utilizar operaciones a plazo como medio de disminuir el riesgo cambiario y, por otro, dada la escasa utilización de la ECU en transacciones comerciales. Igualmente, cabe señalar que el mercado a plazo de la ECU presenta una cierta estrechez en cuanto al número de participantes, como lo demuestra el hecho de que más del 70 % de la actividad en dicho mercado se concentra en los bancos del Reino Unido y Francia.

Los mercados de opciones y futuros en ECUs se establecieron en 1986 en Estados Unidos. Aunque nunca han llegado a ser cuantitativamente importantes (1), el nivel de contratación se redujo notablemente a lo largo de 1987 y 1988, por lo que en la actualidad se puede concluir que los mercados de futuros y opciones en ECUs son insignificantes.

4.4. Utilización de la ECU privada por las autoridades monetarias

Aparte de su participación directa a través de la emisión de obligaciones en ECUs, los bancos centrales, especialmente de los países de la CEE, realizan transacciones en ECUs privadas en relación con su deseo de mantener un cierto volumen de sus reservas internacionales en dicha unidad de denominación, así como para intervenir en los mercados de cambio, comprando o vendiendo la moneda comunitaria.

En los últimos tres años, las tenencias de ECUs privadas de los bancos centrales de la CEE han aumentado considerablemente. Hasta cierto punto, podría parecer paradójico el interés de los bancos centrales en mantener parte de sus reservas en ECUs privadas, cuando en sus estadísticas de reservas, una no desdenable proporción de las mismas vienen representadas por el volumen de ECUs oficiales asignados por el FECOM. Sin embargo, los bancos centrales tienden a seguir considerando dicho volumen de ECUs oficiales como los dólares y el oro que han servido de contrapartida a su creación oficial. Por otra parte, como se ha señalado en el tercer epígrafe, dichas ECUs oficiales tienen escasas posibilidades de utilización y no pueden ser empleadas directamente en intervenciones cambiarias.

(1) Aunque muy reducida la actividad en ambos mercados, el volumen negociado de opciones en ECUs ha sido inferior al de futuros. Conjuntamente, en 1986 representaban un 0,7 % de la actividad total en futuros y opciones en divisas.

De aquí que los bancos centrales de la CEE muestren un cierto interés en mantener parte de sus reservas en ECUs privadas, en un intento de diversificar sus carteras de activos internacionales; de contar con ciertos fondos en dicha unidad con fines de intervención cambiaria; y, en ocasiones, con el objetivo de promover la expansión en los usos privados de la ECU.

El creciente interés de los bancos centrales en mantener tenencias en ECUs privadas también se ha visto fomentado por la creación de nuevos instrumentos financieros en ECUs, que han permitido aumentar — hasta cierto punto — la liquidez de dichos mercados. Una gran parte de tales reservas se mantienen en depósitos en la banca comercial, lo que ha contribuido a limitar el crecimiento del desequilibrio entre activos y pasivos bancarios en ECUs.

Desde finales de 1983, algunos bancos centrales de la CEE han utilizado la ECU privada, si bien en volúmenes bastante limitados, para intervenir en los mercados de cambios. Las primeras intervenciones se realizaron con el fin de contribuir a un desarrollo ordenado de los mercados cambiarios de la ECU, pero posteriormente, desde 1985, la práctica totalidad de las intervenciones se han llevado a cabo con el objetivo de afectar al valor del tipo de cambio de la moneda cuyo banco central ha procedido a intervenir. La mayor parte de las intervenciones se llevaron a cabo en 1985 y 1988, materializándose, fundamentalmente, en compras de ECUs privadas a cambio de moneda emitida por el banco central que intervino. En todo caso, su importancia relativa ha sido bastante moderada, no superando en ningún período anual un 5 % del volumen total de intervención en monedas comunitarias de los bancos centrales de la CEE.

En general, la intervención cambiaria en ECUs privadas tiende a ser subóptima por los siguientes motivos: a) si la moneda del país que realiza la intervención forma parte de la ECU, la intervención cambiaria en dicha unidad exigiría un volumen superior en relación a la intervención en otras monedas, si se quiere obtener los mismos efectos sobre el tipo de cambio, ya que una parte de las compras o ventas de ECUs suponen una compra o venta de la propia moneda; b) dado que la mayoría de los bancos centrales de la CEE persiguen sus objetivos cambiarios en relación a un tipo bilateral, un mismo volumen de intervención en ECUs tendrá menor efecto sobre dicho tipo de cambio bilateral que si la intervención se realiza en la moneda en la que se define el objetivo de la política cambiaria (1); y c) la intervención en ECUs puede

(1) Este argumento y el siguiente cobran especial relevancia cuando el banco central que interviene participa en el acuerdo de cambios del SME. En tal caso, la mayor parte de las intervenciones cambiarias tratan de defender la posición de dicha moneda respecto a la moneda más fuerte o más débil en las bandas del SME.

afectar negativamente a otras monedas componentes, cuya situación sea similar a la propia del banco central que procede a intervenir (1).

Por todo ello, las intervenciones cambiarias en ECUs han tendido a tener un carácter complementario a las intervenciones en otras monedas y se han llevado a cabo sólo cuando la intervención en estas últimas se consideraba poco apropiada, dada la situación de los mercados cambiarios internacionales. A pesar de que las intervenciones en ECUs tendrán un cierto efecto sobre los tipos de cambio de todas las monedas componentes, el Comité de Gobernadores de la CEE no ha considerado necesario, hasta la fecha, establecer una regulación específica para tales intervenciones, a diferencia de lo que ocurre para intervenciones en cualquier otra moneda comunitaria. Ello ha sido así, debido a que no se ha detectado un efecto perturbador en las intervenciones en ECUs, dado su limitado montante y el hecho de que tales intervenciones han tendido a materializarse predominantemente en compras de la moneda de intervención (2).

5. LA PROXIMA REVISION DE LA ECU EN SEPTIEMBRE DE 1989

Como ya se indicó en la sección 2, la composición de la ECU puede variar; de hecho se revisa de oficio cada cinco años y también, previa petición del país en cuestión, si la ponderación relativa de cualquier moneda en la ECU varía en un 25 % o más. Estas revisiones periódicas se establecen con el objeto de que la composición de la ECU tenga en cuenta las modificaciones que se hayan producido tanto en los tipos de cambio como en las situaciones económicas de los países cuyas monedas forman parte de la moneda-cesta comunitaria.

La ECU se constituyó y definió originalmente a través del reglamento (CEE) n.º 3180/78, de 18 de di-

ciembre de 1978, en el que se establecía su composición, que coincidía con la de su predecesora: la unidad de cuenta europea, que había sido implantada en 1975. Igualmente, en dicho reglamento se establecía que el primer reexamen en la composición de la ECU se llevaría a cabo a los 6 meses de entrada en vigor del acuerdo de cambios del SME. El primer reexamen en la composición de la ECU, por lo tanto, tuvo lugar en septiembre de 1979, decidiéndose entonces mantener inalteradas las cantidades de las distintas monedas en la ECU.

A pesar de que las cantidades de cada moneda en la ECU no se modificaron en septiembre de 1979, en relación a abril de 1975, sus respectivas ponderaciones relativas sí lo hicieron como consecuencia de las variaciones ocurridas entre ambas fechas en los tipos de cambio de las distintas monedas componentes. Así, entre las dos fechas comentadas, la ponderación relativa al marco alemán pasó del 26,9 % al 33 %. Por su parte, las ponderaciones del franco belga-luxemburgués y del florín holandés también registraron un incremento, aunque de menor cuantía, mientras que los pesos de la lira italiana, la libra esterlina y el franco francés disminuyeron notablemente.

La legislación comunitaria no establece un procedimiento muy detallado respecto a la revisión en la composición de la ECU. Así, dicha legislación establece que la decisión de proceder a la revisión en la composición de la ECU corresponde al Consejo de Ministros de la CEE, a propuesta de la Comisión, y una vez oída la opinión del Comité Monetario y del Consejo de Administración del FECOM. De acuerdo con la resolución del Consejo Europeo de 5 de diciembre de 1978, las revisiones en la composición de la ECU deben contar con el acuerdo unánime de todos los países, no deben alterar el valor de la ECU expresada en cualquier moneda (1) y la ponderación atribuida a cada moneda debe estar basada en criterios económicos. Sin embargo, la legislación comunitaria no contempla cuáles deben ser los criterios económicos empleados, ni se establece ninguna relación aritmética precisa entre estos criterios (si se emplea más de uno) y las ponderaciones finalmente decididas.

No obstante, basándose en la experiencia de 1975, cuando se creó la unidad de cuenta europea, y de

(1) Teóricamente, la intervención en ECUs, en el contexto del acuerdo de cambios del SME, sería especialmente apropiada cuando: a) una de las monedas diverge respecto a todas las demás y las ponderaciones de cada moneda en la ECU reflejan la importancia cuantitativa de su respectivo mercado de cambios; o b) para intervenciones coordinadas frente a terceras monedas, siempre que las monedas del SME se encuentren en las proximidades de sus tipos centrales bilaterales.

(2) Se tiende a pensar que las intervenciones que se materializan en ventas de ECUs pueden ser más perturbadoras, que las que implican compras de ECUs, para el funcionamiento del SME, en la medida en que dichas ventas pueden añadir una mayor presión a las monedas débiles, sobre las que se suelen centrar los ataques especulativos, más bien que sobre las monedas fuertes, en momentos de tensión en el SME.

(1) Esta restricción se refiere a que el cambio en la composición de la ECU se debe realizar de tal forma que su valor expresado en cualquier otra moneda sea el mismo con la composición previa y la revisada. Esta restricción sólo se debe cumplir en el momento en que se realiza la recomposición de la ECU, pero no puede evitar que la evolución posterior de los tipos de cambio provoque que el valor de la ECU con la nueva composición pueda ser diferente del valor que habría alcanzado la ECU con su composición previa.

1984, en que se procedió al primer cambio en el número de unidades de cada moneda nacional en la ECU, se puede concluir que las ponderaciones relativas de las distintas monedas están relacionadas con el porcentaje que representa cada país sobre el total en las siguientes tres variables: *a)* producto interior bruto; *b)* comercio intracomunitario (suma de exportaciones e importaciones a la CEE); y *c)* cuota de cada país en el apoyo monetario a corto plazo.

En 1975 las ponderaciones finales respondieron a la media ponderada de los tres criterios anteriormente mencionados, ponderando un 75 % a la media de los dos criterios económicos (PIB y comercio intracomunitario) y un 25 % al criterio financiero (cuotas del apoyo monetario a corto plazo). Por el contrario, en la revisión de 1984 las ponderaciones finalmente decididas respondieron a un compromiso entre el deseo de que las ponderaciones estén basadas en criterios económicos y la necesidad de asegurar el eficiente funcionamiento de los mercados privados en ECUs (1).

De hecho, las ponderaciones decididas en septiembre de 1984 tendieron a corregir las variaciones que se habían producido como consecuencia de la evolución de los tipos de cambio entre 1979 y 1984, por lo que el nuevo sistema de ponderaciones tendía a restablecer los pesos existentes a la entrada en funcionamiento del SME. Sin embargo, el alcance en el cambio de ponderaciones fue limitado, en el sentido de que no permitió restablecer los pesos de 1975, que estaban basados en los criterios económicos subyacentes en dicho momento del tiempo. En cierto sentido, el hecho de que en septiembre de 1979 no se procediera a la recomposición de la ECU ha provocado que se produjera un alejamiento, posiblemente definitivo, entre las ponderaciones atribuidas a las distintas monedas y los criterios económicos subyacentes.

