

BANCO
DE
ESPAÑA

boletín económico

junio 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).
- T₃³ Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales $\left[\left(\frac{\text{Feb} + \text{Mar} + \text{Abr}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar}} \right)^2 - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (abril).
- T₃³ Tasa intertrimestral de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales $\left[\left(\frac{\text{Abr} + \text{May} + \text{Jun}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar}} \right)^4 - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (junio).
- T₆⁶ Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles semestrales $\left[\left(\frac{\text{Feb} + \text{Mar} + \text{Abr} + \text{May} + \text{Jun} + \text{Jul}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar} + \text{Abr} + \text{May} + \text{Jun}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (julio).
- T₁¹² Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles anuales $\left[\left(\frac{\text{Ene}_t + \dots + \text{Dic}_t}{\text{Dic}_{t-1} + \dots + \text{Ene}_t + \dots + \text{Nov}_t} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. 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>
Discurso del gobernador del Banco de España en el acto de apertura de la Asamblea General de la Confederación Española de Cajas de Ahorros	5
Evolución monetaria.	9
Evolución reciente del mercado de activos monetarios privados.	15
La cuenta de resultados de bancos y cajas de ahorro en 1988.	21
La instrumentación de la política monetaria en España y la variabilidad de los tipos de interés.	31
El comercio exterior de España según la nueva clasificación de la Dirección General de Aduanas.	45
Información del Banco de España	53
Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorro. Situación a 31 de mayo de 1989	54
Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España	59
Registros oficiales de entidades de crédito. Variaciones producidas durante el mes de junio de 1989	60
Indicadores económicos	61
Artículos y publicaciones del Banco de España	107



Discurso del gobernador del Banco de España en el acto de apertura de la Asamblea General de la Confederación Española de Cajas de Ahorros

Un año más tengo que agradecer la oportunidad que me brinda la Confederación Española de Cajas de Ahorros de inaugurar su Asamblea General y poder así comentar con ustedes temas de común interés.

Si el año pasado les decía por estas fechas que comenzaba para las cajas de ahorro la recta final hacia la Europa del 92, el ejercicio actual se caracterizará, sin duda, por los importantes pasos dados, durante la presidencia española, en la aprobación de la normativa comunitaria en la que se basará el mercado común bancario.

Como ustedes conocen muy bien, desde hace años el Banco de España ha venido propugnando el reforzamiento de la situación patrimonial de las entidades de depósito, adecuando su regulación y mecanismos de control a la situación provocada por la hoy ya lejana, pero en su momento grave, crisis bancaria, y a las consecuencias de la profunda desregulación de nuestro sistema financiero.

La modificación de nuestro coeficiente de recursos propios y el reforzamiento posterior de las exigencias del mismo fueron pasos importantes en la dirección apuntada. Y la evolución positiva del cumplimiento del mismo por parte de las cajas de ahorro mide el éxito de nuestra política de impulsar la capitalización de las entidades, que no siempre fue debidamente comprendida.

Aunque a diciembre del año pasado había aún 16 cajas de ahorro que incumplían el coeficiente de recursos propios español y su déficit total ascendía a doce mil millones de pesetas, esta situación representa una apreciable mejoría con relación a la situación de hace un año.

El esfuerzo realizado por las cajas de ahorro es tanto más significativo cuanto que, siguiendo otra directriz del Banco de España, en 1988 han duplicado sus dotaciones a los fondos de pensiones.

Dentro del Mercado Único, las cajas de ahorro y demás entidades de crédito españolas tendrán que cumplir un coeficiente de recursos propios definido a escala de la Comunidad. Este coeficiente es similar al nuestro, aunque en unos pocos aspectos sea más exigente, y en otros lo sea menos.

El nivel del 8% del coeficiente comunitario es, en principio, más alto que el español, que actualmente está fijado en un 7,5%. Pero esta comparación es, sin embargo, sólo aproximada, porque las ponderaciones de ambos coeficientes son algo diferentes, el procedimiento de cálculo no es el mismo y además existen algunas diferencias en la definición de fondos propios.

Sin embargo, nuestro coeficiente es, en otros sentidos, más exigente que el comunitario, ya que no sólo atiende al riesgo de crédito, sino también a los riesgos de tipo de cambio y de interés, así como a las concentraciones de riesgos, las operaciones con empresas no consolidables del grupo, las participaciones en empresas y el activo real.

Conviene recordar que en materia de solvencia la normativa comunitaria sólo pretende armonizar unos mínimos necesarios para todos. Los países miembros pueden y deben superar esos mínimos cuando sus circunstancias nacionales así lo aconsejen. De hecho, es probable que la exigencia real de nuestro coeficiente sea, en su día, algo mayor que la que indica la directiva comunitaria.

El Banco de España está realizando, por segundo año y a petición de la Comisión de la Comunidad Económica Europea, un estudio acerca de los efectos de la aplicación del coeficiente comunitario a las entidades de crédito españolas. Según los primeros resultados de este ejercicio, aún no completado, el número de bancos y cajas de ahorro españoles que no alcanzan el nivel comunitario del 8% es muy reducido. Sin embargo, el mantenimiento en el coeficiente español de los otros factores de riesgo que he mencionado significa que habrá algunos bancos y cajas más con déficit de cobertura.

A pesar de las importantes mejorías que he señalado en el cumplimiento tanto del coeficiente de solvencia español, como del comunitario, hay que tener presente que a los déficit de cobertura indicados hay que añadir los calendarios que ha sido necesario conceder a 29 cajas para diferir la constitución de los fondos de pensiones que necesitan. El importe diferido asciende a 69 mil millones, una cifra ciertamente importante para las cajas implicadas.

Existe además un hecho que puede influir en la capacidad de las cajas de ahorro para generar los recursos propios necesarios. En los últimos tiempos se viene observando una cierta inflexión en la evolución del margen de intermediación de las cajas en su conjunto. Es probable que esa evolución continúe en el futuro previsible, dado el incremento que puede prevverse en la competencia, especialmente en lo que se refiere a la competencia por el pasivo, que podría conducir a un estrechamiento de los márgenes con que vienen operando las entidades de depósito españolas.

A la reducción de los márgenes se une la insuficiente contención de los gastos de explotación, a pesar de que su nivel de partida es elevado, tanto con relación a la banca española como con relación a las entidades de crédito de la mayoría de los países comunitarios.

El deterioro de la capacidad de las cajas para aumentar sus recursos propios mediante la generación de reservas, significa que deberán explorarse vías alternativas. Ello ha llevado a pensar en la creación de las llamadas cuotas participativas. Sus características legales y reglamentarias deberán ser tales que puedan homologarse con los recursos propios básicos, o no sujetos a limitaciones, de la directiva comunitaria. Para ello, sus rendimientos estarán ligados directamente a los excedentes de la entidad y se tratará de valores de duración indefinida que el emisor puede aplicar a la compensación de pérdidas.

Las cuotas deben, pues, constituir un capital de riesgo, cuya retribución no implique compromisos fijos para la entidad emisora, sino que dependa de los beneficios obtenidos. Por supuesto, esa relación no necesita ser absolutamente rígida y para ello puede ser razonable dedicar una parte de los beneficios imputables a las cuotas participativas a la creación de un fondo de estabilización que permita evitar excesivas fluctuaciones en las retribuciones.

Deseo referirme ahora a un fenómeno reciente, que comienza a tener algunos aspectos preocupantes. Se están produciendo en la banca, y en mucha menor medida en las cajas, trasvases masivos de fondos hacia nuevos productos o instrumentos financieros que no suponen un genuino esfuerzo innovador de ingeniería financiera por parte de las entidades, sino que tratan de explotar vacíos legales o reglamentarios, muchas veces más pretendidos que reales, en los coeficientes monetarios o en la regulación fiscal. Algunos de estos movimientos tienen efectos perturbadores, tanto desde el punto de vista fiscal, como de la eficacia de la política monetaria. Estos trasvases están globalmente relacionados con los procesos de desintermediación en general y de titulación de los activos en particular, que afectan a muchos mercados financieros, en España y fuera de ella, y que en muchos casos no responden a necesidades genuinas del mercado.

El Banco de España estableció en su día una distinción muy clara entre las transferencias y las participaciones de activos que se estaban produciendo dentro del proceso de titulación. La titulación de un activo tiene el carácter de transferencia sólo si la entidad cede completamente todos los riesgos y todos los derechos, incluso los de defensa legal, del préstamo o crédito subyacente objeto de la titulación. Debe tratarse, en definitiva, de una venta real y efectiva del activo transferido, que se da de baja del balance. Las participaciones, por el contrario, suponen que la entidad mantiene vínculos económicos (riesgos) o jurídicos (derechos) con el prestatario o emisor. Las transferencias no se computan en los coeficientes de caja, inversión y recursos propios; las participa-

ciones, por el contrario, sí lo hacen. Pues bien, la Inspección del Banco ha detectado casos de clasificación como transferencias de operaciones que en realidad deben ser participaciones.

Estos problemas no son privativos de nuestro país, pero mientras que en otros países las preocupaciones se derivan de la posible inclusión o exclusión de los activos cedidos en el coeficiente de recursos propios de la entidad cedente, entre nosotros prima el efecto de los coeficientes de caja y de inversión, y, en ocasiones, el tratamiento fiscal de esos instrumentos.

Las presiones originadas por la existencia de los coeficientes monetarios tenderán a remitir: el coeficiente de inversión camina hacia su desaparición total en diciembre de 1992 y el de caja espero que pueda comenzar a reducirse pronto, ya que el mercado de la deuda pública ha alcanzado una relativa madurez y por otro lado es previsible que se reduzca la creación de liquidez a través del sector exterior.

En cualquier caso, quiero aprovechar esta ocasión y hacer un llamamiento a todos ustedes para que se aseguren, no sólo del cumplimiento de la letra, sino también del espíritu de las normas vigentes en materia de coeficientes monetarios, de exigencias de recursos propios y de tratamiento fiscal de sus operaciones. De esta forma se evitará que ninguna de las entidades que dirigen dé pie a las sanciones previstas en la Ley de Disciplina Bancaria, o a la pérdida de confianza del Banco de España sobre su buen comportamiento, lo que llevaría aparejada una serie de medidas con consecuencias que pueden ser muy graves. En esta línea de pulcritud financiera les pido presten especial atención a las operaciones con deuda pública, que en el pasado han dado lugar a abusos que deben desaparecer. No necesito decirles que el Banco de España está a su disposición para aclararles cualquier duda que puedan tener sobre la legalidad de una determinada operación.

Antes de entrar en el terreno de los problemas macroeconómicos, no puedo por menos de hacerles un comentario sobre el fenómeno de las fusiones, tan de actualidad estos días en el mundo de las cajas de ahorro. Poco nuevo puedo añadir, sin embargo, a lo que ya he dicho en numerosas ocasiones: un cierto proceso de concentración es un fenómeno inevitable cara a la creación del mercado único financiero en Europa, pero las concentraciones deben perseguir la creación de entidades más eficaces, no sólo más grandes, y no deben dirigirse a resolver problemas en corto plazo, sino en un horizonte más alejado en el tiempo. Y, sobre todo, las fusiones no deben verse influidas por factores espúreos, sino que deben ser razones económicas las que determinen la decisión de las entidades.

Para terminar, querría hacerles un breve comentario sobre la evolución monetaria durante los próximos meses, en el nuevo marco en que se mueve la economía española desde la entrada de la peseta en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo.

Como ha dicho el Ministro de Economía y Hacienda, al anunciar la decisión del Gobierno español, el objetivo de esa entrada es asegurar el crecimiento dentro de la estabilidad. Para ello, es urgente que el Banco de España consiga reducir el crecimiento de la masa monetaria, que en lo que va de año se ha colocado muy por encima de la banda que el Gobierno ha fijado. Esto implica una reducción del fortísimo aumento del crédito de las cajas y de la banca. Sin la colaboración de ustedes la tarea será, sin duda, mucho más difícil; por ello les reitero la petición de moderación que les hice a principios de año. Estoy seguro que las cajas de ahorro, en beneficio propio, y sobre todo en beneficio de la economía española, tendrán muy en cuenta esta petición, para que de esa forma consigamos entre todos que el futuro próximo nos depare tantos éxitos, en términos de mejora del bienestar de la sociedad española, como el pasado reciente.

Madrid, 20 de junio de 1989.

Evolución monetaria

Según datos provisionales, los activos líquidos en manos del público (ALP) crecieron, durante el mes de mayo, un 17,2 %, en tasa intermensual anualizada. Si las cifras definitivas confirman esta tasa, el crecimiento acumulado del agregado durante los cinco primeros meses de 1989 se situaría en el 13 %.

Este importante ritmo de avance de los ALP tuvo reflejo, al igual que en el mes anterior, en la evolución expansiva de los saldos mantenidos por el público en títulos del Estado, en especial, en letras del Tesoro, que crecieron 359 m.m. Las cesiones temporales de deuda aumentaron 46 m.m., mientras que los pagarés del Tesoro se redujeron, por tercer mes consecutivo, en 128 m.m.

La elevación en 0,5 puntos del tipo marginal de las letras del Tesoro a un año, efectuada a finales de abril, y las expectativas de mantenimiento del nivel de rentabilidad alcanzado intensificaron la demanda de dichos activos. Así, desde la última subasta del mes de abril hasta la celebrada el 26 de mayo se colocaron 941 m.m. brutos, frente a unas amortizaciones de 42 m.m. Un elevado porcentaje de esta emisión neta fue adquirido por no residentes. El resto se dirigió a incrementar las carteras del sector privado residente, tanto en firme como en forma de adquisiciones temporales a las instituciones bancarias, en detrimento de otros activos de corta maduración entre los que podrían encontrarse los pagarés de empresa.