En septiembre de 1989 se procederá a un nuevo reexamen en la composición de la ECU, sin em-

bargo, ello no implica que se tenga que producir necesariamente una modificación en las ponderaciones y cantidades de las distintas monedas componentes. De hecho, toda recomposición de la ECU tiende a generar una serie de riesgos e incertidumbres, que pueden afectar al normal desarrollo de los mercados privados en ECUs. No obstante, existen toda una serie de razones que justifican la necesidad de proceder a una recomposición de la ECU cada cierto tiempo. Entre éstas cabe subrayar: *a)* la recomposición permite corregir las variaciones que la evolución de los tipos de cambio ha ocasionado en las ponderaciones de las distintas monedas, por lo que éstas podrán estar basadas de nuevo, o al menos se aproximarán, a los criterios económicos subyacentes; *b)* si las ponderaciones no se alteraran cada cierto tiempo, el marco alemán iría adquiriendo una posición dominante en la ECU, debido a su tendencia a apreciarse con el paso del tiempo, por lo que a largo plazo la ECU tendería a confundirse con el marco alemán; *c)* si el mercado anticipa los efectos de la revisión con cierta antelación, si ésta, finalmente, no se lleva a cabo, se puede ocasionar una mayor perturbación al funcionamiento eficaz de los mercados privados en ECUs, que la inherente a la propia revisión; y *d)* la recomposición periódica de la ECU permite que se vayan incorporando a ésta las monedas de los países que se han ido integrando en la CEE, de forma que la ECU conserve su característica fundamental de moneda comunitaria.

Respecto al posible alcance cuantitativo de la próxima revisión en la composición de la ECU, es preciso resaltar dos hechos especialmente significativos. En primer lugar, la mayor estabilidad de los tipos de cambio entre las distintas monedas comunitarias desde 1984, permitiría, bien que las ponderaciones de las distintas monedas tiendan a acercarse a los criterios económicos, o que se limite el alcance cuantitativo de la próxima revisión, si se pretende restablecer unas ponderaciones similares a las de 1984. En segundo lugar, tras la entrada de España y Portugal en la CEE, el 1 de enero de 1986, la realización de una recomposición de la ECU abriría las puertas para que las monedas de estos dos nuevos socios comunitarios puedan incorporarse a la ECU. Este segundo factor, al contrario que el primero, tendería a acrecentar el posible alcance cuantitativo de la revisión, ya que dada la importancia económica relativa de España respecto a la CEE, el peso que correspondería a la peseta en la ECU no sería desdeñable.

En relación a la incorporación de la peseta y el escudo en la ECU es preciso subrayar las diferencias formales que existen en este caso, en relación a la incorporación de la dracma griega a la ECU en 1984.

(1) Las ponderaciones finalmente decididas en septiembre de 1984 tendieron a aumentar el peso del marco alemán y del florín holandés, en relación al que se habría obtenido de la estricta aplicación de los criterios económicos, en detrimento de los pesos atribuidos a la lira italiana y a la libra esterlina. Esta decisión trataba de evitar que se produjera un debilitamiento en la cotización de la ECU, así como un aumento en su variabilidad cambiaria. De hecho, se aumentó el peso, resultante de la aplicación de los criterios económico-financieros, de aquellas monedas (marco alemán y florín holandés) que habían mostrado una mayor fortaleza en el pasado reciente, en detrimento de dos monedas (lira italiana y libra esterlina) cuyos compromisos de estabilidad cambiaria eran menos estrictos, en relación a las demás monedas, ya que la lira italiana goza de una banda de fluctuación más amplia y la libra esterlina no participa en el acuerdo de cambios del SME.

Mientras que en el Tratado de Adhesión de Grecia a la CEE se establecía una fecha (31 de diciembre de 1985), antes de la cual la dracma habría de incorporarse a la ECU, en los correspondientes tratados de adhesión de España y Portugal sólo se contempla el derecho de estos dos nuevos países comunitarios a solicitar la incorporación de sus monedas en la ECU. Sin embargo, en dichos tratados se establece, igualmente, que la decisión final de incluir cualquiera de estas monedas habrá de tomar en consideración la necesidad de asegurar un desarrollo estable de las funciones y usos de la ECU. Es decir, la decisión respecto a la fecha de incorporación de la peseta y el escudo en la ECU permite un mayor grado de discrecionalidad del que se contemplaba en el caso de la dracma griega.

En cuanto al sistema de ponderaciones que se pueda decidir en la revisión de septiembre del presente año, cabe destacar que si éste se basara estrictamente en los criterios económicos subyacentes, el alcance cuantitativo de dicha revisión sería sustancialmente superior al correspondiente a la de 1984. Por ello, cabe prever que, al igual que en 1984, las nuevas ponderaciones estén basadas en un compromiso entre los criterios económicos subyacentes y la necesidad de mantener la estabilidad de la ECU. Esto implicaría, básicamente, que las ponderaciones de las monedas actualmente componentes de la ECU tenderían a ser bastante similares a las establecidas en septiembre de 1984 (1), si bien se verían proporcionalmente reducidas para permitir la inclusión de las dos nuevas monedas (la peseta y el escudo). Con relación a las ponderaciones actuales, esto significaría un aumento en la ponderación de las monedas que se han depreciado en el período 1984-89, por lo que, junto con la incorporación de la peseta y el escudo, la ponderación conjunta de las monedas que actualmente no participan en el acuerdo de cambios del SME tendería a crecer.

6. PERSPECTIVAS DE FUTURO

Como se ha puesto de manifiesto en los anteriores epígrafes, la ECU, que originalmente fue concebida como una herramienta oficial para el funcionamiento práctico del SME y para su uso en las transacciones entre los bancos centrales de la CEE, tras diez años de existencia se ha configurado, por el contrario, como un fenómeno fundamentalmente de mercado (2). Así

(1) Dado que los criterios económicos subyacentes han variado relativamente poco entre 1984 y 1989.

(2) Esto no quiere decir, desde luego, que la expansión en los usos privados de la ECU no haya estado fuertemente ligada a los logros conseguidos por el SME.

pues, mientras el desarrollo de la ECU oficial ha presentado ciertos síntomas de atrofia y aletargamiento, los mercados privados en ECUs se han mostrado mucho más dinámicos y, hasta cierto punto, se puede decir que el porvenir de la ECU está íntimamente ligado a su asentamiento y expansión en los mercados privados. En este sentido, no se debe olvidar que el desarrollo de los usos privados de la ECU ha estado sometido a ciertas irregularidades, la más importante de las cuales se refiere al escaso protagonismo del que ha gozado la ECU como medio de pago y facturación de las transacciones de comercio internacional. Sin duda, el asentamiento y las posibilidades de crecimiento de la ECU en el mercado exigirán que su empleo como medio de pago en la esfera comercial experimente una sustancial expansión.

A pesar de que éste era uno de los objetivos cuando se creó, la ECU no se ha desarrollado como un verdadero activo internacional de reserva, ni siquiera a nivel europeo. En general, para que una moneda desempeñe el papel de activo internacional de reserva es necesario que sea líquida, convertible en otras monedas, que sirva como medio de pago y depósito de valor, y ofrezca una atractiva combinación de riesgo y rentabilidad. Respecto a las posibilidades de que la ECU desempeñe tal papel, es preciso señalar que, en su actual estado de desarrollo, la ECU oficial presenta notables carencias, especialmente en los aspectos de liquidez y convertibilidad. Por el contrario, la ECU privada parece responder mejor a las características intrínsecas de las monedas de reserva, si bien todavía presenta ciertas insuficiencias, especialmente en su utilización como medio de pago y, en menor medida, por la todavía limitada liquidez de sus mercados.

En este sentido, algunos autores han manifestado que para que la ECU pueda desempeñar el papel de activo de reserva sería necesario que la ECU oficial mejorase sus cualidades de liquidez y convertibilidad, para lo cual sería imprescindible el acercamiento de sus usos oficiales y privados. Es decir, que sean intercambiables la ECU oficial y la privada. A tal fin, se han presentado diversas propuestas, cuyo objetivo es hacer que desaparezca la actual separación entre los canales oficial y privado.

Sin embargo, lo que no está claro en estas propuestas es por qué el acercamiento entre los usos oficial y privado de la ECU promovería su papel como activo internacional de reserva. En definitiva, con independencia de sus importantes deficiencias en términos de liquidez y convertibilidad, los bancos centrales de la CEE se han mostrado escasamente interesados en utilizar más intensamente sus reservas denominadas en ECUs oficiales. De hecho, sólo las

«posiciones acreedoras netas» de los bancos centrales pueden considerarse realmente como reservas en ECUs, ya que dichos bancos tienden a considerar las ECUs asignadas por el FECOM como los dólares y el oro que en realidad han aportado como contrapartida. Las «posiciones netas en ECUs» han presentado unos saldos muy moderados, que, como se señalaba en el epígrafe 3, rara vez han superado un 10 % de la oferta oficial de ECUs. Además, su aparición se basa fundamentalmente en la obligatoriedad de su aceptación en devolución de los créditos integrados en el mecanismo de financiación del SME, más bien que en el deseo de los bancos centrales de conservarlos en su cartera de activos internacionales. Por otra parte, aquellos bancos centrales que se han mostrado interesados en mantener una proporción de sus reservas en ECUs, lo han podido hacer mediante la adquisición de ECUs privadas.

En definitiva, más importante que acercar los canales oficial y privado de la ECU, es decir, unir las ECUs de distinto origen, sería fomentar su utilización entre distintos agentes (autoridades económicas y operadores privados) con diferentes objetivos y motivaciones. Y ello se puede conseguir simplemente a través de la promoción de la ECU privada. De aquí que, para el propio desarrollo de la ECU como activo internacional de reserva, parezca más adecuado que se sigan produciendo iniciativas, como la emprendida recientemente por el Banco de Inglaterra, tendentes a favorecer una mayor amplitud y profundidad de los mercados privados en ECUs (1).

La principal ventaja que para los países europeos se podría derivar de que la ECU se convirtiera en un verdadero activo internacional de reserva, que compita con el dólar, sería precisamente la de reducir la dependencia europea respecto a la divisa americana, aminorando los «shocks» externos causados por la variación de ésta y dotando de mayor cohesión al SME, al eliminar la tensión que crea el impacto desigual de la variación del dólar sobre los distintos países miembros. Ello no quiere decir, sin embargo, que aunque el dólar redujera su papel como moneda de reserva, los Estados Unidos no seguirían influyendo sobre los tipos de interés y las principales variables macroeconómicas europeas, a través de las transacciones comerciales y financieras internacionales. Al mismo tiempo existiría el riesgo de que se relajara la disciplina monetaria y disminuyera la presión de realizar los necesarios ajustes externos en el SME, debido a que el uso generalizado de la ECU

(1) Este tipo de iniciativas oficiales tratan de mitigar los negativos efectos que, para el desarrollo de los propios mercados en ECUs, se derivan de la ausencia de un banco central emisor, que vele por la liquidez de los mercados de su moneda y actúe como prestamista en última instancia.

como moneda de reserva fuera de la CEE permitiría financiar los déficit exteriores y retrasar el requerido ajuste de balanza de pagos.

En todo caso, para que la ECU se convierta en un verdadero activo internacional de reserva que compita con el dólar sería necesario, previamente, que se avanzara sustancialmente en el proceso de integración económica y financiera en la CEE. Incluso, la actual configuración de la ECU como cesta de monedas puede constituir, en un futuro estadio de desarrollo de la CEE, un cierto límite para que se convierta íntegramente en una moneda internacional de reserva. Probablemente, esto sólo se consiga cuando en el proceso hacia la Unión Económica y Monetaria se establezca un Sistema Europeo de Bancos Centrales, que se encargue de la emisión de la moneda común. Porque, en definitiva, para que el mercado acepte una moneda de reserva es necesario que su valor sea independiente del de otras monedas, que exista una autoridad detrás de ella que la respalde, y que haya una clara relación entre dicha moneda y una estructura económica integrada.