1. Agregados monetarios (Ø) (*)

	Saldos m.m.	Variación intermensual (T) %			Variación acumulada desde DIC de 1988 %		
		1989			1989		
		MAY (p)	MAR	ABR (p)	MAY (p)	MAR	ABR (p)	MAY (p)
Activos líquidos en manos del público (ALP)	37.759	5,6	13,4	17,2	11,5	12,0	13,0
Disponibilidades líquidas (M ₃)	27.584	11,2	9,1	13,3	9,3	9,2	10,0
<i>Efectivo</i>	3.369	28,2	13,4	29,2	25,7	22,5	23,8
<i>Depósitos de la banca</i>	12.005	11,0	7,2	16,5	8,1	7,9	9,6
<i>Depósitos de las cajas</i>	10.867	8,8	11,9	7,4	6,6	7,9	7,8
<i>Otros depósitos (a)</i>	1.342	-3,7	-6,6	-1,3	4,5	1,6	1,0
Otros activos líquidos	10.322	1,0	19,4	29,5	28,7	26,3	26,9
<i>Títulos públicos (b)</i>	7.581	5,8	38,5	56,1	52,2	48,7	50,1
<i>Otros activos (c)</i>	2.742	-10,2	-18,3	-21,5	-13,0	-14,4	-15,8

(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.

Pese a la existencia de este fenómeno financiero, representado por la aceleración de la demanda de letras del Tesoro en sustitución de otros activos monetarios no incluidos en ALP, se estima que la notable expansión de este agregado en mayo se asentó en la persistencia de una fuerte pulsación del gasto nominal, tanto en su vertiente real como de precios.

El trasvase de fondos desde seguros de prima única, realizados por entidades aseguradoras, hacia ALP parece continuar estancado. Esta hipótesis se apoya en el mantenimiento del saldo de las operaciones de seguro de las cajas de ahorro al mismo nivel del mes de marzo y en la fuerte reducción en los saldos de pagarés del Tesoro, que fueron uno de los principales activos hacia donde se trasladaron en meses anteriores los fondos de operaciones de seguro canceladas.

Dentro de la parte no computable de ALP destaca, asimismo, la fuerte aceleración del efectivo en manos del público, que, con un crecimiento del 29 %, explica 2,3 puntos de los 17,2 puntos de expansión de los ALP. Así, este componente recuperó ritmos de avance similares a los del primer trimestre, después de la inflexión a la baja que registró su tasa de expansión en el mes de abril (13 %). El crecimiento acumulado del año alcanzó en mayo casi el 24 %.

Los activos líquidos computables crecieron a un ritmo del 9,7 %, superior a la expansión acumulada

del primer cuatrimestre. Dicha evolución fue el resultado de un mayor incremento en los depósitos de la banca (16,5 %) frente a los de las cajas (7,4 %).

Según las estimaciones realizadas, los agregados monetarios más reducidos, M1 y M2, aceleraron su ritmo de expansión (31 % y 21 %, respectivamente, frente al 5 % y 7 % en abril). M3, por el contrario, mantuvo una tasa más acorde con su evolución anterior (13 %).

Con los datos provisionales relativos al mes de mayo, el crédito interno a empresas y familias creció durante dicho mes un 21 %, con lo que el crecimiento acumulado anualizado en los cinco primeros meses del año se situó en el 20 %. Las cajas continuaron siendo las entidades más activas en la expansión del crédito, con unos ritmos de crecimiento, medidos en tasa T_{12} , en torno al 28 % (véase cuadro 2), mientras que el crédito otorgado por la banca viene registrando una tasa alrededor del 19 %.

Las medidas restrictivas para la obtención de financiación exterior introducidas en febrero comenzaron a dar sus frutos en marzo y abril, donde los flujos de financiación alcanzaron 8 y -15 m.m., frente a los 76 y 32 m.m. de los dos meses anteriores. De esta forma, dichas medidas pueden haber inducido una mayor presión sobre los mercados crediticios interiores. No obstante, aun descontando esta probable sustitución de crédito del exterior por

2. Financiación a empresas y familias

	Saldos en m.m.			Tasas de crecimiento (%)			Tasa acumulada desde DIC 1988 %	
	1989			1989			1989	
	MAR	ABR (p)	MAY (p)	MAR	ABR (p)	MAY (p)	ABR (p)	MAY (p)
				T_1				
Serie desestacionalizada								
Financiación total	30.889	31.313	31.817	15,8	17,8	21,1	19,6	19,9
				T_{12}				
Series originales								
Financiación total	30.796	31.253	31.636	17,9	18,9	18,9		
Crédito	28.558	29.021	29.395	18,2	19,3	19,7		
Banca	16.809	17.203	17.375	16,8	18,9	19,5		
Cajas	8.190	8.320	8.518	27,4	27,6	28,3		
Resto	3.558	3.499	3.502	6,7	5,2	3,9		
Valores y mercados monetarios	2.239	2.232	2.241	13,9	13,1	9,1		

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			MAY 1989		
		DIC	MAR	ABR	MAY	1.ª dec.	2.ª dec.	3.ª dec.
BANCO DE ESPAÑA:								
Préstamos de regulación monetaria	1 d.	12,4	13,8	13,8	13,8	13,9	13,8	13,8
Intervención con deuda	7 d.	12,2	—	13,3	—	—	—	—
	3 m.	12,3	13,3	13,5	13,8	13,8	13,8	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	13,8	14,2	14,5	14,5	—	14,5
INTERBANCARIO:								
Depósitos	1 d.	12,4	13,9	13,9	14,0	13,9	13,9	14,0
	3 m.	13,6	15,1	14,8	14,8	14,9	14,6	14,7
	6 m.	13,8	15,4	15,0	14,9	15,1	14,8	14,9
Dobles con letras del Tesoro	3 m.	12,2	13,1	13,4	13,7	13,7	13,7	13,7
	6 m.	12,3	12,9	13,6	13,9	14,0	13,8	13,9
Dobles con pagarés del Tesoro	3 m.	5,3	5,3	5,4	5,2	5,3	5,3	5,1
	6 m.	5,3	5,3	5,4	5,3	5,3	—	5,3
Letras del Tesoro al vencimiento	12 m.	12,3	13,7	14,0	14,3	14,4	14,4	14,2
BANCARIOS:								
Depósitos de la banca	1-2 a.	9,0	9,4	9,5	...	...	...	...
Depósitos de las cajas	1-2 a.	9,1	9,4	9,3	...	...	...	...
Crédito de la banca residente								
<i>A interés fijo</i>	1-3 a.	15,0	15,6	16,1	...	...	...	...
<i>Preferencial</i>	3 m.	13,2	13,9	13,9	13,9	...	...	...
Cto. de la b. extranjera a int. vble.		13,7	15,5	15,3	...	...	...	...
Crédito de las cajas								
<i>A interés fijo</i>	1-3 a.	14,8	15,6	15,7	...	...	...	...
<i>Preferencial</i>	3 m.	12,5	12,7	12,7	12,7	...	...	...
OTROS:								
Deuda pública anotada	2 a. o más	12,8	13,6	13,5	13,6	...	...	...
Obligaciones eléctricas	2 a. o más	12,5	13,4	13,2	13,5	...	...	...

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

crédito interno, las tasas resultantes son muy elevadas, y apoyan la hipótesis antes señalada de la fuerte pujanza del gasto nominal.

El crédito interno recibido por las Administraciones Públicas experimentó un moderado avance en mayo, 12 % en tasa intermensual anualizada, aunque su evolución acumulada en la parte ya transcurrida del año sigue estando por debajo de las previsiones realizadas para dicho período a principios de 1989.

La aportación del sector exterior al proceso de creación de liquidez en el mes de mayo fue globalmente expansiva, como consecuencia, fundamentalmente, del incremento de reservas centrales. Este resultado incorpora, sin embargo, dos fases claramente diferenciadas. Durante la primera decena, el Banco de España hubo de intervenir muy activamente en el mercado de cambios, comprando reservas para frenar la fuerte presión apreciatoria que soportaba la peseta. Más del 50 % de dichas compras provinieron de las entidades

4. Tipos de interés extranjeros (Ø)

%

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

- (a) Media 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.

delegadas, quienes registraron, en consecuencia, un importante deterioro de su posición de tesorería en moneda extranjera.

En el resto del mes el panorama fue completamente opuesto. Desde el comienzo de la segunda decena la peseta inició un proceso de depreciación gradual, tanto frente al dólar como frente al marco, que se intensificó en los últimos días del mes y prosiguió durante la primera decena de junio. Las entidades delegadas redujeron su endeudamiento en moneda extranjera y las reservas del Banco de España registraron un moderado descenso. Este cambio de situación en los mercados de la peseta coincidió con el anuncio del último paquete de medidas de política económica adoptado por el gobierno, con un ligero cambio de tono en la instrumentación de la política monetaria y con la resistencia del Banco de España a aceptar nuevas apreciaciones de la peseta. Estos factores –junto a la elevación de los tipos de interés en

algunos países europeos, a las expectativas al alza de los correspondientes al marco alemán y a la fortaleza mostrada por el dólar– se consideran de suficiente importancia como para haber ejercido la señalada presión depreciatoria sobre la peseta.

En el conjunto del mes de mayo, el contravalor en dólares de las divisas adquiridas por el Banco de España ascendió a 1.645 millones y las entidades delegadas disminuyeron su posición corta en divisas en 577 millones de dólares. La variación contable de las reservas centrales fue menor (777 millones de dólares), por el cambio de valoración que se produjo al expresar en dólares el saldo de reservas de otras monedas.

En términos de medias mensuales la peseta experimentó una depreciación nominal en mayo de un 4,7 % frente al dólar y de un 0,6 % frente al marco y la CEE. En los quince primeros días de junio la depre-

5. Tipos de cambio (∅)

	Situación en MAY 1989	Variaciones (%) (a)					
		Mensuales			Mensuales acumuladas desde DIC 1988		
		1989			1989		
		MAR	ABR	MAY	MAR	ABR	MAY
TIPOS DE CAMBIO NOMINALES:							
Del dólar frente a:							
Marco	1,95	0,7	0,3	4,3	6,2	6,5	11,0
Yen	138,98	2,0	1,4	4,6	5,4	6,8	11,7
Países desarrollados (b) (c)	70,49	1,2	0,4	3,4	4,0	4,4	7,9
De la peseta frente a:							
Dólar	121,94	-0,5	-	-4,7	-2,1	-2,1	-6,7
Franco suizo	70,47	1,4	2,7	0,1	6,1	8,9	9,0
Marco	62,52	0,2	0,3	-0,6	3,9	4,2	3,5
Yen	88,30	1,5	1,4	-0,4	3,1	4,6	4,2
Libra esterlina	198,28	1,8	0,8	-0,4	4,0	4,9	4,5
Franco francés	18,48	-0,2	-	-0,6	3,1	3,1	2,5
CEE (b) (c)	101,08	0,4	0,3	-0,7	3,7	4,0	3,3
Países desarrollados (b) (c)	104,74	0,4	0,3	-1,3	2,7	3,0	1,7
Principales acreedores (d) (c)	107,99	0,5	0,9	-1,4	1,7	2,6	1,2
TIPOS DE CAMBIO REALES (e):							
De la peseta frente a:							
Dólar (f)	...	-0,5	-0,4	...	-1,8	-2,2	...
CEE (b) (c)	...	0,7	-0,2	...	4,3	4,1	...
Países desarrollados (b) (c)	...	0,6	-0,3	...	3,3	3,1	...

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

(b) Medias ponderadas por el comercio exterior.

(c) Índice base: ∅ 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: ∅ 1980/82=100.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 22 a 24. Boletín Estadístico, cuadros XX-51 a XX-53.

Después de la elevación de 0,5 puntos en el tipo marginal de la subasta de letras a un año a finales de abril, el Tesoro ha mantenido constante hasta el momento la rentabilidad de estos títulos. Pese a ello, en la última subasta realizada, el 9 de junio, colocó 546 m.m. brutos, sobrepasando con creces las amortizaciones que se produjeron (149 m.m.). De esta forma, entre la última emisión de letras del mes de abril y la primera de junio, el Tesoro ha colocado una cantidad neta de 1.296 m.m., contrastando con la emisión neta de 332 m.m. en el conjunto de las anteriores emisiones del año.

En mayo, el Tesoro aumentó 0,25 puntos el tipo marginal de los bonos del Estado a 3 años, situándolo en el 13,21 % -14,71 % si se computan las comisiones de colocación-, lo cual le permitió colocar 95 m.m. netos en la emisión de dicho mes. En junio, se ha mantenido dicho nivel de rentabilidad, al mismo tiempo que se ha comenzado a emitir bonos del Estado a 5 años a un tipo marginal del 12,81 % -14,31 % si se computan las comisiones de colocación-. La emisión conjunta de ambos instrumentos alcanzó 152 m.m., aunque para valorar adecuadamente esta cifra hay que tener en cuenta que el día 19 se amortizarán en torno a 350 m.m. A dicha fecha, la financiación obtenida por el Tesoro mediante la emisión de deuda a medio y largo plazo en 1989 será negativa por 25 m.m.

Los tipos de interés preferenciales de banca y caja se mantuvieron en mayo a los mismos niveles que en el mes anterior. En cuanto a los demás tipos de operaciones activas, con la última información disponible, que corresponde al mes de abril, destacan los aumentos de los tipos de los créditos en la banca entre uno y tres años y a más de tres años en 0,4 y 0,6 puntos, respectivamente. Los correspondientes a las cajas de ahorro apenas registraron variación.

Lo más destacable de la evolución del mercado de activos de caja, durante el mes de mayo, fue el comportamiento fuertemente restrictivo del sector público, como consecuencia del elevado volumen de letras del Tesoro absorbido por los mercados, posibilitando una reducción considerable del recurso al Banco de España. Esta detracción de liquidez de base se compensó, por un lado, por el aumento de los activos frente al exterior, especialmente cuantioso en la primera parte del mes, derivado de la intervención del Banco de España en los mercados de divisas anteriormente mencionada, y, por otro, por la financiación concedida a las instituciones financieras, instrumentada tanto a través de préstamos como mediante compra temporal de títulos públicos. De esta forma el saldo de activos de caja apenas registró variación.

15-VI-1989.

Evolución reciente del mercado de activos monetarios privados

El presente artículo continúa la serie de análisis sobre la evolución de estos mercados, publicados en los Boletines Económicos del Banco de España de septiembre de 1987 y de marzo y noviembre de 1988.

1. EMISIONES Y SALDOS VIVOS

En los cuatro primeros meses de 1989 ha proseguido con firmeza la fase de expansión de los mercados de activos monetarios privados –pagarés de empresa, transferencias de créditos y participaciones de créditos– que se inició en 1988, elevándose las emisiones netas a 505 m.m. (véase cuadro 1), con un incremento del 30 % sobre el mismo período del año anterior.

El prolongado período de acumulación de emisiones netas positivas se ha traducido en un notable aumento del saldo en circulación, cuyo volumen a finales de abril de 1989 se estimaba en torno a 2,4 billones de pesetas (véase cuadro 2), habiéndose incrementado un 89 % con respecto a la cifra de un año antes.

A pesar de las discrepancias que existen entre las diversas estimaciones, no cabe duda de que una vez superado el episodio de profundo estancamiento de 1987 se ha consolidado la recuperación de estos mercados, que parecen haber alcanzado un notable grado de madurez, con cuotas crecientes de participación en la canalización de los flujos financieros. La

1. Activos monetarios privados (Emisiones netas intermediadas)

m.m.

	Total	Pagarés de empresa	Transferencias de activos	Participaciones de activos
1988				
ENE-ABR	387,0	30,2	368,4	-11,6
MAY-AGO	201,0	123,6	-25,5	102,9
SEP-DIC	395,0	105,4	209,1	80,5
1989				
ENE-ABR	504,5	140,6	283,9	80,0
1988				
SEP	53,6	-14,6	25,9	42,3
OCT	109,0	10,3	94,4	4,3
NOV	188,9	34,5	80,4	74,0
DIC	25,9	57,6	8,4	-40,1
1989				
ENE	136,5	77,7	6,3	52,5
FEB	125,6	26,6	51,8	47,2
MAR	263,8	58,7	174,2	30,9
ABR	-21,4	-22,4	51,6	-50,6

tendencia al desarrollo de estos instrumentos se ha visto favorecida por el curso alcista de los tipos de interés, a partir del segundo semestre de 1988, que ha incrementado el coste relativo de los coeficientes obligatorios de las entidades de depósito y ha estimulado, por tanto, la realización de operaciones fuera de balance. A este factor hay que añadir la escasez de oferta de títulos públicos en determinados periodos, particularmente en los primeros meses de 1989.

Los tres segmentos que conforman estos mercados han participado del tono expansivo general. El mayor crecimiento correspondió a las transferencias de activos de las que, en el primer cuatrimestre del año, se emitieron 284 m.m. netos. Por su parte, las colocaciones netas de pagarés fueron de 141 m.m. y las de participaciones de créditos de 81 m.m.

Como se observa en el cuadro 1, en periodos cortos de tiempo las series de emisiones presentan una acusada variabilidad, y con frecuencia las bruscas alteraciones de las cifras de emisión neta de los distintos instrumentos se compensan entre sí. Este fenómeno está asociado a la concentración de la oferta de las tres clases de activos referidos en un núcleo reducido de entidades con capacidad de colocación. Así, estimada la demanda inmediata y conocida la disponibilidad de papel en función de los programas de emisión de pagarés o de la información proporcionada por los emisores, las instituciones intermediarias sustituyen la oferta de unos instrumentos por la de otros, con el fin de atender aquella demanda, manteniendo los tipos de interés en ni-

veles competitivos con otros instrumentos alternativos, principalmente letras del Tesoro.

El saldo vivo presenta también una estructura inestable, resultante de la irregularidad de la evolución de las emisiones netas, pero cabe apreciar un cierto desplazamiento, operado a partir del mes de septiembre de 1988, desde las transferencias hacia las participaciones de activos (véase cuadro 2). Mientras que el número de entidades bancarias que efectúan transferencias de créditos es relativamente amplio, el saldo vivo de participaciones está concentrado en el pasivo de un solo banco, lo que da un carácter muy peculiar a la evolución de este instrumento. En efecto, la ausencia del mismo en el pasivo de las restantes instituciones es consistente, por un lado, con su computabilidad en la base del coeficiente de caja en igualdad de condiciones con los depósitos y, por otro, con el hecho de que el crédito cedido sea computable para el cálculo de los recursos propios mínimos. A ello hay que añadir que la regulación del coeficiente de recursos propios establece un recargo penalizador sobre los créditos concedidos a empresas con las que exista una unidad de decisión, lo que puede estimular la transferencia de tales créditos, pero no así la cesión de participaciones sobre los mismos.

De esta forma, la oferta de participaciones parece relacionada con la política de una sola entidad de mantenimiento de la dimensión del balance, aún a costa de una cierta disminución de la rentabilidad de las operaciones de cesión de activos privados.

2. Activos monetarios privados

(Saldos en circulación) (a)

m.m. y %

	Pagarés de empresa (b)	Transferencias de activos	Participaciones de activos	Total (b)
1988				
ABR	401,0 (32,4)	806,6 (65,2)	29,6 (2,4)	1.237,2
MAY	423,7 (38,5)	617,4 (56,1)	59,3 (5,4)	1.100,4
JUN	473,3 (43,2)	554,9 (50,7)	66,9 (6,1)	1.095,1
JUL	488,0 (40,7)	615,6 (51,3)	96,1 (8,0)	1.199,7
AGO	524,0 (36,4)	781,1 (54,3)	132,5 (9,2)	1.437,6
SEP	511,7 (34,3)	807,0 (54,0)	174,8 (11,7)	1.493,5
OCT	522,6 (32,6)	901,4 (56,2)	179,1 (11,2)	1.603,1
NOV	569,0 (31,5)	981,8 (54,4)	253,1 (14,0)	1.803,9
DIC	629,4 (34,3)	990,2 (54,0)	213,0 (11,6)	1.832,6
1989				
ENE	707,1 (35,9)	996,5 (50,6)	265,5 (13,5)	1.969,1
FEB	733,7 (35,0)	1.048,3 (50,0)	312,7 (14,9)	2.094,7
MAR	792,4 (33,6)	1.222,5 (51,8)	343,6 (14,6)	2.358,5
ABR	770,0 (32,9)	1.274,1 (54,5)	293,0 (12,5)	2.337,1

(a) Saldos vivos a fin de cada uno de los meses señalados. Las cifras entre paréntesis son el porcentaje sobre el total.

(b) Estimación.

3. Activos monetarios privados
(Saldos en circulación por sectores tenedores) (a)

m.m. y %

	Empresas no financieras y familias				Sistema crediticio
	Pagarés (b) de empresa	Transferencias de activos	Participaciones de activos	Total (a)	Pagarés de empresa
1988					
ABR	192,9 (18,7)	806,6 (78,4)	29,6 (2,9)	1.029,1	208,1
MAY	219,0 (24,5)	617,4 (68,9)	59,3 (6,6)	895,7	204,7
JUN	259,8 (29,5)	554,9 (62,9)	66,9 (7,6)	881,6	213,5
JUL	250,7 (26,0)	615,6 (64,0)	96,1 (10,0)	962,4	237,3
AGO	289,5 (24,1)	781,1 (64,9)	132,5 (11,0)	1.203,1	234,5
SEP	278,6 (22,1)	807,0 (64,0)	174,8 (13,9)	1.260,4	233,1
OCT	300,6 (21,8)	901,4 (65,3)	179,1 (13,0)	1.381,1	222,0
NOV	365,8 (22,8)	981,8 (61,3)	253,1 (15,8)	1.600,7	203,2
DIC	414,2 (25,6)	990,2 (61,2)	213,0 (13,2)	1.617,4	215,2
1989					
ENE	501,7 (28,4)	996,5 (56,5)	265,5 (15,1)	1.763,7	205,4
FEB	519,4 (27,6)	1.048,3 (55,7)	312,7 (16,6)	1.880,4	214,3
MAR	592,3 (27,4)	1.222,5 (56,6)	343,6 (15,9)	2.158,4	200,1
ABR	588,7 (27,3)	1.274,1 (59,1)	293,0 (13,6)	2.155,8	181,3

- (a) Las cifras entre paréntesis son el porcentaje sobre la cartera total de empresas no financieras y familias.
(b) Estimación.

2. AGENTES TENEDORES

A finales del mes de abril de 1989, la cartera de pagarés de empresa del sistema bancario se elevaba a 181 m.m., lo que equivale a un 7,7 % del saldo total de activos monetarios privados en circulación. El resto, es decir, 2.156 m.m., estaba en poder del público (véase cuadro 3), que viene satisfaciendo, a través de estos mercados, porcentajes crecientes de su demanda de activos líquidos de elevada remuneración.

Los cortos plazos a los que se realizan las operaciones permiten a los tenedores responder rápidamente a las alteraciones de las rentabilidades relativas de los diferentes instrumentos, produciendo desplazamientos significativos de unos activos a otros en períodos cortos de tiempo y una elevada variabilidad de la estructura de la cartera del público.

En el cuadro 3 se puede apreciar que el público tiene un comportamiento bastante definido en los plazos más largos, a pesar de los rápidos desplazamientos a corto plazo. Así, se observa una cierta tendencia a aumentar el peso relativo de pagarés de empresas, en detrimento de las transferencias de créditos. En efecto, desde el mes de abril de 1988, los primeros han incrementado su peso en los saldos vivos en 9 puntos, mientras que las segundas han perdido 19.

Este hecho se relaciona con la normalización de los mercados de financiación de las empresas y de colocación del ahorro privado una vez superado el episodio de restricción monetaria de 1987. Además, el retraso con el que se ajusta el coste del crédito bancario a las condiciones de los mercados monetarios altera las ventajas relativas de la emisión de pagarés y de transferencias de créditos.

En el período comprendido entre septiembre de 1988 y abril de 1989, los tipos de interés de referencia de los créditos con tipos de interés variable se han incrementado en 4 puntos, los tipos de los pagarés se han elevado 3 puntos y los del crédito bancario entre 1 y 3 años han crecido 1,5 puntos (véase cuadro 4). Como consecuencia de ello, las carteras privadas de títulos monetarios han registrado desplazamientos desde las transferencias hacia pagarés de empresa.

3. MODALIDADES DE EMISION

La financiación canalizada por el mercado de pagarés de empresa discurre por dos circuitos, uno canalizado por las entidades de crédito y otro totalmente desintermediado. En éste los recursos pasan directamente del ahorrador al emisor del papel sin participación de agentes mediadores.

4. Tipos de interés

	Pagarés de empresa (a)	Letras del Tesoro a un año (b)	Cesiones temporales de letras del Tesoro a 3 meses por el BE	Créditos a tipo variable. Banca nacional	Crédito de 1 a 3 años de la banca
1988					
SEP	11,42	10,59	10,77	11,80	14,53
OCT	11,58	11,54	11,53	13,26	14,88
NOV	12,20	11,92	11,43	13,21	14,99
DIC	12,49	12,87	12,17	14,22	14,99
1989					
ENE	13,46	13,05	12,26	14,00	15,33
FEB	13,80	13,55	12,72	14,86	15,82
MAR	14,23	13,93	13,09	15,21	15,65
ABR	14,27	14,27	13,36	15,83	16,06

(a) Compras de la banca a los emisores.

(b) Marginal de las peticiones adjudicadas en subasta.

La importancia cuantitativa del segmento desintermediado es desconocida, manejándose exclusivamente estimaciones a partir de datos dispersos. No obstante, se sabe que tiende a disminuir, limitándose a operaciones puntuales «a la medida» y de importes nominales elevados.

En el segmento intermediado, pueden distinguirse dos submercados en función del papel que asuma la entidad financiera mediadora en la transacción. En unos casos asume una función de simple mediación, poniendo en contacto a emisor e inversor y percibiendo por ello una comisión. Contablemente las operaciones así instrumentadas se incluyen en el concepto de «Colocaciones intermediadas».

En la segunda modalidad operativa, la entidad de crédito asume una posición de riesgo a través de la compra para su cartera de los pagarés emitidos, que son posteriormente vendidos al público. En este caso, además de las comisiones habituales, la entidad pretende beneficiarse de la variación de los tipos de interés entre el momento de compra y el de venta, lo que le supone un riesgo. No obstante, éste es un riesgo calculado, pues, en la práctica, es muy frecuente que los clientes bancarios demanden papel a un determinado tipo de interés y el banco se lo compre entonces al emisor a un tipo superior. Si el tipo de emisión no cubre los deseos del intermediario éste se limita a colocar entre el público la emisión sin asumir posiciones de riesgo, excepto en los

5. Pagarés de empresa (Modalidades de emisión)

% (a)

	Emisiones brutas intermediadas por la banca (b)			Pro memoria: emisiones brutas intermediadas por la banca sobre emisiones brutas intermediadas totales
	Compras a los emisores	Colocaciones intermediadas	Ventas al público	
1988				
SEP	87,1	12,9	86,1	96,7
OCT	71,4	28,6	73,7	95,7
NOV	85,3	14,7	86,7	94,0
DIC	87,1	12,9	86,1	96,1
1989				
ENE	91,6	8,4	92,6	95,0
FEB	90,5	9,5	89,0	95,4
MAR	87,2	12,8	87,3	96,2
ABR	92,6	7,4	92,4	96,8

(a) Calculado sobre la emisión bruta intermediada.