De cara a los futuros acontecimientos que la CEE se prepara a vivir, la ECU se presenta como firme candidata a constituirse en el embrión de la futura moneda común europea. En cierto sentido, los avances que se produzcan en la integración de las economías comunitarias y la expansión en los usos privados de la ECU aparecen como procesos potencialmente complementarios hacia el establecimiento de una Unión Económica y Monetaria en Europa. En efecto, todos los avances significativos que se produzcan en la integración económica de la CEE tenderán a acrecentar el interés de los agentes privados en la utilización de la ECU, especialmente en su empleo como medio de pago en la esfera comercial, que se verá claramente favorecido por una intensificación de las relaciones económicas entre los países miembros. Por otra parte, una sustancial expansión en los usos privados de la ECU puede también provocar avances cada vez más importantes en la integración de las distintas economías de la CEE. Esto se produciría en la medida en que el mayor uso de la ECU en las transacciones comerciales y financieras vaya desplazando y sustituyendo a las propias monedas comunitarias nacionales, de forma que la evolución de los tipos de cambio e interés de estas últimas se verían cada vez más influidos por los acontecimientos de los mercados privados en ECUs. Así, el mercado impondría a las autoridades económicas de los países miembros la necesidad de una mayor coordinación e integración financiera en la CEE.

No obstante, la posibilidad de que los avances en la integración económica y financiera en la CEE y una

sustancial expansión en los usos privados de la ECU se constituyan como procesos complementarios hacia la Unión Económica y Monetaria Europea no está exenta de riesgos, que pueden incluso conducir a que se planteen ciertos conflictos entre ambos objetivos. La posibilidad de que se planteen conflictos será tanto menor cuanto más similar sea el ritmo de avance en ambos procesos.

Estos conflictos pueden aparecer en un doble sentido. Por una parte, una mayor integración y convergencia en las economías de la CEE hará que los tipos de cambio entre sus monedas tiendan a ser mucho más estables y que los diferenciales de interés se estrechen. Esta situación podría provocar que las ventajas comparativas de la ECU tiendan a diluirse, al hacerse cada vez más redundante en comparación con sus monedas componentes, perdiendo gran parte de su atractivo para los agentes privados, especialmente en su utilización financiera (1). Por otro lado, una considerable expansión en los usos de la ECU, que no venga acompañada por un importante avance en el proceso de integración en la CEE, podría plantear el riesgo de que, en la medida en que su propio desarrollo afecte a los tipos de cambio e interés de sus monedas componentes, surjan tensiones que provoquen una mayor inestabilidad entre las monedas europeas, poniendo incluso en peligro los logros conseguidos hasta la fecha por el SME.

En relación con esta última posibilidad, algunos autores se han mostrado partidarios de que el avance hacia la Unión Económica y Monetaria se base en la mayor utilización de la ECU en las transacciones comerciales y financieras entre los residentes de la CEE. De acuerdo con este enfoque la ECU se crearía independientemente de las monedas componentes, de forma que la moneda comunitaria circularía paralelamente y competiría con aquéllas. De esta forma el motor hacia la integración monetaria lo constituiría el mercado. La utilización de una moneda común paralela para avanzar en el proceso de integración se basa en la idea de que dicha moneda podría ir desplazando paulatinamente a las monedas nacionales, encontrándose los bancos centrales con que una parte, cada vez mayor, de su oferta monetaria escaparía a su control. Esta situación provocaría la necesidad de establecer una mayor coordinación de las políticas monetarias nacionales de los países comunitarios e, incluso, la necesidad de establecer una política monetaria común entre ellos. De esta forma, el proceso de avance hacia la Unión Económica y Monetaria se desarrollaría de una forma espontánea, que serviría para vencer las resistencias políticas que se puedan plantear.

Sin embargo, tanto si la moneda común paralela se define como una cesta de monedas o como unidad independiente con un tipo de cambio fijo, pero ajustable, es poco probable que fuera capaz de desplazar a las monedas nacionales, especialmente a las más fuertes, y sobre todo en su función de medio de pago de las transacciones. Pero lo que es más importante, el desarrollo de la ECU como moneda paralela no contribuiría a resolver los problemas de coordinación de las políticas monetarias nacionales de una forma ordenada, sino que plantearía, por el contrario, serios problemas al añadir un decimotercer jugador a un ejercicio de coordinación ya de por sí complicado. Porque, en definitiva, sería necesario establecer una relación adecuada entre la oferta de ECUs y la de las monedas nacionales, de forma que las distintas políticas monetarias en la CEE fueran mutuamente compatibles. Además, el desarrollo de la ECU como moneda paralela podría comprometer gravemente las políticas monetarias orientadas a la estabilidad de precios, en la medida que añadiría una nueva fuente de creación monetaria difícil de relacionar con las necesidades de la actividad económica.

En definitiva, los avances que se puedan producir hacia la Unión Económica y Monetaria tendrán que estar sustentados en una amplia voluntad política por parte de todos los países miembros que estén dispuestos a transferir una parte de su soberanía a los organismos comunitarios, en el convencimiento de los beneficiosos efectos que para sus propios países tendrá el proceso de integración económica. En ausencia de esta voluntad política integradora, el desarrollo de la ECU como moneda paralela puede plantear mayores perturbaciones e, incluso, poner en tela de juicio los logros alcanzados hasta la fecha.

Probablemente, el proceso hacia el establecimiento de la Unión Económica y Monetaria Europea será largo y gradual, y constará de varias etapas intermedias. En primer lugar, y en un contexto de plena libertad en los movimientos internacionales de capital, será necesario reforzar el SME y avanzar en la convergencia y coordinación de las políticas monetarias nacionales si no se quiere poner en peligro el objetivo de la estabilidad cambiaria en la CEE. Igualmente, será necesario que los países que en la actualidad no participan en el mecanismo de cambios del SME se vayan integrando a él, y que desaparezcan las situaciones especiales dentro del mismo. Todos los avances que se realicen en esta vía contribuirán al establecimiento de una verdadera unión económica en Europa.

La Unión Económica y la Unión Monetaria constituyen dos partes de un mismo proceso, en el que se deberán realizar progresos de forma paralela, a fin de

(1) Salvo que surjan nuevos factores que favorezcan el atractivo para los agentes privados de emplear la ECU en sus transacciones comerciales y financieras.

evitar desequilibrios, que podrían provocar tensiones económicas. Ahora bien, será necesario que se alcance previamente un elevado nivel de unión económica entre los países miembros, si se quiere culminar con éxito la fase final del proceso de integración: la Unión Monetaria. La creación del «mercado único europeo» constituirá, en este sentido, un paso esencial hacia la unión económica, que se caracterizará internamente por la libre circulación de bienes, servicios, capital y personas, y externamente por una política comercial común frente a terceros países.

La unión económica no tendrá efecto simplemente por la entrada en vigor del Acta Única Europea, por importante que ésta sea, sino que constituirá también un proceso en sí, misma que exigirá nuevos desarrollos legislativos e institucionales en la CEE. Para avanzar en la construcción de la Unión Económica Europea será preciso lograr un todavía mayor grado de coordinación de las políticas económicas (no sólo la monetaria) de los países miembros, así como la transferencia de ciertas competencias de los países a la Comunidad. No obstante, la unión económica no requerirá necesariamente el establecimiento de una moneda común, ni de un Sistema Europeo de Bancos Centrales. Sin embargo, y aunque no sea estrictamente necesario, parece conveniente el establecimiento, en esta fase, de dicho Sistema, con la finalidad de facilitar la transición entre la coordinación de las políticas monetarias nacionales, característica de la primera fase, y la formulación e instrumentación de una política monetaria común, que tendrá lugar en la última etapa del proceso.

Finalmente, la Unión Económica y Monetaria Europea requerirá, en su última fase, el establecimiento de tipos de cambios fijos e irrevocables entre todas las monedas de los países miembros. Ello exigirá una más estricta coordinación de políticas económicas y una más amplia transferencia de competencias de los países a la Comunidad. La política monetaria se formulará e instrumentará a nivel comunitario, a través del Sistema Europeo de Bancos Centrales, integrado por una institución central y el conjunto de los bancos centrales nacionales.

Si bien no es estrictamente necesaria para el establecimiento de la Unión Económica y Monetaria Europea, la adopción de una moneda común contaría con innumerables ventajas, ya que permitiría dotar de un mayor carácter de permanencia a todo el proceso de integración, favorecería la gestión monetaria en la CEE y eliminaría los costes de transacción que se derivarían del intercambio de las distintas monedas nacionales. La ECU contiene en potencia las principales características necesarias para llegar a ser la moneda común europea, para lo cual sería necesario que pasara de ser una

cesta de monedas a constituirse en una verdadera moneda independiente de cualquier otro activo de reserva. Dicha moneda común sería emitida por el Sistema Europeo de Bancos Centrales, cuyo objetivo prioritario sería, precisamente, el de salvaguardar el valor interno y externo de la moneda común y, por lo tanto, preservar la estabilidad monetaria en la CEE.

7. CONCLUSIONES

Hasta el momento, ha existido una ECU con dos usos totalmente distintos y separados entre sí. Por una parte, el oficial, ligado al mecanismo de cambios europeo y al sistema de financiación del FECOM. En este ámbito, la ECU ha constituido una mera unidad de cuenta y su existencia no ha jugado ningún papel relevante en el funcionamiento del SME, cuyo comportamiento y desarrollo hubieran sido los mismos en ausencia de la moneda comunitaria. Por otra parte, el privado, que ha mostrado un asentamiento y una consolidación dentro de los mercados internacionales, gracias a la buena acogida efectuada por los agentes privados.

Por tanto, de cara al futuro, la evolución de la ECU seguirá dependiendo de la demanda que de ella haga el mercado, si bien las autoridades económicas pueden contribuir a su desarrollo adoptando iniciativas cuyo objetivo sea el dotar a los mercados de mayor amplitud y profundidad. Otro tipo de iniciativas oficiales, destinadas a expandir la utilización de la ECU, que no estén en consonancia con los deseos del mercado, tendrán escasas posibilidades de éxito.

Los avances que se produzcan en la integración de las economías europeas y la expansión en los usos privados de la ECU pueden constituir procesos complementarios hacia el establecimiento de una Unión Económica y Monetaria en Europa, en la medida que el desarrollo de ambos procesos se produzca a un ritmo similar. Por el contrario, en ausencia de significativos progresos en el proceso de integración económica y financiera de los países de la CEE, una sustancial expansión en la utilización de la ECU por los mercados podría revelarse como una fuente de tensiones que provocasen una mayor inestabilidad entre las monedas europeas.

16-V-1989.