(b) Emisión bruta = compras a emisores + colocaciones intermediadas = ventas al público + variación bruta de la cartera de la banca.

6. Pagares de empresa
(Plazos de las operaciones) (a)

% (b)

	A menos de 3 meses	Entre 3 y 12 meses	A más de 12 meses
1988			
SEP	92,1	6,2	1,7
OCT	88,8	8,4	2,8
NOV	91,1	6,8	2,1
DIC	90,2	7,9	1,9
1989			
ENE	91,6	6,5	1,9
FEB	89,3	8,1	2,6
MAR	94,5	3,9	1,6
ABR	93,5	5,0	1,5

(a) Compras de la banca a los emisores.

(b) Calculados sobre las compras totales de cada mes.

casos, progresivamente más raros, en que exista algún compromiso de aseguramiento de las emisiones.

El conocimiento del mercado que poseen las entidades de crédito les ha llevado a asumir riesgos aparentemente crecientes, minimizando el volumen de colocaciones intermediadas y expandiendo el nivel de sus compras y posteriores ventas.

Como se puede apreciar en el cuadro 5, de la cifra total de emisiones brutas intermediadas en el mes de abril de 1989, un 97 % fueron canalizadas por la banca privada y, de este porcentaje, un 93 % se instrumentó mediante compras en firme a los emisores, que fueron traspasadas al público en su totalidad.

Este comportamiento, en un contexto de expectativas alcistas de tipos, como el que se ha vivido en España desde el último trimestre de 1988, se explica por el corto espacio de tiempo que media entre el momento de la compra y el de la venta y, complementariamente, por el poder de mercado que ostentan los intermediarios, basado en la posición central que ocupan en los canales de colocación del papel, que les permite manejar un conjunto de información sobre precios de compra y venta susceptible de proporcionar beneficios por arbitraje de tipos de interés.

El plazo muy corto de estas operaciones permite acotar el riesgo de variación de tipos de interés. Por ello, los plazos negociados se han venido reduciendo de modo creciente, con el resultado de que, en la actualidad, más del 90 % de las operaciones intermediadas se realizan entre cero y tres meses.

19-VI-1989.

La cuenta de resultados de bancos y cajas de ahorro en 1988

1. INTRODUCCION

En 1988 todavía continuó aumentando el margen de intermediación de la banca y su mejora se transmitió casi íntegramente al de explotación gracias a la relativa constancia de los otros productos ordinarios y gastos de explotación. El aumento de los saneamientos de crédito se vio compensado con creces por la disminución de otras dotaciones y el incremento de los resultados con valores, de modo que el resultado neto creció un 47 % respecto a 1987 y alcanzó un 1,38 % del balance (véase el cuadro 1) (1). La evolución intraanual es, sin embargo, distinta, ya que se observa una cierta inflexión en la evolución del margen de intermediación hacia finales de año.

El margen de intermediación de las cajas de ahorro creció poco en términos de absolutos y cayó en términos de balance. La contención de los gastos de explotación fue insuficiente para impedir que ese deterioro se transmitiera al margen de explotación, y el fuerte aumento de las dotaciones a fondos de pensiones amplificó el efecto sobre los resultados netos, que cayeron un 33 % y se situaron en un 0,78 % del balance (cuadro 1).

Una serie de factores explican estos comportamientos.

Al contrario que en el ejercicio anterior, en 1988 los tipos de interés monetarios siguieron una evolución descendente en los nueve primeros meses, iniciando un repunte en el último trimestre. Sólo los tipos de interés de las cesiones temporales de activos al público a menos de tres meses y, en mucho menor medida, los créditos a corto plazo, tuvieron una trayectoria paralela; los de las operaciones clásicas, créditos y depósitos ordinarios, fueron resistentes a la baja.

La resistencia a la reducción del tipo de interés de los créditos fue posible, entre otras razones, por la pujanza de la demanda de crédito que, por segundo año consecutivo, es una de las características básicas del ejercicio. Su tasa de crecimiento fue de nuevo superior en las cajas de ahorro (25 %) que en los bancos (12,7 %), si bien la banca dio de baja en su activo un importe significativo de créditos vía transferencias y amortizaciones.

Otra característica del ejercicio fue el fuerte aumento de las cesiones temporales de activos de las cajas, respondiendo, particularmente en el último tri-

(1) Para un análisis más minucioso pueden consultarse también los cuadros que figuran en el anexo a esta nota.

1. Cuenta de resultados

% sobre balance

	Banca privada				Cajas de ahorro			
	1985	1986	1987	1988	1985	1986	1987	1988
Productos financieros	10,78	10,18	10,79	10,49	10,76	10,43	10,55	10,16
Costes financieros	-7,17	-6,37	-6,80	-6,22	-5,85	-5,45	-5,17	-5,16
Margen de intermediación	3,61	3,82	3,96	4,25	4,91	4,98	5,38	5,00
Margen ordinario	4,32	4,53	4,72	5,00	5,00	5,22	5,63	5,27
Gastos de explotación	-2,69	-2,67	-2,67	-2,73	63,07	-3,13	63,19	-3,03
Margen de explotación	1,63	1,86	2,05	2,27	1,93	2,09	2,44	2,24
Operaciones con valores	-0,01	0,19	0,16	0,24	0,13	0,30	0,23	0,31
Saneamiento de créditos	-0,67	-0,63	60,66	-0,82	60,52	-0,29	-0,47	-0,44
Fondo Pensiones y pensionistas	-0,14	-0,36	-0,42	-0,39	-0,36	-0,92	-0,67	-1,31
Resultado contable	0,73	0,83	1,02	1,38	1,06	0,96	1,34	0,78

mestre, a los problemas fiscales de los titulares de pólizas de prima única.

Otros dos factores inciden significativamente sobre los resultados del ejercicio. En primer lugar, la eliminación del calendario para la cobertura de los compromisos de pensiones con el personal activo obligó a las cajas de ahorro a realizar un esfuerzo extraordinario, duplicando sus dotaciones en términos de balance respecto al ejercicio anterior.

En segundo lugar, el proceso de fusiones y absorciones provocó la afloración de importantes plusvalías y revalorizaciones que afectan indirectamente a la cuenta de resultados y al balance. Las absorciones de cajas rurales que han realizado varias cajas de ahorro explican el comportamiento de algunos indicadores (plantilla, red de oficinas, etc.) relacionados con los costes de explotación.

2. EL MARGEN DE INTERMEDIACION

En 1988, el margen de intermediación de la banca aumentó un 16,7%, y el de las cajas un 7,8%. La evolución de los tipos de interés y los cambios en la composición de la inversión y la financiación explican este diferente comportamiento.

El distinto ritmo de crecimiento del volumen de negocio en bancos (8,7%) y cajas (16%) aumentó las diferencias entre unos y otras al relativizar el margen: en 1988 el margen de intermediación en términos de balance aumentó 0,29 puntos en la banca y se redujo en 0,38 puntos en las cajas.

En la banca, este aumento se explica principalmente por la contención de los costes financieros (se

reducen respecto a 1987 en un 0,5%), mientras los productos siguieron creciendo, aunque a una tasa reducida.

La contención de los costes se produjo, por una parte, porque los pasivos con coste redujeron su peso en balance a favor de los recursos propios y otras cuentas no onerosas, y, por otra, porque la ratio media de coste del total de la financiación ajena perdió en 0,6 puntos (cuadro 2), lo que a su vez tuvo una doble causa: a) la reducción de los tipos interbancarios, que afectó de manera importante al coste de los recursos de esta procedencia en pesetas (-2,1 puntos), y, por ende, al de los pasivos de clientes más directamente ligados a éstos, tales como las cesiones temporales de activos (-0,6 puntos) y las imposiciones a plazo inferior a seis meses (-1,9 puntos), y b) la reestructuración de los fondos procedentes de la clientela desde imposiciones a más de 6 meses hacia imposiciones a menos de seis meses y desde el conjunto de las imposiciones a plazo hacia recursos a la vista.

El incremento de los productos financieros en términos absolutos se centró en la inversión crediticia en pesetas. La pujanza de la demanda de crédito desplazó parte de las inversiones hacia créditos a personas físicas, dirigido al consumo, que es la actividad financiera más rentable y menos sensible a la variación de los tipos de interés. Asimismo, sigue ganando importancia el crédito libre a costa del computable.

Por contra, los productos de la inversión en intermediarios financieros disminuyeron fuertemente en términos absolutos, debido a la caída de más de dos puntos de su rentabilidad.

2. Rentabilidades y costes medios

	Banca privada				Cajas de ahorro			
	1985	1986	1987	1988	1985	1986	1987	1988
RENTABILIDADES MEDIAS:								
Total activos rentables	11,61	11,07	11,71	11,36	12,13	11,79	11,82	11,30
Inversión crediticia en pesetas	14,65	14,02	14,96	14,91	14,00	13,71	13,86	13,60
Cartera de valores	7,55	8,04	8,54	8,07	11,89	11,73	10,77	10,70
Banco de España y activos monetarios	10,62	9,36	8,79	7,95	10,74	9,23	8,36	7,86
Cuentas a plazo y adquisición temporal	11,59	11,36	13,84	11,64	11,34	12,14	15,64	12,30
COSTES MEDIOS:								
Total pasivos onerosos	8,46	7,52	8,08	7,49	6,99	6,39	6,10	6,13
Financiación no interbancaria en pesetas	7,90	6,61	6,66	6,50	6,86	6,20	5,85	5,98
Cuentas corrientes y de ahorro	1,43	1,48	1,97	2,56	2,32	2,10	2,09	2,20
Imposiciones a más de seis meses	11,33	9,74	9,01	8,97	10,92	9,87	9,02	9,08
Cesión de activos	10,71	8,73	9,44	8,83	9,93	8,39	8,99	9,92
Financiación interbancaria en pesetas	10,13	10,14	12,61	10,49	8,69	9,63	11,44	9,28

En las cajas de ahorro los productos financieros crecieron un 12 % en términos absolutos, pese a que la caída de los tipos interbancarios les afecta muy negativamente al ser entidades prestamistas en este mercado, porque el crecimiento del crédito fue particularmente fuerte en ellas.

La participación de la inversión crediticia en la estructura del balance aumentó fuertemente (1,3 puntos), y se produjo un cambio favorable hacia la inversión libre con la clientela, que compensó con creces la caída de la rentabilidad de sus componentes. La evolución de los tipos de interés activos de las cajas fue paralela a la de la banca, pero los aplicados a nuevas operaciones disminuyeron más.

Sus costes financieros, al contrario que en la banca, crecieron y más que los productos, debido básicamente a que el fuerte crecimiento del pasivo se centró en los más caros, cesiones temporales fundamentalmente, hacia donde se han desplazado otros de menor coste: el conjunto de los depósitos tradicionales y los empréstitos perdió cuatro puntos porcentuales en la estructura de su balance.

3. GASTOS DE EXPLOTACION

En la banca los gastos de explotación crecieron un 11 % durante 1988, lo que supuso un aumento de seis centésimas en términos de balance respecto del año anterior. Su efecto sobre la variación de los márgenes fue, por lo tanto, reducido y permitió que el de explotación creciera un 20 % (0,22 puntos sobre balance).

Los cambios en la gestión bancaria, la reestructuración de los grupos financieros y la redefinición del papel a desempeñar en el mercado por unas y otras entidades, condicionan el comportamiento de los gastos de explotación. El traslado de empleados y oficinas entre marcas diferentes forma parte de este fenómeno, ya comentado en el informe anterior. En 1988, sin embargo, el saldo neto resultante fue diferente y la reducción de la plantilla se contuvo de forma importante, al tiempo que la red de oficinas experimentó un ligero aumento después de dos años de descenso.

Los gastos de personal se vieron afectados no sólo por la mayor retribución unitaria media sino también por dicha contención de la plantilla: la cifra de empleados en la banca privada desciende en 500 frente a los descensos de 2.500 y 3.800 de 1987 y 1986, respectivamente.

En las cajas de ahorro el crecimiento global de los gastos de explotación fue similar al de la banca, 10 %, pero su incidencia sobre los resultados fue inferior, por el mayor crecimiento de su negocio. El peso de los gastos de explotación se redujo 0,16 puntos sobre balance, situándose por debajo del nivel de 1985. Ello suavizó la caída del margen ordinario y permitió que el margen de explotación se redujera sólo 0,20 puntos, en términos de balance.

Los gastos de personal crecieron un 10 %, prácticamente igual que en 1987, pese a que el número total de empleados aumentó sensiblemente más que en los años precedentes. En 1988 el aumento de la plantilla se explica fundamentalmente por las absor-

ciones de cooperativas de crédito. Otro tanto ocurre con la red de oficinas.

4. OPERACIONES CON VALORES Y DOTACIONES A PROVISIONES

El resultado contable de las operaciones con valores aumentó sensiblemente su contribución a la cuenta en bancos y cajas. En el primer caso, porque los resultados netos de las ventas se incrementaron, permaneciendo estables las necesidades de saneamiento de la cartera. En el segundo, por lo contrario, ya que los resultados en venta prácticamente no varían, pero se produce una fuerte reducción de los saneamientos.

Las dotaciones globales a provisiones tienen distinto comportamiento en bancos y cajas, pues mientras en los primeros aumentaron escasamente un 7 %, en las segundas se incrementaron casi en un 60 % respecto a 1987. Las diferencias son más acusadas si se considera su incidencia sobre el margen de explotación: en 1987 representaban el 60 % de dicho margen en ambos grupos de entidades; en 1988 ese porcentaje se redujo al 55 % en bancos y se elevó a casi el 90 % en las cajas de ahorro.

Las dotaciones para saneamiento de crédito aumentaron mucho en la banca y ligeramente en las cajas de ahorro. La amortización de activos aumentó muy considerablemente en la banca, reflejando un intenso proceso de depuración de las inversiones, aunque la mayor parte se realiza con cargo a fondos.

En las cajas se produjo un incremento neto de los fondos de insolvencia, pese a lo cual la cobertura de los activos dudosos se redujo significativamente por la inclusión en los mismos de los créditos hipotecarios. En bancos y cajas se observa una cobertura muy elevada de los riesgos con morosos, y todos los indicadores señalan que los riesgos por insolvencia disponen de fondos adecuados.

Las dotaciones a fondos de pensiones con que atender a los compromisos contraídos con el personal laboral tuvieron una incidencia muy diferente sobre la cuenta en bancos y cajas. En septiembre de 1988 se eliminaron los calendarios establecidos para la cobertura de los compromisos con el personal activo, de manera que los fondos debían estar constituidos a 31 de diciembre de 1988, permitiéndose excepcionalmente planes de adaptación a título individual.

En la banca, el déficit de cobertura era, a finales de 1987, inferior al de las cajas, después de las fuertes

dotaciones realizadas ese año. Durante 1988 el total de dotaciones realizadas por este concepto fue similar, en valores absolutos, al del ejercicio precedente. En las cajas, las dotaciones han tenido que incrementarse fuertemente para hacer frente al mayor déficit. Su cuantía, 207 m.m., supone doblar la cifra del ejercicio anterior y que su importancia relativa sobre los resultados en términos de balance prácticamente se duplique, siendo éste otro de los principales factores que configuraron la cuenta de resultados de las cajas en 1988.

23-VI-1989.

ANEXO

1. Evolución y estructura de la cuenta de resultados. Total banca privada

	1985			1986			1987			1988		
	m.m.	%	% (a)	m.m.	%	% (a)	m.m.	%	% (a)	m.m.	%	% (a)
1. Productos financieros	2.826	2,5	10,78	2.829	0,1	10,18	3.233	14,3	10,78	3.418	5,7	10,49
En pesetas	2.354	5,5	8,98	2.493	5,9	8,97	2.930	17,5	9,77	3.044	3,9	9,34
<i>De inversiones crediticias</i>	1.487	-1,7	5,67	1.565	5,3	5,63	1.797	14,8	5,99	1.973	9,8	6,05
<i>De cartera de valores</i>	199	31,8	0,76	228	14,2	0,82	260	14,1	0,87	260	-	0,80
<i>Del Banco de España y otros activos monetarios</i>	403	23,8	1,54	404	0,2	1,45	449	11,0	1,50	453	0,9	1,39
<i>De intermediarios financieros</i>	265	9,1	1,01	296	11,7	1,06	424	43,4	1,41	358	-15,6	1,10
En moneda extranjera	472	-10,1	1,80	336	-28,8	1,21	303	-9,7	1,01	374	23,4	1,15
<i>De inversiones crediticias</i>	163	-19,5	0,62	106	-35,0	0,38	101	-4,6	0,34	139	36,8	0,42
<i>De cartera de valores</i>	13	6,4	0,05	11	-13,4	0,04	13	19,5	0,04	17	25,3	0,05
<i>De intermediarios financieros</i>	296	-4,7	1,13	219	-26,1	0,79	189	-13,7	0,63	219	16,0	0,67
2. Costes financieros	-1.879	0,2	-7,17	-1.770	-5,8	-6,37	-2.038	15,2	-6,80	-2.028	-0,5	-6,22
En pesetas	-1.492	4,1	-5,69	-1.503	0,8	-5,41	-1.779	18,3	-5,93	-1.693	-4,8	-5,19
<i>De depósitos</i>	-879	-8,3	-3,35	-665	-24,3	-2,39	-669	0,6	-2,23	-723	8,1	-2,22
<i>De cesiones sector privado</i>	-66	224,0	-0,25	-168	156,1	-0,60	-271	61,4	-0,90	-302	11,5	-0,93
<i>De empréstitos</i>	-86	6,6	-0,33	-85	-2,1	-0,30	-80	-5,8	-0,27	-64	-19,6	-0,20
<i>Del Banco de España</i>	-77	1,6	-0,29	-104	35,0	-0,37	-116	11,3	-0,39	-92	-20,1	-0,28
<i>De intermediarios financieros</i>	-385	29,0	-1,47	-482	25,3	-1,73	-643	33,4	-2,14	-510	-20,6	-1,57
En moneda extranjera	-386	-12,3	-1,47	-267	-31,0	-0,96	-260	-2,6	-0,87	-336	29,2	-1,03
<i>De clientes</i>	-142	-10,0	-0,54	-101	-28,8	-0,36	-91	-9,7	-0,30	-105	15,0	-0,32
<i>De intermediarios financieros</i>	-244	-13,0	-0,93	-166	-32,2	-0,60	-169	1,8	-0,56	-231	36,9	-0,71
3. Dif. de camb. correct. int. (neto)	-	-	-	3	-	0,01	-8	-345,0	-0,03	-5	-41,5	-0,01
4. Margen de intermediación	948	7,3	3,61	1.062	12,1	3,82	1.187	11,8	3,96	1.385	16,7	4,25
5. Otros productos ordinarios	185	4,1	0,71	198	6,8	0,71	228	15,3	0,76	243	6,5	0,75
Resultados por diferencias en cambio (neto)	37	-5,8	0,14	31	-17,7	0,11	39	27,6	0,13	22	-43,7	0,07
De avales y créditos documentarios (neto)	31	-2,8	0,12	29	-7,4	0,10	31	8,4	0,10	35	13,0	0,11
Otras comisiones (neto)	118	10,4	0,45	138	17,9	0,44	158	13,8	0,53	186	17,7	0,57
6. Margen ordinario	1.133	6,7	4,32	1.260	11,2	4,53	1.416	12,3	4,72	1.629	15,0	5,00
7. Gastos de explotación	-706	8,1	-2,69	-744	5,4	-2,67	-802	7,8	-2,67	-890	11,0	-2,73
Personal activo	-457	7,4	-1,74	-483	5,8	-1,74	-515	6,7	-1,72	-564	9,4	-1,73
Generales, tributos y FGD	-202	8,4	-0,77	-216	7,0	-0,78	-240	11,0	-0,80	-273	13,9	-0,84
Amortizaciones	-47	14,2	-0,18	-44	-4,9	-0,16	-46	4,7	-0,15	-53	13,5	-0,16
8. Margen de explotación	428	4,5	1,63	516	20,7	1,86	614	18,9	2,05	739	20,3	2,27
9. Operaciones con valores	-3	-86,3	-0,01	53	N.S.	0,19	48	-8,6	0,16	77	58,9	0,24
Dot. net. Fdo. y Perd. por saneamiento	-26	6,4	-0,10	-12	-51,2	-0,04	-44	253,0	-0,15	-44	0,0	-0,13
Resultados ventas (netos)	22	106,5	0,09	65	190,9	0,24	92	41,1	0,31	121	30,9	0,37
10. Saneamiento de créditos	-175	-19,3	-0,67	-175	0,0	-0,63	-198	12,7	-0,66	-267	34,9	-0,82
11. F. pensiones y pensionistas	-35	60,0	-0,14	-101	183,8	-0,36	-126	25,1	-0,42	-127	0,9	-0,39
12. Otras dotaciones	-43	57,2	-0,16	-46	7,2	-0,17	-60	30,8	-0,20	-10	-82,9	-0,03
13. Otros adeudos y abonos	21	8,9	0,08	-17	N.S.	-0,06	27	N.S.	0,09	37	37,4	0,11
14. Resultado contable	192	37,5	0,73	229	19,6	0,82	306	33,6	1,02	449	46,7	1,38
PRO MEMORIA: Balance medio	26.219			27.803			29.981			32.596		

(a) Porcentaje en términos de balance medio.

1. Evolución y estructura de la cuenta de resultados. Total cajas de ahorro (continuación)

	1985			1986			1987			1988		
	m.m.	%	% (a)	m.m.	%	% (a)	m.m.	%	% (a)	m.m.	%	% (a)
1. Productos financieros	1.183	12,9	10,76	1.280	8,2	10,43	1.437	12,2	10,55	1.605	11,7	10,16
En pesetas	1.161	13,3	10,56	1.262	8,7	10,29	1.420	12,5	10,42	1.585	11,6	10,03
<i>De inversiones crediticias</i>	560	4,3	5,10	621	10,9	5,06	762	22,7	5,60	894	17,3	5,66
<i>De cartera de valores</i>	216	12,5	1,96	239	10,8	1,95	220	-8,0	1,62	244	10,8	1,54
<i>Del Banco de España y otros activos monetarios</i>	275	23,8	2,50	239	-12,9	1,95	252	5,3	1,85	282	12,0	1,79
<i>De intermediarios financieros</i>	110	48,2	1,00	163	47,6	1,33	185	14,0	1,36	164	-11,3	1,04
En moneda extranjera	22	-1,6	0,20	18	-20,8	0,14	17	-4,9	0,12	20	20,7	0,13
<i>De inversiones crediticias</i>	8	-21,1	0,07	5	-40,0	0,04	4	-11,9	0,03	6	35,9	0,04
<i>De cartera de valores</i>	-	-	-	1	188,0	0,01	1	74,3	0,01	1	-25,5	0,01
<i>De intermediarios financieros</i>	14	13,6	0,13	12	-13,3	0,10	11	-6,8	0,08	14	20,1	0,09
2. Costes financieros	-644	14,8	-5,85	-669	3,9	-5,45	-704	5,2	-5,17	-815	15,9	-5,16
En pesetas	-624	15,4	-5,67	-654	4,8	-5,33	-690	5,5	-5,06	-796	15,4	-5,03
<i>De depósitos</i>	-503	17,3	-4,58	-498	-1,1	-4,06	-517	3,8	-3,79	-580	12,2	-3,67
<i>De cesiones sector privado</i>	-21	83,4	-0,19	-30	40,9	-0,24	-35	17,9	-0,26	-95	170,0	-0,60
<i>De empréstitos</i>	-53	55,6	-0,48	-72	35,9	-0,59	-80	10,8	-0,59	-67	-15,7	-0,43
<i>Del Banco de España</i>	-3	-48,4	-0,02	-8	181,9	-0,06	-8	3,7	-0,06	-4	-43,0	-0,03
<i>De intermediarios financieros</i>	-43	-28,4	-0,40	-46	6,0	-0,38	-50	7,6	-0,36	-49	-1,9	-0,31
En moneda extranjera	-20	-2,6	-0,18	-15	-23,4	-0,12	-14	-7,5	-0,10	-20	41,5	-0,13
<i>De clientes</i>	-3	14,3	-0,02	-3	26,5	-0,03	-3	0,0	-0,02	-4	16,2	-0,02
<i>De intermediarios financieros</i>	-17	-4,6	-0,16	-12	-30,8	-0,10	-11	-9,6	-0,08	-16	49,1	-0,10
3. Dif. de camb. correct. int. (neto)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
4. Margen de intermediación	540	10,7	4,91	611	13,2	4,98	733	19,9	5,38	790	7,8	5,00
5. Otros productos ordinarios	28	33,3	0,10	30	164,9	0,24	34	14,1	0,25	42	23,5	0,27
Resultados por diferencias en cambio (neto)	4	97,2	0,04	3	-29,3	0,02	4	33,3	0,03	2	-50,0	0,01
De avales y créditos documentarios (neto)	2	4,0	0,02	3	39,6	0,02	3	7,5	0,02	4	33,3	0,03
Otras comisiones (neto)	22	29,4	0,20	24	380,0	0,20	27	12,5	0,20	36	33,3	0,23
6. Margen ordinario	550	11,6	5,00	641	16,5	5,23	767	19,6	5,63	832	8,5	5,27
7. Gastos de explotación	-338	12,1	-3,07	-384	13,8	-3,13	-435	13,1	-3,19	-478	10,0	-3,03
Personal activo	-206	11,1	-1,87	-232	12,7	-1,89	-255	9,8	-1,87	-280	10,0	-1,77
Generales, tributos y FGD	-102	12,6	-0,93	-119	16,6	-0,97	-139	16,2	-1,02	-154	10,8	-0,97
Amortizaciones	-30	16,8	-0,27	-33	11,6	-0,27	-41	24,3	-0,30	-44	7,7	-0,28
8. Margen de explotación	212	10,9	1,93	257	20,9	2,09	332	29,5	2,44	354	6,6	2,24
9. Operaciones con valores	14	200,7	0,13	37	161,0	0,30	32	-15,5	0,23	49	56,5	0,31
Dot. net. Fdo. y Perd. por saneamiento	-5	1,2	-0,04	-6	37,9	-0,05	-17	172,5	-0,12	-2	-86,7	-0,01
Resultados ventas (netos)	19	104,8	0,17	43	131,8	0,35	48	11,1	0,35	51	6,4	0,33
10. Saneamiento de créditos	-58	-2,9	-0,52	-35	-39,1	-0,29	-64	82,8	-0,47	-68	6,3	-0,43
11. F. pensiones y pensionistas	-39	38,2	-0,36	-113	187,3	-0,92	-91	-19,4	-0,67	-207	126,1	-1,31
12. Otras dotaciones	-25	38,6	-0,23	-40	62,1	-0,33	-44	9,1	-0,32	-43	-3,5	-0,27
13. Otros adeudos y abonos	12	70,7	0,11	13	10,6	0,11	18	37,9	0,13	37	101,2	0,23
14. Resultado contable	117	20,8	1,06	118	1,5	0,97	182	54,1	1,34	123	-32,7	0,78
PRO MEMORIA: Balance medio	10 996			12.269			13.623			15.801		

(a) Porcentaje en términos de balance medio.