BIBLIOGRAFIA

- AGLIETTA, M., ed. (1986), «L'ECU et la vieille dame: un levier pour l'Europe» Economica, Paris.
- (1989), «La marché vers l'Union monétaire et l'ECU», en *ECU*, n.º 6, primer trimestre, págs. 4-10.
- BANCO DE INGLATERRA (1988), «Findings on the Development of ECU Banking Business in Europe», en *Quarterly Bulletin*, Bank of England, noviembre.
- BORDO, M. D. y SCHWARTZ, A. J. (1987), «The ECU - An Imaginary or Embryonic Form of Money: What Can We Learn from History?», National Bureau of Economic Research, Working Paper, n.º 2345.
- CONTHE, M. (1987), «ECUs oficiales y ECUs privados», *Noticias/CEE*, n.º 31, agosto, págs. 71-83.
- COSTALES, B. (1987), «El ECU: sus orígenes y evolución de su mercado», *Información Comercial Española*, n.º 647, julio, págs. 145-64.
- DE GRAUWE, P. (1989), *The ECU and the European Monetary Integration*, Macmillan, Houndsmills.
- ELIAS, J. y PES, A. (1988), «El Sistema Monetario Europeo y el ECU», Documento de Trabajo n.º 15, Caja de Pensiones «La Caixa», Barcelona.
- GIL, G. (1985), *Aspectos financieros y monetarios de la integración española en la Comunidad Económica Europea*, Estudios Económicos, Banco de España.
- JAGER, H. y DE JONG, E. (1987), «The Exchange Rate Mechanism of The EMS and the ECU as a Reserve Asset; an Impending Incompatibility», *European Economic Review*, n.º 31, págs. 1071-91.
- (1988a), «The Private ECU's Potential Impact on Global and European Exchange Rate Stability», *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, n.º 164, marzo, págs. 33-59.
- (1988b), «The Contribution of the ECU to Exchange Rate Stability: a Reply», *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, n.º 166, septiembre, págs. 331-35.
- LEVICH, R. M. (1987), «Developing the ECU Markets: Perspectives on Financial Innovation», *National Bureau of Economic Research*, Working Paper, n.º 2276.
- LINDE, L. (1987), «De los ECUs oficiales a los ECUs privados y al revés», *Noticias/CEE*, n.º 31, agosto, págs. 85-88.
- MASERA, R. (1987), «An Increasing Role for the ECU: A Character in Search of a Script», *Princeton Essays in International Finance*, n.º 167.
- MATHIEU, C. y STERDYNIK, H. (1989), «Vers une monnaie commune en Europe?», *Observations et Diagnostics Economiques*, n.º 26, enero, págs. 95-126.
- MAYCAS, J. (1987), «Reforzamiento del Sistema Monetario Europeo», *Boletín Económico*, Banco de España, noviembre, págs. 26-33.
- (1989), «Efectos de la próxima recomposición de la ECU en septiembre de 1989», Banco de España, documento no publicado, febrero.
- MAYCAS, J. y LEYVA, M. L. (1989), «On Some Irregularities on the Recent Evolution of the Private ECU Financial Market», *De Pecunia*, n.º 1, marzo.
- MAYCAS, J. y PEREZ DE EULATE, C. (1987), «El Fondo Europeo de Cooperación Monetaria», *Boletín Económico*, Banco de España, junio, págs. 36-41.
- MAYER, H. W. (1986), «Private ECU's Potential Macroeconomic Dimensions», *BIS Economic Papers*, n.º 16.
- MICOSSI, M. (1985), «The Intervention and Financing Mechanisms of the EMS and the Role of the ECU», *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, n.º 155, diciembre, págs. 327-45.
- MOSS, F. (1988), «EC Central Banks and Private ECU Interventions», *ECU Bankin Association Newsletter*, n.º 3, enero, págs. 29-34.
- PADOA-SCHIOPPA, T. (1988), «The ECU coming of age», W. Eizenga et al. (eds.), *The Quest for National and Global Economic Stability*, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht.
- PEREZ DE EULATE, C. (1987), «Mercados financieros en ECUs», *Información Comercial Española*, n.º 642, febrero, págs. 53-64.
- SARCINELLI, M. (1986), «The EMS and the International Monetary System: Towards Greater Stability», *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, n.º 156, marzo, págs. 56-83.
- (1988), «The Contribution of the ECU to Exchange Rate Stability: A Comment», *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, n.º 166, septiembre, págs. 327-30.
- VIÑALS, J. (1988), «El mercado interior de 1992 y el Sistema Monetario Europeo: perspectivas de futuro», *Boletín Económico*, Banco de España, mayo, págs. 51-75.

Mercados financieros internacionales: evolución en 1988

Este artículo ha sido elaborado por Miguel Navascués Guillot, del Servicio de Estudios.

1. EVOLUCION DE LOS TIPOS DE INTERES Y DE LOS TIPOS DE CAMBIO

Después de la política monetaria abiertamente permisiva, practicada para contrarrestar la crisis bursátil de octubre de 1987, las autoridades monetarias de los principales países se centraron en el objetivo prioritario de reducir las expectativas inflacionistas. Así, a partir del segundo trimestre de 1988, de una manera más o menos sincronizada, los tipos de interés a corto plazo comenzaron a subir en dichos países. El movimiento al alza empezó en Estados Unidos, pero se transmitió rápidamente a Japón (aunque más suavemente) y Europa. A consecuencia de ello, a finales de 1988, los tipos de interés a corto plazo alcanzaron niveles superiores a los vigentes antes de la crisis de octubre 1987.

Por efecto de la mayor estabilidad mostrada por los tipos de interés a largo plazo, la curva de rendimientos de los principales países experimentó un significativo descenso a lo largo de 1988, llegando a alcanzar, en algunos casos, nivel cero o negativo (Estados Unidos, Suiza, Reino Unido, Italia) (cuadro 1 y gráfico 2).

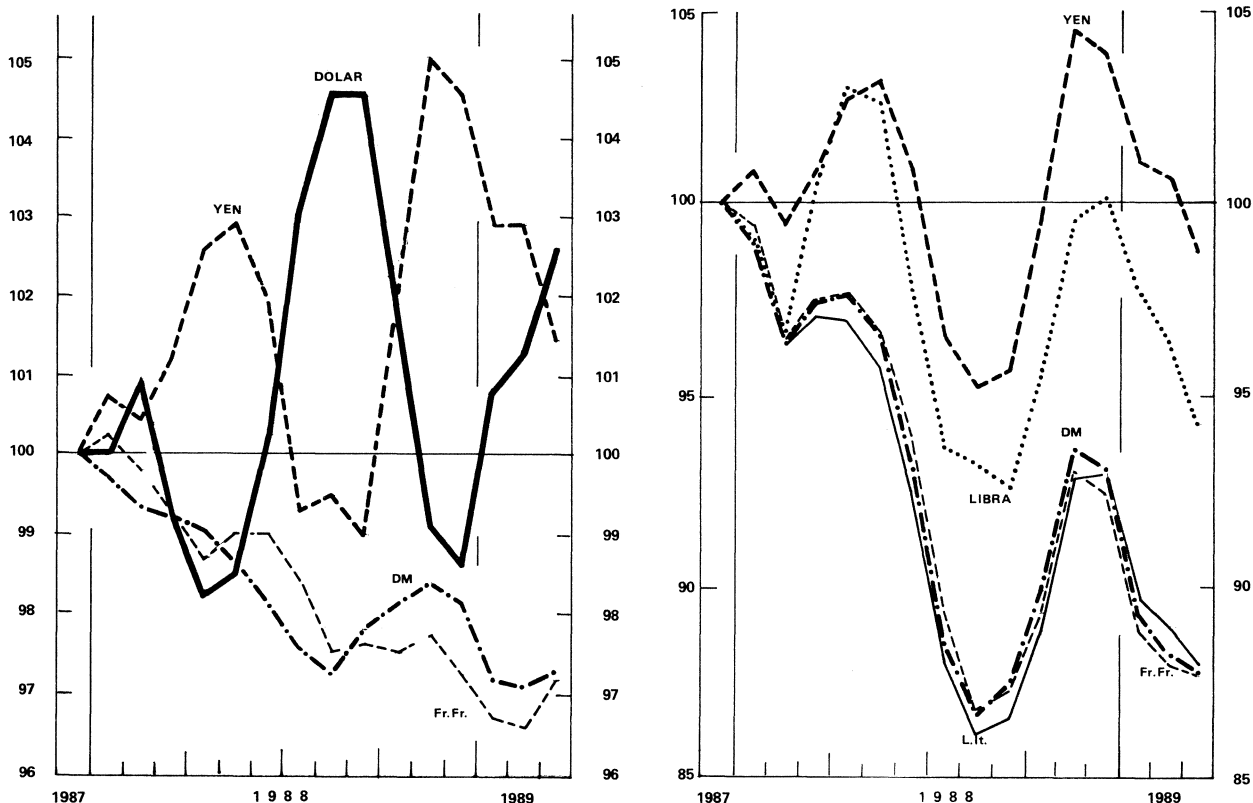
En los mercados de divisas se constató, en el conjunto del año, una recuperación en la confianza del dólar USA, que se apreció aproximadamente un 3 % en términos medios ponderados. Esta recuperación

1. Tipos de interés de los principales países

	Media		1987			1988		%
	1987	1988	Enero	Junio	Diciembre	Enero	Julio		Diciembre
Estados Unidos								
Corto plazo	5,8	6,7	5,4	5,7	5,8	5,8	6,5	8,1
Largo plazo	8,6	9,0	7,6	8,6	9,1	8,8	9,0	9,1
Japón								
Corto plazo	3,5	3,6	4,1	3,2	3,8	3,5	3,4	4,1
Largo plazo	4,2	4,3	4,3	3,9	4,3	4,1	4,5	4,2
Alemania								
Corto plazo	4,0	4,3	4,5	3,7	3,2	3,5	3,9	5,4
Largo plazo	6,2	6,5	6,1	6,0	6,4	6,5	6,5	6,5
Francia								
Corto plazo	8,3	7,9	8,6	8,3	8,6	8,3	7,4	8,4
Largo plazo	10,2	9,2	9,5	10,4	10,6	9,7	9,1	8,8
Italia								
Corto plazo	11,1	11,2	10,8	10,3	11,6	11,4	10,6	12,1
Largo plazo	10,6	10,6	9,8	10,4	10,5	10,3	10,5	12,1

Fuente: OCDE, Financial Statistics. Enero 1989.

**1. Índice de tipo de cambio de las principales monedas:
Posición efectiva nominal (a) y cotización frente al dólar (b)**



Fuentes: Morgan Guaranty Trust y elaboración propia.
(a) Índices de tipos de cambio efectivo nominal calculados por Morgan Guaranty Trust. Diciembre de 1987 = 100.
(b) Índices de cambio frente al dólar. Diciembre de 1987 = 100.

fue fomentada, además, por las autoridades monetarias con intervenciones esporádicas en los mercados de cambios, pero los factores básicos de la economía norteamericana, especialmente de la continua mejora del saldo comercial, fueron los que dieron firmeza al dólar en la mayor parte del año (gráfico 1).

La evolución del dólar no estuvo exenta de fluctuaciones, pero a pesar de los episodios registrados entre septiembre y noviembre de intensa depreciación, a raíz de la publicación de unos datos de actividad y comercio exterior menos favorables de lo esperado, las condiciones financieras y cambiarias y el clima general de fuerte crecimiento económico favorecieron una mayor estabilidad y confianza en el dólar, produciéndose importantes movimientos de capital privado a largo plazo hacia Estados Unidos, que contribuyeron a financiar el déficit exterior por cuenta corriente. Los movimientos mostraron una marcada preferencia de los inversores hacia los títulos de renta fija, pues después de la crisis de octubre de 1987 no hubo prácticamente inversión ex-

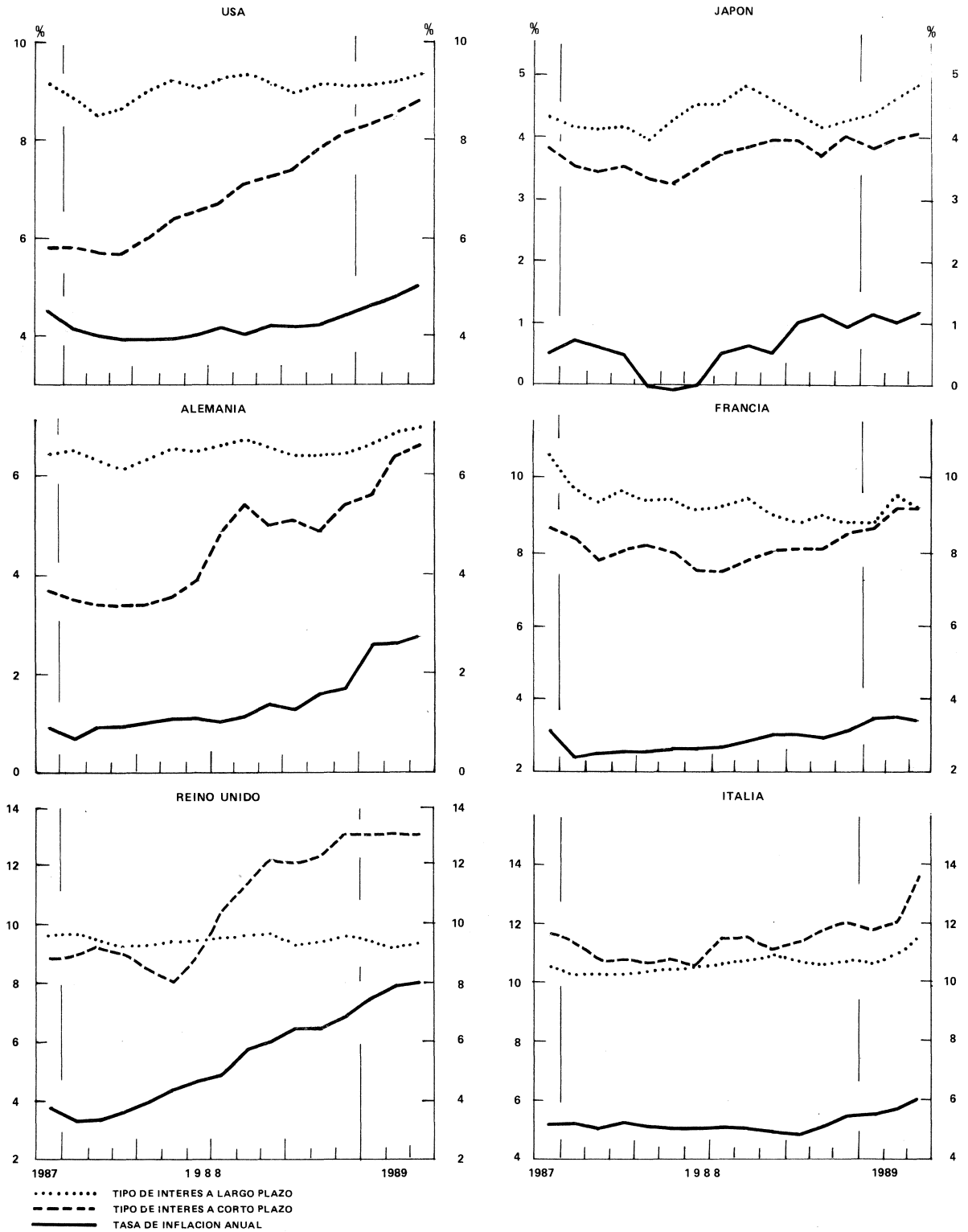
tranjera de cartera en la renta variable. Por contra, las inversiones directas mostraron un gran auge. En conjunto, los movimientos de capital a largo plazo hacia Estados Unidos representaron una gran parte del total de entradas de capital, y contribuyeron a financiar alrededor de un 40 % del déficit por cuenta corriente (1).

En contrapartida, las mayores contribuciones a la financiación externa de Estados Unidos provinieron de Europa (sobre todo Alemania) y Japón, que registraron masivas salidas de capital a largo plazo y cierta debilidad de sus monedas respecto al dólar.

En consecuencia, durante 1988 hubo un entorno económico de crecimiento, con expectativas más estables que en 1987 de tipos de interés y tipos de cambio, y esto favoreció los movimientos internacionales de capital, necesarios para financiar los desequilibrios exteriores por cuenta corriente que si-

(1) OCDE, Economic outlook, diciembre 1988.

2. Tipos de interés y tasas de inflación



Fuentes: OCDE, Financial Statistics, Main Economic Indicators y elaboración propia.

guieron experimentando los principales países. La crisis bursátil de finales de 1987 no tuvo, por tanto, los efectos temidos para la generalidad de los mercados financieros, salvo en lo que se refiere a la inversión en cartera en instrumentos más directamente relacionados con la renta variable.

2. LOS MERCADOS INTERNACIONALES: HECHOS DESTACABLES

En el marco general descrito anteriormente, los mercados financieros mostraron en 1988 una notable capacidad de recuperación sobre los reveses sufridos en 1987. Como se recordará, 1987 fue un año de creciente incertidumbre sobre la evolución de los tipos de cambio —especialmente del tipo de cambio del dólar USA— y tipos de interés, que manifestaron una mayor volatilidad que en épocas recientes (1). Esta desconfianza en la divisa americana se sustentaba en unas cifras crecientemente negativas de la cuenta corriente exterior de Estados Unidos y confería una notable inestabilidad a las enormes posiciones acreedoras en dólares acumuladas previamente. Por otro lado, la intervención conjunta en los mercados de divisas de las autoridades de los países del Grupo de los Siete no fue suficiente para romper esa desconfianza en el dólar, y la suma de estos procesos contribuyó decisivamente al estallido de la crisis bursátil de octubre, que, por su parte, hizo sentir sus efectos en los mercados financieros internacionales, que registraron un estancamiento de los fondos movilizados después de un crecimiento medio anual del 36 % durante los dos años anteriores.

Sin embargo, la duración y la intensidad de los efectos perniciosos derivados de la crisis de octubre fueron claramente inferiores a lo previsto, y en 1988 se volvió a asistir a un auge de la actividad financiera en los euromercados. Considerando en su conjunto todos los segmentos del mercado (títulos y créditos), los fondos movilizados alcanzaron un volumen de 452 mil millones de dólares (2), con un incremento de un 15 % sobre 1987 (cuadro 2). Dentro de este aumento de la actividad financiera, destaca el auge recochado por las emisiones de bonos, con un avance sobre 1987 superior al 20 %, y la continuación del proceso expansivo de los créditos sindicados, que crecieron un 49 % sobre el año anterior.

Este fuerte impulso de los dos segmentos más importantes compensaron con creces la caída en la ac-

(1) Banco de España, *Boletín Económico*, abril 1988.

(2) OCDE, «Financial market trends», febrero 1989.

tividad de otros instrumentos de reciente creación, como son las emisiones de euroacciones y las euro-notas, con reducciones de volumen superiores al 50 % sobre los niveles de 1987. Esta diversidad en las preferencias de inversores y prestatarios condujo a que se canalizara mediante bonos y créditos un porcentaje, en el total de fondos prestados, muy superior al de años anteriores, mientras que todos los demás instrumentos reducían su importancia relativa (cuadro 4).

La recuperación de la emisión y colocación de bonos fue significativa si se tiene en cuenta que, restando las reestructuraciones y vencimientos, en términos netos se prestaron por esta vía 143 mil millones de dólares, es decir, un 38 % más que en 1987. Las mejores expectativas sobre los tipos de cambio y las variables «fundamentales», ya comentadas, debieron influir en este dinamismo y en cierta recuperación del dólar USA en la denominación de las emisiones por monedas, aunque no a los niveles previos a 1985.

Los créditos sindicados experimentaron por tercer año consecutivo un fuerte incremento después de la recesión de 1985. El grueso de los préstamos fue nuevamente para las grandes empresas de los países industriales, cuya demanda de crédito estuvo en su mayor parte relacionada con operaciones de fusión y adquisición. Paralelamente, continuó disminuyendo el crédito a países soberanos, que en 1988 representó menos de un 9 % de los créditos sindicados, mientras que a principios de los años 80 estos créditos copaban un porcentaje superior al 60 %.

Como consecuencia de la crisis bursátil de octubre de 1987, en 1988 descendieron los fondos captados por instrumentos relacionados con renta variable. Especialmente marcadas fueron las caídas de las emisiones internacionales de acciones y bonos convertibles, que disminuyeron un 57 % y un 43 %, respectivamente, frente a las cifras de 1987. Por contra, los bonos «warrants» registraron un aumento, pues estos instrumentos tienen, a diferencia de los bonos convertibles, una conversión en títulos de renta variable opcional para el poseedor.

Desde el punto de vista de los prestatarios, la evolución de 1988 ha reforzado la tendencia a la concentración de fondos con destino a los países de la OCDE, que acapararon el 91 % del total de préstamos. (De este 91 %, las dos terceras partes fueron a los países del Grupo de los Siete) (cuadro 3). Por lo tanto, casi todo el incremento de la actividad se ha dirigido a financiar proyectos localizados en el área de la OCDE, en consonancia con los altos ritmos de

2. Fondos prestados en los mercados financieros internacionales

Miles de millones de dólares

	1984	1985	1986	1987	1988
Emissiones y créditos en firme	197,3	256,4	320,5	321,9	375,2
Créditos sindicados	57,0	43,0	52,4	91,7	127,1
Euronotas y otras líneas de crédito disponible	28,8	42,9	29,3	31,2	15,5
Eurobonos emitidos	111,5	167,8	227,1	180,8	224,9
Acciones	—	2,7	11,7	18,2	7,7
Europapel comercial y otras emisiones no garantizadas	—	23,2	67,6	71,0	76,8
TOTAL FINANCIACION	197,3	279,6	388,1	392,9	452,0

Fuente: OCDE, «Financial market trends», febrero 1988 y 1989.

3. Fondos obtenidos por grupos de prestatarios

Miles de millones de dólares y %

	Media 1981-84	1985	1986	1987	1988
Países de la OCDE	122,3	232,8	352,7	350,2	412,2
<i>% sobre total</i>	<i>70,8</i>	<i>83,3</i>	<i>90,9</i>	<i>89,1</i>	<i>91,2</i>
Países en desarrollo	39,6	25,8	19,5	26,3	21,9
<i>% sobre total</i>	<i>22,9</i>	<i>90,2</i>	<i>5,0</i>	<i>6,7</i>	<i>4,8</i>
Países del COMECON	1,6	5,3	3,9	3,7	4,6
<i>% sobre total</i>	<i>0,9</i>	<i>1,9</i>	<i>1,0</i>	<i>0,9</i>	<i>1,0</i>
Otros	9,3	15,7	12,0	12,7	13,3
<i>% sobre total</i>	<i>5,4</i>	<i>5,6</i>	<i>3,1</i>	<i>3,3</i>	<i>3,0</i>
TOTAL	172,8	279,6	388,1	392,9	452,0
	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuentes: OCDE, «Financial market trends», febrero 1989, y elaboración propia.

4. Mercados internacionales: distribución porcentual por instrumentos

%

	1984	1985	1986	1987	1988
Bonos de renta fija	31,6	33,9	36,5	30,9	35,8
Bonos convertibles y «warrants»	5,5	4,0	6,9	10,9	8,6
Bonos a interés variable	19,4	21,0	13,2	3,3	4,8
Créditos sindicados	28,9	12,8	13,5	20,9	27,0
Europapel comercial y otros, sin garantía de emisión	—	8,3	17,4	18,1	17,0
Euronotas y otras, con garantía de emisión	14,6	15,3	7,5	7,9	3,4
Otros	—	4,7	5,0	8,0	3,4
	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuentes: OCDE, «Financial market trends», febrero 1989, y elaboración propia.

crecimiento económico y de relativa estabilidad de estos países, mientras que los países en desarrollo volvieron a tener dificultades para captar recursos exteriores.

Desde un punto de vista más general, puede afirmarse que el alto nivel de actividad financiera internacional confirma la tendencia de los últimos años a la permeabilidad de los mercados nacionales e internacionales (o el más alto grado de sustituibilidad entre instrumentos de uno y otro lado de las fronteras). Esta característica ha favorecido movimientos de capitales no solamente ligados a las capacidades o necesidades de financiación de unos y otros (pues los mayores emisores de títulos son muchas veces países con un excedente por cuenta corriente; caso de Japón), sino también en respuesta a criterios de rentabilidad y costes y también a estrategias a largo plazo de exploración de nuevos mercados.