2. Evolución trimestral de los márgenes, rentabilidad y costes medios

	Total bancos								Total cajas							
	1987				1988				1987				1988			
	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
Productos, costes y márgenes en términos de balance																
Productos financieros	9,90	10,67	11,11	11,39	10,84	10,52	10,22	10,39	10,01	10,50	10,71	10,89	10,36	10,17	9,92	10,21
Costes financieros	-6,15	-6,88	-7,05	-7,07	-6,65	-6,23	-5,93	-6,11	-5,13	-5,16	-5,12	-5,21	-5,15	-5,15	-5,12	-5,20
Margen de intermediación	3,77	3,73	4,03	4,29	4,15	4,26	4,29	4,29	4,85	5,34	5,59	5,68	5,21	5,00	4,80	5,04
Margen ordinario	4,45	4,55	4,78	5,07	4,89	5,06	5,06	4,98	5,09	5,55	5,82	6,02	5,48	5,26	5,05	5,29
Margen de explotación	1,73	1,89	2,15	2,36	2,18	2,29	2,40	2,21	2,01	2,31	2,69	2,69	2,47	2,24	2,14	2,16
Rentabilidades medias																
Total activos rentables	10,74	11,61	12,09	12,35	11,72	11,37	11,08	11,28	11,16	11,78	12,03	12,26	11,55	11,35	11,03	11,31
Inversión crediticia en pesetas	13,72	14,68	15,69	15,73	15,10	14,88	14,85	14,81	13,42	13,86	13,90	14,21	13,62	13,61	13,44	13,72
Inversión crediticia en pts. sin morosos	14,23	15,15	16,22	16,22	15,61	15,34	15,21	15,08	13,94	14,32	14,30	14,51	14,10	14,08	13,83	13,99
Banco de España y activos monetarios	8,21	8,59	8,79	9,44	8,74	8,24	7,62	7,23	7,82	7,97	8,55	8,98	8,54	8,54	7,32	7,14
Costes medios																
Total pasivos onerosos	7,28	8,16	8,40	8,44	7,95	7,47	7,18	7,39	6,03	6,08	6,05	6,23	6,11	6,14	6,08	6,18
Financiación no interbancaria en pts.	6,21	6,51	6,82	7,06	6,79	6,52	6,28	6,40	5,87	5,77	5,79	5,98	5,96	6,00	5,94	6,01
Cuentas corrientes y de ahorro	1,62	1,84	2,09	2,30	2,49	2,50	2,57	2,64	2,03	2,04	2,07	2,23	2,21	2,20	2,19	2,20
Imposiciones a plazo superior a 6 meses	9,02	8,95	8,91	9,16	9,14	9,11	8,79	8,82	9,16	9,00	8,98	8,97	9,04	9,17	9,10	9,02

3. Estructura de la inversión y financiación media

	Bancos				Cajas			
	1985	1986	1987	1988	1985	1986	1987	1988
ACTIVO								
Activos financ. rentables en ptas.	73,2	75,8	77,8	77,5	86,1	86,3	87,3	87,9
Banco de España y activos monet. (a)	14,5	15,5	17,0	17,5	23,3	21,1	22,2	22,7
Apoyos interbancarios	10,0	10,3	11,0	9,8	10,0	11,7	9,9	9,2
Inversión crediticia (b)	38,7	40,1	40,1	40,6	36,4	36,9	40,3	41,6
Cartera de valores	10,0	9,9	9,8	9,6	16,5	16,6	14,9	14,4
Activos financieros rentables en moneda extranjera	19,6	16,1	14,3	14,8	2,5	2,5	2,1	2,0
Apoyos interbancarios	12,5	10,7	9,0	8,6	1,6	1,5	1,3	1,3
Créditos	6,4	4,6	4,3	5,4	0,9	0,5	0,4	0,5
Valores	0,7	0,8	0,9	0,9	-	0,1	0,2	0,1
Otras cuentas de activo	7,7	7,2	8,1	7,7	11,4	11,6	10,7	10,1
Inmovilizado	2,2	2,1	1,9	2,0	4,7	3,8	3,4	3,0
Cuentas de periodificación y otras	5,0	5,1	6,2	5,7	6,7	7,8	7,3	7,1
TOTAL BALANCE MEDIO	100	100	100	100	100	100	100	100
PASIVO								
Pasivos financieros onerosos ptas.	67,0	70,7	71,1	69,1	82,6	83,4	83,0	82,1
Apoyos interbancarios (c)	17,4	20,8	20,1	17,6	4,8	4,5	3,7	3,6
Cuentas corrientes y de ahorro s. priv.	16,3	17,2	17,4	18,7	34,5	35,8	36,4	35,7
Imposiciones y empréstitos s. priv. (d)	27,8	22,5	20,6	18,4	35,0	35,2	35,2	31,7
Cesiones y endosos	2,6	6,9	9,6	10,5	2,0	2,9	2,9	6,0
Otros pasivos ordinarios	2,9	3,2	3,4	3,9	6,3	4,9	4,9	5,1
Pasivos onerosos en moneda extranjera	17,6	14,0	13,0	14,0	2,4	1,9	1,6	2,0
Apoyos interbancarios	10,7	8,3	8,9	9,5	2,0	1,5	1,3	1,6
Recursos de clientes	6,9	5,7	4,9	4,6	0,4	0,4	0,4	0,4
Otras cuentas de pasivo	15,4	15,3	15,8	16,9	15,0	14,7	15,3	15,9
Recursos propios bancarios y fondos pro.	8,3	8,3	8,5	9,7	8,1	8,4	9,1	10,1
Cuentas de periodificación pasivas	7,1	7,0	7,3	7,2	6,9	6,3	6,2	5,8

(a) Incluye los depósitos totales en el Banco de España, por las dificultades técnicas de separar la parte remunerada de la no remunerada. El efectivo se incluye en otras cuentas.

(b) Comprende dudosos y morosos, así como los efectos endosados.

(c) Incluye los créditos de provisión y del ICO, y los préstamos del Banco de España y Fondo de Garantía de Depósitos.

(d) Incluye los certificados de depósitos y pagarés y efectos emitidos a descuento.

4. Rentabilidad y costes medios

	Banca privada				Cajas de ahorro			
	1985	1986	1987	1988	1985	1986	1987	1988
TOTAL ACTIVOS RENTABLES	11,61	11,08	11,72	11,36	12,13	11,79	11,82	11,30
Inversiones crediticias	13,94	13,44	14,27	14,08	13,86	13,62	13,79	13,52
En pesetas	14,65	14,03	14,97	14,91	14,00	13,71	13,86	13,60
<i>Cartera de efectos (a) (b)</i>	<i>16,31</i>	<i>15,67</i>	<i>15,87</i>	<i>15,45</i>	<i>16,82</i>	<i>16,15</i>	<i>15,76</i>	<i>15,56</i>
<i>Préstamos y créditos (a)</i>	<i>15,17</i>	<i>14,43</i>	<i>15,59</i>	<i>15,55</i>	<i>14,69</i>	<i>14,42</i>	<i>14,43</i>	<i>14,24</i>
En moneda extranjera	9,69	8,29	7,80	7,89	8,36	7,47	7,06	7,01
Cartera de valores	7,55	8,04	8,54	8,07	11,89	11,73	10,77	10,70
En pesetas	7,61	8,29	8,87	8,28	11,91	11,77	10,82	10,75
<i>Fondos públicos</i>	<i>8,35</i>	<i>8,68</i>	<i>8,62</i>	<i>8,89</i>	<i>10,32</i>	<i>10,72</i>	<i>9,95</i>	<i>10,20</i>
<i>Otros títulos de renta fija</i>	<i>12,97</i>	<i>12,21</i>	<i>11,89</i>	<i>11,27</i>	<i>14,26</i>	<i>14,33</i>	<i>14,05</i>	<i>14,29</i>
<i>Títulos de renta variable</i>	<i>3,75</i>	<i>6,02</i>	<i>9,12</i>	<i>6,29</i>	<i>6,14</i>	<i>5,76</i>	<i>5,38</i>	<i>6,05</i>
En moneda extranjera	6,69	4,93	4,95	5,77	6,16	6,02	5,98	4,71
Inversiones interbancarias	9,94	9,06	9,57	8,83	10,39	9,83	9,89	8,76
Banco España y activos monetarios	10,62	9,36	8,79	7,95	10,74	9,23	8,36	7,86
Ctas. plazo ptas. y adquis. temp. activ.	11,59	11,36	13,84	11,64	11,34	12,14	15,64	12,30
Ctas. plazo moneda extranjera	9,04	7,46	7,16	8,24	8,83	6,80	6,29	6,71
Créditos de firme	1,38	1,29	1,32	1,31	1,94	1,86	1,73	1,80
TOTAL FINANCIACION AJENA	8,46	7,52	8,08	7,49	6,99	6,39	6,10	6,13
No interbancaria pesetas	7,90	6,61	6,66	6,50	6,86	6,20	5,85	5,98
Acreedores sector privado y endosos	7,64	6,33	6,45	6,31	6,50	5,76	5,38	5,61
<i>Cuentas corrientes</i>	<i>1,02</i>	<i>1,15</i>	<i>1,96</i>	<i>2,75</i>	<i>0,74</i>	<i>0,84</i>	<i>1,33</i>	<i>2,05</i>
<i>Cuentas de ahorro</i>	<i>2,12</i>	<i>2,05</i>	<i>1,99</i>	<i>2,18</i>	<i>2,74</i>	<i>2,46</i>	<i>2,33</i>	<i>2,26</i>
<i>A plazo inferior seis meses</i>	<i>7,91</i>	<i>7,64</i>	<i>11,06</i>	<i>9,12</i>	<i>0,86</i>	<i>4,95</i>	<i>9,61</i>	<i>9,17</i>
<i>A plazo superior seis meses</i>	<i>11,33</i>	<i>9,74</i>	<i>9,01</i>	<i>8,97</i>	<i>10,92</i>	<i>9,87</i>	<i>9,02</i>	<i>9,08</i>
<i>Cesión de activos (b)</i>	<i>10,71</i>	<i>8,73</i>	<i>9,44</i>	<i>8,83</i>	<i>9,93</i>	<i>8,39</i>	<i>8,99</i>	<i>9,92</i>
Empréstitos	12,85	10,79	9,44	9,37	11,84	11,46	10,83	10,29
No interbancaria en moneda extranjera	7,85	6,39	6,26	7,06	5,49	6,01	5,73	5,98
Financiación interbancaria	9,59	9,31	10,96	9,45	8,48	8,86	10,09	8,46
En pesetas	10,13	10,14	12,61	10,49	8,69	9,63	11,44	9,28
<i>Banco de España</i>	<i>8,95</i>	<i>9,58</i>	<i>11,67</i>	<i>10,16</i>	<i>15,69</i>	<i>11,52</i>	<i>19,24</i>	<i>15,24</i>
<i>Ctas. a plazo y cesión de activos</i>	<i>12,13</i>	<i>11,62</i>	<i>14,59</i>	<i>11,42</i>	<i>10,04</i>	<i>11,37</i>	<i>14,68</i>	<i>11,36</i>
<i>Créditos provisión</i>	<i>9,26</i>	<i>8,00</i>	<i>8,01</i>	<i>7,93</i>	<i>8,74</i>	<i>9,36</i>	<i>10,17</i>	<i>10,08</i>
En moneda extranjera	8,71	7,21	6,89	7,51	7,99	6,51	6,20	6,57
<i>Cuentas a plazo</i>	<i>9,16</i>	<i>7,42</i>	<i>7,11</i>	<i>7,73</i>	<i>8,29</i>	<i>6,62</i>	<i>6,44</i>	<i>6,82</i>

(a) No incluye morosos y dudosos y se refiere sólo al sector privado residente.

(b) Sobre nominales en balance hasta 1985 y sobre efectivos los siguientes ejercicios.

5. Otras magnitudes relacionadas con los gastos de explotación

	1985	1986	1987	1988
Banca privada				
Número de empleados	163.752	159.930	157.595	157.072
Número de oficinas	16.697	16.594	16.586	16.679
Gastos de personal por empleado activo (miles de ptas.) (a)	2.741	3.021	3.242	3.590
Empleados por oficina (a diciembre de cada año)	9,8	9,6	9,5	9,4
Recursos ajenos por empleado (millones ptas. a diciembre de cada año)	95,6	99,3	113,6	117,0
Tasa de amortización del activo fijo neto (%)	7,4	7,2	7,9	7,4
Tasa de amortización del mobiliario e instalaciones neto (%)	16,4	15,3	16,6	16,8
Cajas de ahorro				
Número de empleados	65.819	68.150	70.208	73.877
Número de oficinas	12.610	13.067	13.487	14.097
Gastos de personal por empleado activo (miles de ptas.) (a)	3.142	3.442	3.662	3.790
Empleados por oficina (a diciembre de cada año)	5,2	5,2	5,2	5,2
Recursos ajenos por empleado (millones ptas. a diciembre de cada año)	142,4	154,7	165,3	169,0
Tasa de amortización del activo fijo neto (%)	5,6	6,8	7,7	8,6
Tasa de amortización del mobiliario e instalaciones neto (%)	15,4	17,0	17,8	18,5

(a) Sobre empleados medios. No incluye dotaciones a fondos de pensiones ni pagos a pensionistas.