También puede decirse que la permeabilidad se ha producido entre los distintos instrumentos financieros, extendiéndose la práctica de diseñar los préstamos o emisiones a medida de las necesidades del cliente e incorporar a los instrumentos tradicionales características de los instrumentos más innovadores, como, por ejemplo, los créditos bancarios que incorporan una opción múltiple (*multiple option facilities*) en divisas, o la generalización del uso de los «swaps» de intereses y de divisas como complemento de las emisiones de títulos.

3. MERCADO DE EUROBONOS

El nuevo auge cobrado por las emisiones internacionales de bonos, 225 mil millones de dólares, frente a 181 mil millones en 1987 (1), se centró casi exclusivamente en los bonos de renta fija (cuadro 5) y en los de interés variable, pues los demás instrumentos (convertibles, cupón cero, etc.) registraron una contracción de sus emisiones. Las emisiones de renta fija experimentaron un aumento respecto al año anterior del 33 %, recobrando la pujanza mostrada en 1985-86. Por su parte, los bonos a interés variable (es decir, a interés revisable periódicamente según las variaciones del LIBOR o cualquier otro indicador de referencia) aumentaron espectacularmente (68 %), pero sin alcanzar los volúmenes de emisión de tres años antes. Todo parece indicar que estos dos instrumentos se beneficiaron de un clima de mayor confianza en la estabilidad de los tipos de cambio y tipos de interés; pero, además, la generalización de prácticas innovadoras que cubren del riesgo de fluctuaciones cambiarias y de interés, especialmente los

«swaps» o trueques de los títulos emitidos en origen (1), ha prestado una mayor flexibilidad al mercado.

Sin embargo, esta mayor capacidad de financiación y de diseño «a medida» del prestatario exige una mayor cualificación de éste, y ello se tradujo, como en los últimos años, en que el 94 % de la financiación obtenida se dirigió al área de la OCDE, con un volumen de préstamos de 210 mil millones de dólares.

Las amortizaciones de principal en 1988 ascendieron a 82 mil millones, debidos tanto a vencimientos en el plazo previsto como a pagos anticipados. La financiación neta obtenida fue, por tanto, de 143 mil millones de dólares, que supera con creces los 105 mil millones netos de 1987. Los pagos anticipados de 1988 representaron aproximadamente la mitad de las cancelaciones realizadas, notándose un incremento notable en los bonos de interés variable, que fueron amortizados antes de tiempo por prestatarios soberanos que prefirieron refinanciarse en europapel comercial, dados los menores costes de intermediación de este instrumento (2).

En el mercado de renta fija, las emisiones brutas alcanzaron el nivel histórico de 162 mil millones de dólares, lo cual coloca a este instrumento en un 72 % de captación de recursos del total de bonos, y en un 36 % de todo el mercado internacional a medio y largo plazo. Además, ello sucedía en un período en el que, como se ha comentado anteriormente, la curva de rendimientos se estrechaba progresivamente hasta llegar a niveles cercanos al cero, pudiendo haber desincentivado el interés de los inversores por la renta fija a largo plazo. Por otra parte, los cambios habidos en la estructura de las emisiones por monedas (cuadro 6) sugieren que el mercado de renta fija mostró una cierta sensibilidad a la situación y expectativas de los tipos de cambio, aparte de la facilidad creciente para emitir (e invertir) con ciertos riesgos cubiertos mediante los «swaps» de divisas.

En el mercado de bonos a interés variable destaca una cierta recuperación después del hundimiento de 1987; se registró un incremento de las emisiones de

(1) Los «swaps» de intereses y/o «swaps» de amortizaciones de principal permiten trocar intereses fijos por variables y pagos de una divisa a otra.

(2) El europapel es una fuente de financiación sin garantía de emisión (el banco intermediario no se hace cargo de los títulos no colocados en los prestamistas últimos) y, por ello, suele tener costes más reducidos que otros instrumentos. Por la misma razón, es un mercado muy selectivo que exige una cualificación alta de los prestatarios.

(1) OCDE, «Financial market trends», febrero 1989.

5. Mercado de bonos: emisiones internacionales y extranjeras

Miles de millones de dólares

	1984	1985	1986	1987	1988
Interés fijo	58,4	94,8	141,5	121,3	161,7
Interés variable	38,2	58,7	51,2	13,0	21,9
Convertibles	9,3	7,0	7,8	18,2	10,3
Warrants	1,6	4,3	19,1	24,8	28,6
Cupón cero	1,7	1,9	3,1	1,5	1,2
Otros	0,3	1,1	4,4	2,0	1,2
TOTAL	109,5	167,8	227,1	180,8	224,9
PRO MEMORIA:					
Amortizaciones	16,3	17,4	23,1	34,5	39,8
Pagos anticipados	3,2	18,7	41,1	41,5	42,1

Fuente: OCDE, «Financial market trends», febrero 1989.

6. Mercado de bonos: distribución por monedas

%

	1984	1985	1986	1987	1988
Dólar USA	57,3	54,0	53,9	38,8	41,7
Franco suizo	14,6	11,3	10,7	12,9	11,4
Marco alemán	7,8	8,5	8,0	8,0	10,2
Yen japonés	7,1	9,1	10,4	13,7	8,4
Libra esterlina	4,9	4,0	4,6	7,8	8,6
ECU	3,3	5,2	3,4	4,0	4,9
Otros	5,0	7,9	9,0	14,8	14,8
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuentes: OCDE, «Financial market trends», febrero 1989, y elaboración propia.

un 68 %, pero el nivel alcanzado de 22 mil millones está lejos todavía de los 49 mil millones anuales medios de 1984-86 (cuadro 5). Además, aunque las emisiones en dólares se incrementaron un 15 %, la cuota representada por esta moneda se ha reducido, en los últimos años, de un 80 % a un 43 % del total, siendo sustituida en el interés de los inversores sobre todo por la libra esterlina, que ya ha alcanzado el 40 % de las emisiones (todas las emisiones en libras fueron de residentes en el Reino Unido). Una importante innovación, que ha atraído a nuevos inversores, es la emisión de títulos que permiten la revisión, no sólo del tipo de interés, sino también del margen o «spread» sobre el LIBOR en determinadas condiciones (*variable-rate notes*).

Como ya se ha dicho, en 1988 aumentó la proporción de fondos otorgada a los residentes en países de la OCDE, que captaron más del 93 % de los recursos del mercado de bonos. Además, hubo un cambio importante en la distribución por países, pues los residentes en Estados Unidos redujeron su

recurso a este instrumento, a consecuencia de lo cual su cuota de mercado se contrajo drásticamente a un 8 % de los bonos emitidos. Aparte de las mejores condiciones que encontraron estos prestatarios para financiarse en el mercado interior de Estados Unidos, consideraciones de riesgo, derivadas de la gran cantidad de emisiones ligadas a reestructuraciones de empresas, han retraído probablemente a los inversores. Esta contracción de las emisiones de Estados Unidos se vio compensada por el éxito de las de Japón (de las cuales el 68 % fueron en forma de bonos convertibles y «warrants») y Reino Unido. Fuera del área de la OCDE sólo los países del Este de Europa vieron aumentar significativamente los recursos captados mediante bonos, con 1,4 mil millones de dólares, frente a 0,5 mil millones en 1987. Los países en desarrollo captaron unos 4,2 mil millones, cantidad superior a los 3,1 mil millones de 1987, pero las instituciones supranacionales para el desarrollo redujeron su recurso al mercado de 10,3 mil millones en 1987 a 8,2 mil millones en 1988

7. Euronotas y europapel comercial

Miles de millones de dólares

	1984	1985	1986	1987	1988
Euronotas	17,4	34,4	24,8	29,0	13,2
Otras líneas, con garantía de emisión	11,4	8,5	4,5	2,2	2,3
Europapel	...	12,6	59,0	55,8	57,3
Otras líneas, sin garantía de emisión	...	10,6	8,6	15,2	19,5
de las cuales: a plazo medio	...	—	1,7	7,0	12,4
TOTAL	28,8	66,1	96,9	102,2	92,3

Fuente: OCDE, «Financial market trends», febrero 1989.

4. MERCADOS DE EURNOTAS Y PAPEL COMERCIAL

Con una emisión, en 1988, de 92 mil millones de dólares, los mercados de financiación a medio plazo de notas, tanto las emitidas con garantía de colocación (euronotas) como las emitidas sin garantía (europapel comercial), experimentaron una sensible reducción respecto a los 102 mil millones emitidos en 1987. Cada uno de los tipos de instrumento cambió mucho, además, en su importancia relativa, pues las euronotas cayeron un 55 %, mientras las notas a medio plazo (1) aumentaron en igual porcentaje y los ECP se mantuvieron a un nivel parecido al de 1987.

En estos cambios estructurales ha habido un cierto grado de sustituibilidad, sobre todo entre los ECP y los NIF, pues gran parte de éstos emitidos en años precedentes se han amortizado y se han refinanciado con ECP, dado el cada vez menor coste comparativo de este segmento. De hecho, pese a la ligera contracción de 1987, el avance del europapel comercial ha sido notable en los escasos cuatro años de vigencia de este instrumento. La competencia entre las instituciones oferentes, por una parte, y la apertura del mercado a nuevos prestatarios atraídos por un coste de financiación inferior muchas veces al LIBOR, por otra, son las razones del vigor de este instrumento, al que ya han accedido de manera creciente países soberanos (17 % del total en 1988). Por otro lado, cabe destacar que, al igual que en otros segmentos de la financiación internacional, en 1988 aumentó el peso relativo de prestatarios residentes en el área de la OCDE (98 %), así que la diversificación de riesgos antes aludida se ha producido exclusivamente entre demandantes de fondos de alta cualificación, notándose un retraimiento de los prestatarios estadounidenses (que han encontrado mejores condiciones en su propio mercado) y un aumento de la presencia de los europeos.

(1) *Medium term notes*: programas de emisión de europapel con plazos de vigencia superiores.

Por su parte, si los MTN han mostrado un fuerte crecimiento, el nivel de utilización de las líneas establecidas y el volumen de deuda viva siguen siendo extremadamente modestos, debido a la novedad de este instrumento a nivel internacional.

5. LOS CREDITOS SINDICADOS

Los préstamos bancarios internacionales tuvieron, de nuevo, una fuerte expansión, que se cifró en más de 127 mil millones de dólares y un aumento del 38 % sobre el curso anterior. Si se excluyen los fondos otorgados a reestructurar la deuda de los países en desarrollo, el volumen de préstamos «espontáneos» fue de 117 mil millones, con un aumento del 48 % en un año (cuadro 8). La mayor parte de este aumento de actividad crediticia se debió a la demanda de empresas no financieras, en particular las relacionadas con procesos de fusión y adquisición. Así, mientras en 1987 la financiación para estos fines fue de 8 mil millones, en 1988 alcanzó los 34 mil millones de dólares. También hubo una considerable demanda de crédito por parte de empresas deseosas de mejorar las condiciones de su deuda, sobre todo mediante la forma de créditos «multiple option», que permiten más flexibilidad de amortización e incorporan opciones en divisas.

En contraste con el dinamismo del crédito a empresas, el concedido a países soberanos permaneció estancado, principalmente por las mejores necesidades de financiación de estos prestatarios y por la apertura de otras vías, como los mercados de eurobonos y el de europapel comercial.

Desde un punto de vista geográfico, en este mercado se produjo, tanto o más que en los otros, el aumento de la concentración de préstamos dirigidos hacia países de la OCDE, que captaron el 83 % del mercado (73 % en 1987).

8. Créditos sindicados concedidos

Miles de millones de dólares

	1984	1985	1986	1987	1988
Eurocréditos	53,2	36,0	43,3	80,3	117,9
Créditos extranjeros	8,8	7,0	9,1	11,4	9,2
I. Total créditos exteriores	62,0	43,0	52,4	91,7	127,1
Menos:					
Refinanciación y préstamos destinados a reestructuración de deuda	5,0	10,5	3,8	12,3	9,7
2. Nuevos créditos sindicados	57,0	32,5	48,6	79,4	117,4
PRO MEMORIA:					
Distribución porcentual del total por prestatarios (%):					
- Países de la OCDE	50,4	46,0	69,3	72,8	83,0
- Otros países e instituciones para el desarrollo	49,6	54,0	30,7	27,2	17,0

Fuente: OCDE, «Financial market trends», febrero 1989.

9. Créditos sindicados: márgenes (spreads) medios sobre LIBOR

Puntos porcentuales

	1984	1985	1986	1987	1988
Países de la OCDE	0,57	0,47	0,37	0,34	0,31
Países del COMECON	0,93	0,55	0,26	0,24	0,30
Países en desarrollo	1,32	0,92	0,61	0,68	0,65
Otros	0,88	0,56	0,33	0,48	0,50
Media general ponderada	0,92	0,62	0,41	0,42	0,36
PRO MEMORIA: LIBOR (a) a tres meses	10,7	8,3	6,7	7,1	8,1

Fuente: OCDE, «Financial market trends», febrero 1989.

(a) London Interbank offered rate; tipo de interés base para la revisión periódica (generalmente semestral) de los intereses adeudados.

10. Créditos sindicados: vencimiento medio

Años/meses

	1984	1985	1986	1987	1988
Países de la OCDE	7/2	7/5	6/3	7/6	4/9
Países del COMECON	5/11	7/5	7/9	8/1	8/5
Países en desarrollo	8/6	8/4	8/2	10/8	10/0
Otros	6/6	7/4	6/9	6/1	5/11
TOTAL	7/8	7/9	6/8	8/4	5/5

Fuente: OCDE, «Financial market trends», febrero 1989.

Entre dichos países los más activos fueron Reino Unido y Estados Unidos, con un volumen de 62 mil millones (casi la mitad de todo el mercado).

Los países en desarrollo y del este de Europa registraron un descenso en los fondos captados: 18 mil millones frente a 23 mil millones de dólares en 1987.

De esos 18 mil millones, 2,7 correspondieron al Este de Europa y 15,3 a los países en desarrollo (incluida la OPEP) (cuadro 6). Cabe destacar que si se excluyen los préstamos ligados a programas de conversión, los fondos concedidos «espontáneamente» a países en desarrollo fueron de unos 8 mil millones de dólares (de ellos, 2 mil millones fueron para China). Por tanto, los bancos siguieron observando una gran selectividad y pocos países endeudados pudieron acceder en buenas condiciones al mercado. Por añadidura, para algunos países las condiciones financieras se endurecieron (cuadro 9), a pesar de que se observó una disminución media de los márgenes pactados y de las comisiones (1).

En general, las condiciones de financiación fueron mejores que en 1987, aunque los vencimientos medios resultaron muy inferiores (cuadro 10); pero ello es así por las características de la mayoría de los créditos concedidos a países industriales, ligados, como se ha dicho, a procesos de fusión y adquisición.

16-V-1989.

(1) La OCDE («Financial market trends», *op. cit.*) advierte del cada vez menor significado de los márgenes como indicador de las condiciones de financiación, pues las comisiones cobradas por los bancos se han convertido en la principal fuente de ingresos de los bancos que lideran los créditos sindicados.

Información del Banco de España

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

Situación al día 30 de abril de 1989

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
SEIS GRANDES					
BILBAO VIZCAYA	13,65	28,65	26,00	28,65	26,00
CENTRAL	13,37	26,25	24,00	26,25	24,00
ESPAÑOL DE CREDITO	13,51	27,44	25,00	27,44	25,00
HISPANO AMERICANO	13,65	28,98	26,00	28,65	26,00
POPULAR ESPAÑOL	13,10	27,45	24,50	26,84	24,50
SANTANDER	12,55	32,31	29,00	32,31	29,00
<i>Media simple</i>	<i>13,31</i>	<i>28,51</i>	<i>25,75</i>	<i>28,36</i>	<i>25,75</i>
COMERCIALES					
ABEL MATUTES TORRES	10,84	23,88	22,00	23,88	22,00
ALBACETE	—	—	—	—	—
ALICANTE	13,37	27,44	25,00	27,44	25,00
ALICANTINO DE COMERCIO	—	—	—	—	—
ANDALUCIA	12,55	26,00	24,50	26,84	24,50
ASTURIAS	13,10	28,07	25,00	27,44	25,00
ATLANTICO	12,55	26,25	24,00	26,25	24,00
B.N.P. ESPAÑA	14,50	24,32	23,00	(3,00)	—
BARCELONA	13,65	32,30	29,00	32,30	29,00
BARCLAYS S.A.E.	12,55	25,06	23,00	25,06	23,00
BILBAO MERCHANT	13,65	—	—	—	—
CANTABRICO	13,37	27,44	25,00	27,44	25,00
CASTILLA	13,10	27,45	24,50	26,84	24,50
CATALANA	13,65	32,30	29,00	32,30	29,00
CITIBANK ESPAÑA	14,75	25,06	23,00	(4,06)	(4,00)
COMERCIAL ESPAÑOL	12,82	32,31	29,00	32,31	29,00
COMERCIAL TRANSATLANTICO	12,55	27,44	25,00	27,44	25,00
COMERCIO	13,59	28,65	26,00	28,65	26,00
CONDAL	—	—	—	—	—
CONSOLIDADO ESPAÑA	13,00	24,32	23,00	24,32	23,00
CREDIT & COMMERCE	13,80	26,56	25,00	27,44	—
CREDITO BALEAR	12,55	26,00	24,50	26,84	24,50
CREDITO CANARIO	13,65	28,65	26,00	28,65	26,00
CREDITO Y AHORRO	13,92	28,65	26,00	28,65	26,00
DEPOSITOS	7,19	15,56	15,00	15,87	15,00
ETCHEVERRIA	13,09	24,35	—	(5,00)	—
EUROPA	13,65	25,06	23,00	25,06	23,00
EUROPEO DE FINANZAS	16,42	25,06	—	(4,06)	—
EXPORTACION	12,55	26,25	—	26,25	—
EXTERIOR DE ESPAÑA	13,37	27,44	25,00	27,44	25,00
EXTREMADURA	13,65	28,65	26,00	28,65	26,00
FINANZAS E INVERSIONES	14,20	26,25	24,00	26,25	24,00
GALICIA	12,55	26,00	24,50	26,84	24,50
GALLEGO	13,37	26,25	24,00	26,25	24,00
GENERAL	—	—	—	—	—
GUIPUZCOANO	13,65	27,41	25,75	(6,14)	(6,00)
HERRERO	13,92	25,06	23,00	25,06	23,00
HUELVA	—	—	—	—	—
IBERCORP	15,36	19,25	—	19,25	—
INTERNACIONAL DE COMERCIO	13,92	26,84	24,50	26,84	24,50
INVERSION	—	25,00	—	—	—
INVERSION HERRERO	13,92	25,06	23,00	25,06	23,00
INVERSIONES Y SERVICIOS FINANCIEROS	—	—	—	—	—

(Continuación) 2
Situación al día 30 de abril de 1989

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
ISLAS CANARIAS	13,64	24,00	—	24,00	—
JEREZ	13,65	27,69	26,00	28,65	26,00
JOVER	12,82	32,31	29,00	32,31	29,00
MADRID	12,82	23,88	22,00	23,88	22,00
MARCH	13,00	29,86	27,00	29,86	27,00
MAS SARDA	13,65	25,44	24,00	26,25	24,00
MERCANTIL DE TARRAGONA	13,65	28,98	26,00	28,65	26,00
MERIDIONAL	13,10	28,65	26,00	28,65	26,00
MURCIA	12,82	32,31	29,00	32,31	29,00
NATWEST MARCH	13,65	27,44	25,00	27,44	25,00
NORTE	13,65	27,69	26,00	28,65	26,00
OESTE	13,65	28,65	26,00	28,65	26,00
PASTOR	13,92	29,85	27,00	27,44	25,00
PENINSULAR	—	—	—	—	—
PUEYO	9,53	26,24	—	26,24	—
SABADELL	13,37	24,47	22,50	24,47	22,50
SANTANDER NEGOCIOS	15,87	22,71	21,00	18,11	17,00
SEVILLA	—	—	—	—	—
SIMEON	13,37	27,44	25,00	27,44	25,00
SINDICATO DE BANQUEROS BARNA.	16,43	29,86	27,00	29,86	27,00
TOLEDO	12,55	30,60	27,00	30,60	27,00
VALENCIA	13,37	26,25	24,00	26,25	24,00
VASCONIA	12,55	26,00	24,50	26,84	24,50
VITORIA	13,10	27,44	25,00	27,44	25,00
ZARAGOZANO	12,55	30,60	27,00	30,60	27,00
<i>Media simple</i>	<i>13,31</i>	<i>26,88</i>	<i>24,91</i>	<i>27,05</i>	<i>24,84</i>
INDUSTRIALES					
BANCAPITAL	11,78	25,06	23,00	(4,06)	(4,00)
CATALA DE CREDIT	13,10	26,25	24,00	26,25	24,00
CHASE ESPAÑA	15,86	26,65	24,00	26,65	24,00
DESARROLLO ECONOMICO ESPAÑOL	13,37	22,71	21,00	22,71	21,00
EXPANSION INDUSTRIAL	12,55	23,00	—	23,00	—
FOMENTO	13,37	26,25	24,00	26,25	24,00
GRANADA	13,37	26,25	24,00	26,25	24,00
HISPANO INDUSTRIAL	14,20	23,88	22,00	23,88	22,00
INDUSTRIAL DE BILBAO	13,10	25,44	24,00	26,25	24,00
INDUSTRIAL DE CATALUÑA	13,65	32,30	29,00	32,30	29,00
INDUSTRIAL DE GUIPUZCOA	11,46	23,88	—	23,88	—
INDUSTRIAL DEL MEDITERRANEO	13,65	32,30	29,00	32,30	29,00
INDUSTRIAL DEL SUR	12,55	28,65	26,00	28,65	26,00
INTERCONTINENTAL ESPAÑOL	14,63	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	15,31	24,30	23,00	24,30	23,00
PROGRESO	14,20	27,44	—	27,44	—
PROMOCION DE NEGOCIOS	13,65	28,65	26,00	28,65	26,00
URQUIJO-UNION	13,92	23,21	22,00	23,88	22,00
<i>Media simple</i>	<i>13,75</i>	<i>26,44</i>	<i>24,44</i>	<i>26,55</i>	<i>24,50</i>
EXTRANJEROS					
ALGEMENE BANK	16,14	21,94	—	21,55	—
AMERICA	17,00	21,55	20,00	(4,00)	—