6. Detalle del saneamiento de créditos

	1985	1986	1987	1988
Banca privada				
1. Amortización de activos con cargo a resultados del ejercicio	11,8	11,3	6,2	27,1
Amortización de activos	135,1	152,1	145,0	272,3
Menos: Utilización de fondos de insolvencia	123,3	130,8	111,1	196,7
Utilización de fondos de riesgo-país	n.d	10,0	27,7	48,5
2. Dotación bruta a los fondos	225,0	217,7	285,2	313,2
Por insolvencia	191,5	159,8	194,0	213,8
Por riesgo-país	33,5	57,9	91,2	99,4
3. Fondos disponibles	62,0	56,8	90,6	77,8
Por insolvencia	62,0	49,8	60,2	57,7
Por riesgo-país	n.d	7,0	30,4	22,1
TOTAL SANEAMIENTO EN LA CUENTA DE RESULTADOS (1+2-3)	174,8	172,2	200,8	262,5
PRO MEMORIA:				
Activos en suspenso recup. (incluidos en otros adeudos y abonos)	17,9	20,2	25,1	30,9
Cajas de ahorro				
1. Amortización de activos con cargo a resultados del ejercicio	2,7	2,7	2,4	2,4
Amortización de activos	27,9	37,6	35,6	34,2
Menos: Utilización de fondos de insolvencia	25,2	34,9	33,2	31,8
Utilización de fondos de riesgo-país	-	-	-	-
2. Dotación bruta a los fondos	81,7	78,6	110,8	130,6
Por insolvencia	81,3	77,4	109,7	130,4
Por riesgo-país	0,4	1,2	1,1	0,2
3. Fondos disponibles	26,3	45,1	49,0	63,4
Por insolvencia	26,3	44,5	48,6	63,2
Por riesgo-país	n.d	0,6	0,4	0,2
TOTAL SANEAMIENTO EN LA CUENTA DE RESULTADOS (1+2-3)	58,1	36,2	64,2	69,6
PRO MEMORIA:				
Activos en suspenso recup. (incluidos en otros adeudos y abonos)	3,5	6,2	9,2	12,8

7. Saneamiento de créditos a diciembre de cada año

	1986	1987	1988
SANEAMIENTO SEGUN CUENTA DE RESULTADOS EN % DEL CREDITO DINERARIO (SIN MOROSOS)			
Banca privada	1,39	1,46	1,76
Cajas de ahorro	0,76	1,15	1,02
FONDOS DE INSOLVENCIA EN % DEL CREDITO DINERARIO			
Banca privada	3,20	3,10	2,50
Cajas de ahorro	3,80	3,60	3,40
FONDOS DE INSOLVENCIA EN % DE ACTIVOS DUDOSOS			
Banca privada	73,40	83,80	80,00
Cajas de ahorro	69,20	82,00	72,70
FONDO RIESGO-PAIS EN % DE LOS RIESGOS PROVISIONALES			
Banca privada	17,04	26,25	35,40
Cajas de ahorro	19,44	39,08	29,20

8. Rentabilidad de los recursos propios medios y principales componentes

	Bancos				Cajas			
	1985	1986	1987	1988	1985	1986	1987	1988
1. Resultado neto/balance medio (%)	0,73	0,83	1,02	1,38	1,04	0,96	1,34	0,78
2. Balance medio/recursos propios medios (unidades)	18,99	18,14	17,54	15,22	17,97	17,51	17,35	16,40
3. Rentabilidad de los recursos propios (%) (1×2)	13,90	15,10	17,90	21,00	18,60	16,80	23,30	12,80

9. Distribución de resultados

	1985		1986		1987		1988	
	m.m.	%	m.m.	%	m.m.	%	m.m.	%
Banca privada								
Beneficios	203,3	100,0	236,9	100,0	309,5	100,0	453,8	100,0
Impuestos	47,8	23,5	60,5	25,5	82,9	26,8	135,2	29,8
Reservas (a)	82,4	40,5	97,9	41,3	130,6	42,2	172,1	37,9
Dividendos	61,2	30,1	68,1	28,7	90,8	29,3	139,4	30,7
Otros	11,9	5,9	10,4	4,4	5,2	1,7	7,1	1,6
Cajas de ahorro								
Beneficios	117,9	100,0	131,2	100,0	182,0	100,0	136,7	100,0
Impuestos	22,0	18,7	22,5	17,2	34,5	19,0	22,1	16,2
Reservas (a)	71,1	60,3	75,3	57,4	106,2	58,4	72,0	52,7
Obra benéfico-social	24,8	21,0	22,6	17,2	32,8	18,0	36,9	27,0
Otros	—	—	10,8	8,2	8,5	4,6	5,8	4,1

(a) Incluye el remanente del ejercicio y se deduce el remanente del ejercicio anterior.

La instrumentación de la política monetaria en España y la variabilidad de los tipos de interés

Este artículo ha sido elaborado por José Luis Esquivá, del Servicio de Estudios. Versiones anteriores del mismo han sido presentadas en la Reunión de Técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano, celebrada en Washington en octubre de 1988, y en el Seminario de Investigaciones Económicas del Servicio de Estudios del Banco de España, en enero de 1989.

1. INTRODUCCION

A lo largo de la década de los ochenta, el Banco de España, en consonancia con el comportamiento de los principales bancos centrales, ha ido decantándose por una conducción más flexible de la política monetaria. Por lo que se refiere a la regulación de la liquidez de base del sistema, esta estrategia general se ha plasmado en el desarrollo de instrumentos de mercado que irán sustituyendo los mecanismos tradicionales de canalización de las operaciones con los intermediarios financieros; la mayor flexibilidad en la instrumentación de la oferta de activos de caja; el papel creciente de los tipos de interés interbancarios como objetivo instrumental de política monetaria; la mayor atención al tipo de cambio como condicionante a corto plazo de los objetivos intermedios establecidos en términos de agregados monetarios; y, por consiguiente, en el menor énfasis en el control a corto plazo de la cantidad de dinero.

El Banco de España ha tratado de combinar esta mayor flexibilidad en el control a corto plazo de los agregados monetarios, compatible con un desenvolvimiento ordenado de los mercados financieros, con la instrumentación de un ritmo tendencial de avance de estos agregados, congruente con la política antiinflacionista diseñada por el Gobierno. La búsqueda de este compromiso obedece, por un lado, a los profundos cambios que viene experimentando el entorno económico-financiero que delimita el marco de actuación de las autoridades monetarias, que hacen que los esquemas de control monetario basados en objetivos muy estrictos en términos de cantidad de dinero resulten cada vez menos eficientes, y, por otro, al papel preponderante asignado a la política monetaria durante todos estos años para moderar la expansión del gasto nominal de la economía.

Esta doble aspiración de las autoridades monetarias —intervención flexible en los mercados y mantenimiento de un nivel elevado de disciplina— ha condicionado la política de fijación de objetivos a corto plazo en términos de agregados monetarios. La definición de dichos objetivos durante los años ochenta refleja el deseo de ir alcanzando simultáneamente ambas metas. Así, junto a una tendencia general a

establecer objetivos de crecimiento a corto plazo de la cantidad de dinero menos ambiciosos, se han registrado oscilaciones de cierta magnitud en la intensidad con la que el Banco de España ha ejercido el control monetario, lo que refleja la frecuente alternancia de episodios de endurecimiento en la instrumentación de la política monetaria con episodios de mayor laxitud, en un contexto en el que el proceso de reducción gradual de la tasa de inflación ha experimentado pérdidas en el impulso inicial o peligros de detención.

En el artículo «Indicadores de la intensidad del control de la cantidad de dinero en España», publicado en el *Boletín económico* del Banco de España del mes de marzo, se abordó la cuantificación, mediante indicadores depurados, del grado de flexibilidad con que el Banco ha ido ejerciendo el control a corto plazo de la cantidad de dinero. Una vez cubierto este tema, adquiere especial interés evaluar los resultados que se han alcanzado con el esquema de instrumentación de la política monetaria desarrollado, tanto en lo que se refiere a su impacto sobre la evolución de los mercados monetarios como en el grado de cumplimiento de sus objetivos intermedios a medio plazo. Analizar estas cuestiones constituye el núcleo de este trabajo. Para ello, junto a la información suministrada en el artículo citado anteriormente, se han utilizado indicadores de la variabilidad de los tipos de interés interbancarios. La determinación del nivel de incertidumbre en el que se desenvuelve un mercado financiero constituye una empresa de gran complejidad; no obstante, pueden obtenerse aproximaciones razonables a partir de medidas de variabilidad de los tipos de interés negociados en dicho mercado, definidas con precisión y estimadas adecuadamente. Con este fin, han sido utilizados en este trabajo los resultados de las estimaciones de variabilidad de tipos de interés realizadas por Escrivá (1989), donde puede encontrarse una amplia descripción de la metodología empleada.

El análisis de este conjunto de información permite concluir que, en el caso español, está justificada la conveniencia de ir descartando formas rígidas de control monetario basadas en reglas fijas de intervención, que supongan reacciones excesivamente mecánicas ante fenómenos de naturaleza e intensidad muy variables en el tiempo. En contextos en los que la toma de decisiones ha de hacerse en condiciones de incertidumbre también cambiantes, de acelerada innovación financiera, de internacionalización de los mercados monetarios interiores, y con fricciones frecuentes entre las distintas vertientes de la política monetaria, la instrumentación de reglas fijas de intervención suele generar una fuerte inesta-

bilidad financiera y resultar ineficiente, en gran medida, para alcanzar las metas fijadas.

Los datos que se presentan en este trabajo permiten deducir, a partir de la experiencia española de los últimos años, la siguiente secuencia: la aceptación por parte del Banco de España de mayores desviaciones en los objetivos decenales y mensuales que establece para la expansión de los activos de caja del sistema bancario, acompañada de una menor variabilidad en sus tipos de intervención, ha posibilitado una reducción progresiva de la varianza de los tipos interbancarios, sin que por ello haya habido que tolerar mayores desviaciones en términos de los objetivos establecidos a medio plazo para ALP, el agregado de liquidez de referencia. De esta forma, se pone de manifiesto que una instrumentación más flexible del control monetario a corto plazo ha sido compatible con el mantenimiento del mismo grado de disciplina en el seguimiento de los objetivos intermedios de la política monetaria, evaluado en plazos más dilatados de tiempo.

El contenido del artículo se organiza de la siguiente forma: en el segundo apartado se aborda el análisis de las interacciones y relaciones de sustitución entre la variabilidad de los tipos de interés y el control estricto de las cantidades, tanto a nivel de las variables instrumentales del Banco de España como del objetivo intermedio, mientras que en el tercer y último apartado se discuten algunas implicaciones que se derivan del estudio para la instrumentación de la política monetaria.

2. LA RELACION ENTRE LA VARIABILIDAD DE LOS TIPOS DE INTERES Y EL SEGUIMIENTO DE LOS OBJETIVOS CUANTITATIVOS

La discusión en torno al dilema entre estabilidad de los tipos de interés y seguimiento estricto de los objetivos de cantidades ha experimentado en los últimos tiempos diferentes alternativas, que han venido acompañadas de modificaciones, más o menos explícitas, de las reglas de intervención de muchos bancos centrales. El caso más paradigmático, en este sentido, lo proporciona la Reserva Federal de los Estados Unidos, que, entre finales de los años setenta y los primeros ochenta, ha ensayado tres esquemas distintos de variable instrumental (1).

Durante mucho tiempo fue un principio generalmente aceptado que, si las autoridades deseaban controlar estrictamente la liquidez de base del sis-

(1) Véase Axilrod (1985).

tema, debían tolerar una amplia variabilidad de los tipos de interés negociados en los mercados monetarios, ya que se pensaba que la demanda de activos de caja por parte de los bancos tendía a experimentar cambios continuos y perturbaciones que, enfrentados a una curva de oferta relativamente rígida, generaban frecuentes modificaciones de los tipos de interés de equilibrio. Por el contrario, si deseaban lograr una estabilidad considerable de los tipos de interés a corto plazo, debían consentir cambios intensos en los activos de caja, ya que, como resultado de las oscilaciones de la demanda de reservas, enfrentadas a una curva muy elástica de oferta de liquidez de base, se registrarían variaciones muy marcadas en las cantidades de activos de caja.

En los años setenta, en un contexto de altas tasas de inflación, dominado por la necesidad de establecer políticas monetarias muy disciplinadas, se fueron desarrollando formas de instrumentación monetaria que ponían el acento en un seguimiento muy estricto de los objetivos de cantidades (1). Se consideraba que esta línea de actuación tendía, al mismo tiempo, a minimizar los costes resultantes de la inestabilidad de los precios negociados en los mercados financieros. Se argumentaba que, en caso contrario, las fuertes fluctuaciones que experimenta la cantidad de dinero cuando se persigue la estabilidad de los tipos, además de conducir a medio plazo a políticas monetarias excesivamente relajadas, produce, a su vez, inestabilidad en la economía, genera incertidumbre en los mercados monetarios, perturba la demanda de activos de caja excedentes, y todo ello termina manifestándose en forma de una mayor variabilidad de los propios tipos de interés.

Según este enfoque, el seguimiento de una política de estabilidad en las cantidades intercambiadas de activos de caja acabaría generando, a medio plazo, una menor inestabilidad en los tipos negociados en los mercados monetarios, mientras que, por el contrario, los intentos de mantener una línea de continuidad en los tipos de interés acabarían frustrándose por incrementos y perturbaciones en las primas de riesgo y en los componentes de inflación esperada que contienen los tipos nominales. En consecuencia, esta corriente tendía a negar la existencia de una relación de sustitución bien definida entre estabilidad de tipos y de cantidades.