(Continuación) 3
Situación al día 30 de abril de 1989

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.	14,48	25,06	23,00	25,06	23,00
BRASIL	14,75	23,88	22,00	(3,03)	(3,00)
BRUXELLES LAMBERT	15,87	21,55	20,00	21,55	20,00
CAISSE N.C. AGRIC	14,75	24,36	—	(2,01)	—
CHASE MANHATTAN	15,86	26,25	24,00	(3,04)	(3,00)
CHEMICAL BANK	14,00	18,39	—	—	—
CITIBANK	13,65	25,06	23,00	(4,06)	(4,00)
COMMERCIALE ITALIANA	16,14	27,44	—	(2,50)	—
COMMERZBANK	13,65	19,25	18,00	19,25	18,00
CONTINENTAL ILLINOIS	—	—	—	—	—
CREDIT COMMERCIAL DE FRANCE	15,86	23,88	22,00	(2,03)	(2,00)
CREDIT LYONNAIS	15,28	19,25	18,00	(1,01)	(1,00)
CREDITO ITALIANO	14,75	24,00	—	24,00	—
DEUTSCHE BANK	15,45	24,37	22,00	24,37	22,00
DRESDNER BANK	15,30	24,60	22,00	24,60	22,00
ESTADO SAO PAULO	—	26,25	24,00	26,25	24,00
EXTERIOR DE LOS ANDES	11,19	27,44	25,00	27,44	25,00
FIRST INTERSTATE	15,25	19,50	—	(5,00)	—
FIRST N. BANK OF CHICAGO	15,70	26,82	24,00	(4,06)	(4,00)
GB BANCO BELGA	15,25	23,21	22,00	(3,04)	(3,00)
INDOSUEZ	—	20,00	—	20,00	—
JYSKE BANK	12,55	28,70	25,00	28,70	25,00
LLOYDS BANK	14,75	26,25	24,00	(4,06)	(4,00)
MANUF. HANNOVER TRUST	14,73	28,39	25,00	(2,02)	(2,00)
MIDLAND BANK	16,14	22,00	—	(3,00)	—
MITSUBISHI BANK	15,25	25,22	—	(2,00)	—
NETSUJI BANK	—	—	—	—	—
MORGAN GUARANTY	15,50	20,00	—	20,00	—
NACION ARGENTINA	12,55	22,00	—	(4,00)	—
NAT. WESTMINSTER BANK	15,17	27,44	25,00	(4,58)	(4,50)
NATIONALE DE PARIS	14,50	24,32	23,00	(3,00)	—
NAZIONALE LAVORO	17,83	25,06	23,00	21,55	20,00
PARIBAS	15,48	21,55	—	(2,00)	—
PORTUGUES DO ATLANTICO	15,25	26,00	—	26,00	—
REAL	14,00	24,00	—	22,00	—
ROMA	15,25	21,00	20,00	(2,00)	—
ROYAL BANK OF CANADA	16,00	22,00	—	(2,00)	—
SAUDI ESPAÑOL	15,59	24,25	22,31	24,25	22,31
SOCIETE GENERALE	14,75	23,18	—	(3,42)	—
SUMITOMO BANK	—	21,55	20,00	(2,02)	(2,00)
TOKYO	15,87	24,32	23,00	(2,01)	(2,00)
<i>Media simple</i>	14,85	23,50	22,24	23,37	21,85
TOTAL					
<i>Media simple</i>	13,87	25,75	24,19	26,37	24,43
CAJAS DE AHORRO					
ALAVA PROVINCIAL	13,64	19,90	19,00	20,22	19,00
ALBACETE	13,10	24,32	23,00	25,06	23,00
ALICANTE PROVINCIAL	14,48	23,88	22,00	23,88	22,00
ALMERIA	12,50	21,00	—	(4,00)	—
ANTEQUERA	11,30	23,21	22,00	23,21	22,00

(Continuación) 4
Situación al día 30 de abril de 1989

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	13,40	21,55	—	(5,00)	—
BADAJOS	10,20	22,71	—	(4,00)	—
BALEARES	12,59	23,88	22,00	21,55	20,00
BARCELONA	14,75	23,88	22,00	23,88	22,00
BILBAO MUNICIPAL	12,55	20,97	19,50	(3,00)	—
BURGOS C.C.O.	10,50	18,81	—	19,25	—
BURGOS MUNICIPAL	12,01	18,81	18,00	19,25	18,00
CACERES	9,52	20,00	—	(2,00)	—
CADIZ	12,96	25,00	—	(4,00)	—
CAIXA PENSIONES	12,55	22,71	21,00	22,71	21,00
CANARIAS GENERAL	14,20	22,10	—	(4,00)	—
CANARIAS INSULAR	13,09	23,21	—	23,88	—
CARLET	12,96	20,73	—	(6,00)	—
CASTELLON	13,64	18,00	—	20,00	—
CATALUÑA	13,10	21,00	19,52	21,00	19,52
CECA	13,09	17,00	—	(2,00)	—
CEUTA	14,00	22,00	—	22,00	—
CORDOBA MONTE	10,00	22,75	—	22,75	—
CORDOBA PROVINCIAL	13,10	23,21	—	23,88	—
CUENCA	13,65	24,33	—	25,10	—
GALICIA	12,55	21,00	20,00	(4,00)	—
GERONA	13,10	24,32	—	25,06	—
GRANADA MONTE	13,95	23,21	22,00	23,88	22,00
GRANADA PROVINCIAL	9,89	27,14	—	(3,03)	—
GUADALAJARA	12,50	23,21	—	23,88	—
GUIPUZCOA PROVINCIAL	13,10	18,81	—	(2,01)	—
HUELVA	13,16	23,88	—	(2,02)	—
IBERCAJA	12,82	22,10	—	21,00	—
INMACULADA ARAGON	12,55	20,99	—	(5,09)	—
JAEN	14,75	22,71	—	22,71	—
JEREZ	12,28	25,06	—	(2,02)	—
LAYETANA	13,65	23,88	22,00	23,88	22,00
LEON	12,89	21,00	20,00	(4,04)	(4,00)
MADRID	13,09	20,39	19,00	(5,09)	—
MALAGA	9,52	23,21	—	(4,00)	—
MANLLEU	13,37	26,84	—	26,84	—
MANRESA	13,00	23,21	22,00	(3,00)	—
MEDITERRANEO	13,92	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	15,93	22,10	21,00	22,71	21,00
PALENCIA	12,55	19,90	—	19,90	—
PAMPLONA MUNICIPAL	11,00	22,10	—	19,00	—
PLASENCIA	12,00	22,00	—	22,00	—
POLLENSA	14,75	23,88	—	23,88	—
PONTEVEDRA	13,42	22,00	—	(4,00)	—
POSTAL	13,37	21,00	—	(2,00)	—
RIOJA	12,55	22,00	—	22,00	—
RONDA	12,55	21,00	20,00	21,55	20,00
SABADELL	13,10	22,00	—	(3,00)	—
SAGUNTO	13,65	21,55	—	(3,03)	—
SALAMANCA	12,55	22,10	—	(4,00)	—
SAN SEBASTIAN MUNICIPAL	13,00	18,81	—	(2,00)	—
SANTANDER	14,75	20,00	20,00	19,25	18,00
SEGORBE	13,21	21,55	—	21,55	—

(Continuación) 5
Situación al día 30 de abril de 1989

CAJAS DE AHORRO	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
SEGOVIA	13,65	20,39	19,00	20,39	19,00
SEVILLA MONTE	10,00	21,00	—	(5,09)	—
SEVILLA SAN FERNANDO	11,22	25,06	23,00	(5,09)	(5,00)
SORIA	13,50	18,00	—	(4,00)	—
TARRAGONA	13,00	22,00	—	(5,00)	—
TARRASA	14,00	25,65	23,50	(3,00)	—
TOLEDO	13,50	22,10	—	(6,00)	—
TORRENTE	13,92	22,71	21,00	21,55	20,00
VALENCIA	10,01	22,71	21,00	22,71	21,00
VALENCIA PROVINCIAL	14,00	23,88	22,00	23,88	22,00
VALLADOLID POPULAR	9,44	19,90	19,00	(4,06)	(4,00)
VALLADOLID PROVINCIAL	12,01	20,45	—	(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	12,55	20,45	—	(2,00)	—
ZAMORA	13,65	19,00	—	(5,00)	—
TOTAL					
<i>Media simple</i>	12,74	22,01	20,87	22,37	20,67

(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»
9/89, de 28 de abril	Entidades delegadas. Cotización del franco luxemburgués en el mercado español de divisas.	10 mayo 1989

COMUNICACIONES VARIAS DEL BANCO DE ESPAÑA

COMUNICACIONES VARIAS	CONTENIDO
Instrucción de 28 de abril de 1989 (Ref. Int. CV 4/89)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Bonos del Estado, emisión de 18 de febrero de 1989. Subastas de mayo, junio y julio.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES DE CREDITO

Variaciones producidas durante el mes de mayo de 1989

Código	Nombre	Fecha	Concepto
BANCOS			
0187	BANCO UNIVERSAL, S.A.	03.05.89	Alta con domicilio social en P.º de la Habana, 14.—Madrid.
0188	BANCO ALCALA, S.A.	04.05.89	Alta con domicilio social en Goya, 23.—Madrid.
COOPERATIVAS DE CREDITO			
3118	CAJA RURAL DE TORRENT, COOP. CTO. V.	03.05.89	Cambio de domicilio social a Avda. País Valenciano, 3.—Torrent (Valencia).
3054	GRUMECO, COOPERATIVA DE CREDITO	03.05.89	Cambio de sección de B24 a CB6.
3058	C.R. PROV. DE ALMERIA, COOP. ANDALUZA DE CTO.	03.05.89	Cambio de denominación social por C.R. DE ALMERIA, S.C.A. CTO. LTDA.
3151	CAJA PRIVADA DE CREDITO, S.C.C.L.	04.05.89	Baja por disolución.
3138	CAJA RURAL DE CREDITO AGRICOLA DE BETXI, S.C.C.L.	10.05.89	Cambio de denominación social por CAJA RURAL DE BETXI, C.CTO.V.
OFICINAS DE REPRESENTACION DE BANCOS EXTRANJEROS			
1164	BANK ESPIRITO SANTO	10.05.89	Cambio de denominación social por ESPIRITO SANTO BANK OF FLORIDA.
1176	AUSTRALIA AND NEW ZEALAND, B.L.G./GRINDLAYS BANK, PLC	22.05.89	Cambio de domicilio social a P.º de la Castellana, 23.—Madrid.
DEMÁS ENTIDADES DE CREDITO (Ley 26/1988)			
4329	INMOBILIARIA DE PROMOCIONES Y ARRIENDOS, S.A.	05.05.89	Cambio de domicilio social a P.º de la Castellana, 31-6.º—Madrid.
4362	SOLUCIONES Y DISEÑOS, S.A.	09.05.89	Alta con domicilio social en Escalerilla, 4, 1.º E.—Las Rozas (Madrid).
8320	ENTIDAD DE FINANCIACION FINAVAL, S.A.	09.05.89	Cambio de denominación por FINANCIERA FINAVAL, S.A. y cambio de domicilio social a Comandante Zorita, 2.—Madrid.
4744	CONTINENTAL ILLINOIS LEASING, S.A.	16.05.89	Cambio de denominación por EUROLEASE IBERICA, S.A.
4363	GENERAL DE VALORACIONES, S.A.	17.05.89	Alta con domicilio social en Nerja, 2.—Torremolinos (Málaga).
8533	CENTRO FINANCIERO Y CONTABLE, S.A. (CEFinsa)	22.05.89	Cambio de domicilio social a Serrano, 21.—Madrid.

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.

MARIA DE LOS LLANOS MATEA ROSA

FUNCIONES DE TRANSFERENCIA SIMULTANEAS DEL INDICE DE PRECIOS AL CONSUMO DE BIENES ELABORADOS NO ENERGETICOS.—DOCUMENTO DE TRABAJO, N.º 8901

En este trabajo se presenta un modelo bivalente para los dos componentes que forman el índice de precios al consumo de bienes elaborados no energéticos (el índice de alimentos elaborados y el índice de bienes industriales no energéticos) en el que se utiliza como indicador adelantado para ambas variables el índice de precios industriales (precios al por mayor) de bienes de consumo.

De las ecuaciones estimadas se obtiene que las tasas de inflación de ambos índices de precios al consumo vienen explicadas por la tasa de inflación de los precios al por mayor. Tanto para el índice de alimentos elaborados como para el índice de bienes industriales no energéticos se acepta, al 95 % de nivel de confianza, que las elasticidades a largo plazo respecto al índice de precios industriales de bienes de consumo son la unidad. La relación dinámica estimada entre los precios al consumo y el índice de precios al por mayor es tal que, una variación de este índice tarda tres meses en asimilarse íntegramente en los precios al consumo.

El modelo se ha mostrado bastante estable en los últimos dos años, y se ha venido utilizando con éxito mensualmente para analizar la situación inflacionista tal como se propone en Espasa y otros (1987).