Sin embargo, según ha ido avanzando la década de los años ochenta, la opinión dominante y las políticas practicadas por las autoridades monetarias han ido decantándose progresivamente por otorgar una

mayor importancia al logro de una evolución ordenada de los mercados financieros, lo que ha hecho necesario mantener un alto grado de estabilidad de los tipos de interés a corto plazo. Se han destacado, en esta misma línea, las consecuencias innecesariamente perturbadoras que resultan de mantener funciones de oferta de dinero muy inelásticas, en un contexto de fuertes fluctuaciones a corto plazo de la demanda de dinero, de procesos acelerados de innovación financiera y de creciente internacionalización de los mercados financieros nacionales.

En la intervención día a día en los mercados monetarios, los bancos centrales operan, en general, bajo el presupuesto de la existencia, en el muy corto plazo, de una cierta relación de sustitución entre tipos y cantidades, y conceden mayor importancia a la estabilidad de unos u otros, en función de las prioridades de política monetaria en cada momento. Existe una mayor oscuridad e incertidumbre, en cambio, a la hora de apreciar la posible existencia de procesos más lentos de realimentación y, por tanto, de evaluar en qué medida se verifica dicha relación de sustitución en plazos más dilatados de tiempo. Tampoco se dispone de información concluyente sobre los resultados diferenciales en términos de objetivos intermedios —y, aún menos, para los objetivos finales— de formas de instrumentación de la política monetaria más o menos preocupadas por mantener una amplia estabilidad de los tipos de interés.

A continuación se suministran algunos datos e interpretaciones sobre estas cuestiones, a la luz de lo ocurrido en España en la década de los ochenta. El análisis se circunscribe esencialmente al ámbito monetario, sin que esto suponga negar las implicaciones que se derivan de la instrumentación monetaria para los mercados de capitales, los mercados cambiarios y las variables reales.

2.1. Análisis a nivel de la variable instrumental del Banco de España

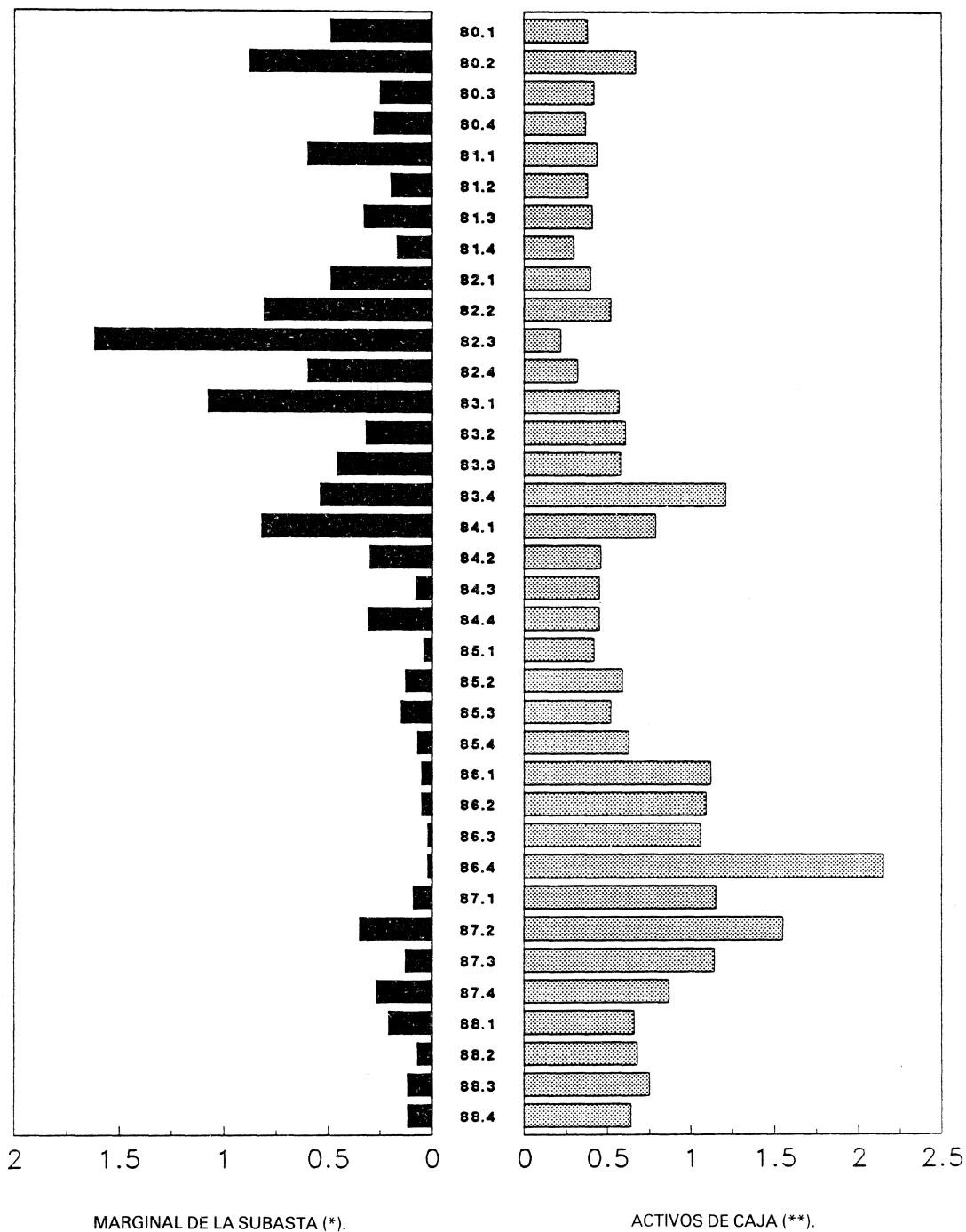
En el gráfico 1, se confrontan trimestre a trimestre la variabilidad en el principal tipo de intervención del Banco de España —el marginal de la subasta de préstamos de regulación monetaria— (1) y un indicador de la desviación en los objetivos decenales de activos de caja (2). Puede apreciarse que la relación de

(1) Se define como la desviación típica, calculada por trimestres, de las variaciones día a día en el tipo marginal de la subasta de préstamos de regulación monetaria del Banco de España.

(2) Se define como la desviación cuadrática media, calculada por trimestres, en los objetivos decenales de activos de caja, en media de datos diarios, expresados en logaritmos.

(1) Véanse, por ejemplo, Davis (1971), Pierce y Thomson (1972), Weintraub (1976) o Rasche (1982).

1. Variabilidad de las variables instrumentales del Banco de España



(*) Desviación típica de las variaciones día a día en el tipo marginal de la subasta de préstamos del Banco de España.

(**) Desviación cuadrática media en los objetivos decenales de activos de caja (expresados en logaritmos).

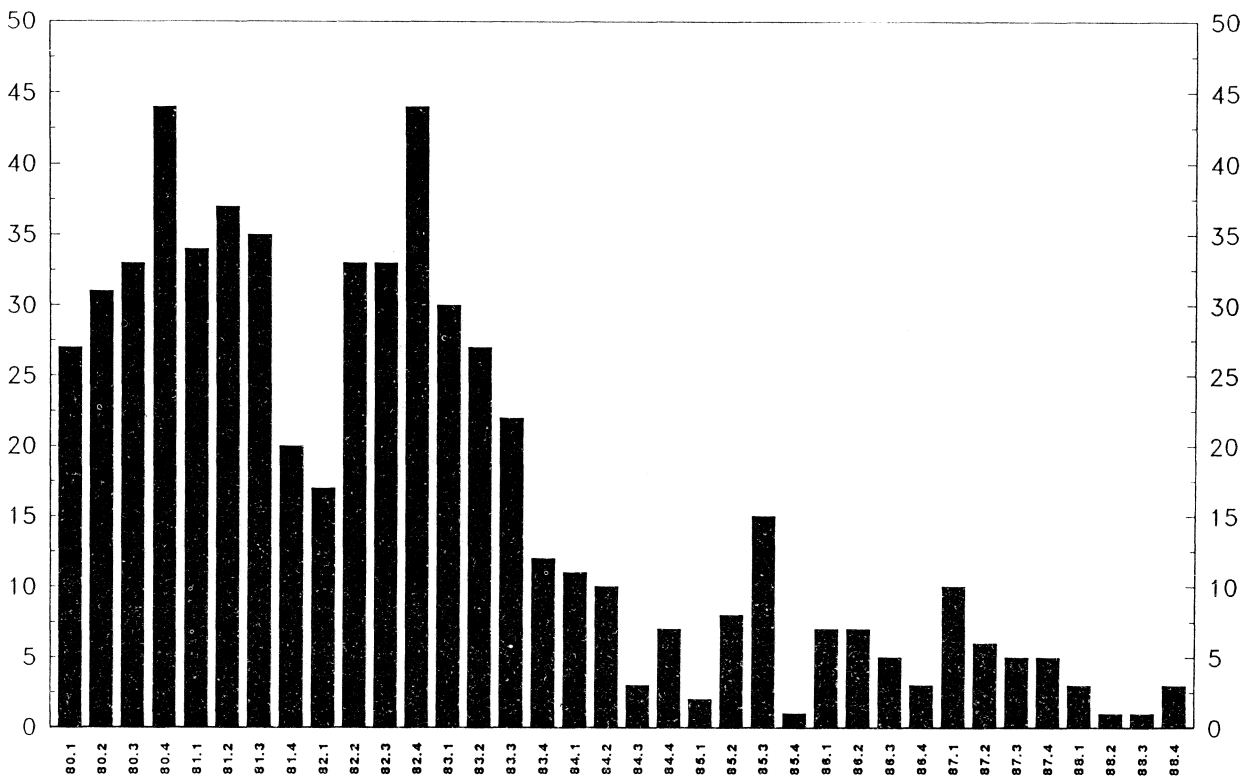
sustitución entre ambas variables está relativamente bien definida para el conjunto del período analizado, aunque no se verifique de forma sistemática trimestre a trimestre.

A medida que ha ido avanzando la década de los ochenta, el Banco de España ha aceptado progresivamente mayores desviaciones decenales en los objetivos fijados para su variable instrumental: en el período 1980-1982, en promedio, la desviación media fue del 0,40 % respecto al saldo previsto de activos de caja; en el período 1983-1985, se elevó al 0,61 %; y, finalmente, en el período 1986-1988, alcanzó el 1,07 %. En contraposición, el grado de fluctuación experimentado por el tipo marginal ha ido reduciéndose. Para los tres períodos de tiempo señalados anteriormente, su variabilidad se ha situado, respectivamente, en el 0,56, 0,36 y 0,13 %.

Las mayores desviaciones en los objetivos de activos de caja han sido, en parte, el resultado del cambio de actitud de la autoridad monetaria en el manejo de su variable instrumental, y, en parte, el re-

flejo de las modificaciones en el entorno institucional en el que se desenvuelve la política monetaria. A finales de los años setenta el criterio del Banco de España se basaba, en cierta medida, en el principio de que era absolutamente crucial evitar cualquier desviación al alza significativa o continua de los activos de caja respecto de su objetivo. Se pensaba que dicha desviación conducía inevitablemente a una expansión de los activos bancarios, y que todo intento ulterior de reconducción de los activos de caja hacia su objetivo terminaría provocando inevitablemente graves tensiones —para una defensa más radical de esta posición, véase Martínez Méndez (1981), pág. 36—. El mantenimiento de los activos de caja dentro de una banda relativamente estrecha en torno al objetivo, exigió movimientos continuos de los tipos de intervención (véase el gráfico 2) y la erraticidad de los mismos fue considerable. El desarrollo de esta forma de instrumentación del control monetario se vio incentivado, en parte, por la exigencia de introducir dosis importantes de disciplina en el proceso de creación de liquidez, en un contexto de tasas de inflación altas y variables, y, en parte, por la exis-

2. Número de veces de cambio del tipo marginal de la subasta de préstamos de regulación monetaria
(En cada trimestre)



tencia en España de una estructura financiera que dificultaba enormemente la transmisión de los impulsos monetarios vía tipos de interés.

Distintos criterios han influido en un progresivo cambio de actitud del Banco de España, que ha buscado proporcionar señales más estables con sus tipos de interés. A la creencia de que la alta variabilidad en el corto plazo de sus tipos de intervención crea perturbaciones innecesarias en los mercados monetarios, hay que añadir otros factores determinantes.

Hay que destacar, en primer lugar, que la pérdida de contenido informativo de los movimientos a corto plazo de los activos de caja sobre la evolución del objetivo intermedio ha constituido un elemento importante a la hora de conceder menor énfasis a la política de cantidades en la gestión cotidiana de la política monetaria. Este deterioro del papel de los activos de caja como variable instrumental ha estado directamente ligado a los factores que, en su día, aconsejaron ampliar el agregado monetario bajo control y adoptar, por tanto, ALP, en sustitución de M3, como objetivo intermedio a partir de 1984. Como resultado de este cambio, el multiplicador monetario que pone en relación las variables instrumental e intermedia se ha hecho mucho más inestable y las sendas objetivo de activos de caja han perdido parte de su carácter de referencia (1). La eliminación de los límites mínimo y máximo a la fluctuación diaria de los saldos de los activos de caja, en 1981 y 1984, respectivamente, constituye un factor que incide en la misma dirección, imposibilitando el seguimiento estricto de objetivos cuantitativos en períodos de tiempo por debajo de una decena.

Paralelamente, en determinados períodos, en los que el trazado de ALP se ha visto sometido a perturbaciones intensas de naturaleza financiera, la aceptación de mayores desviaciones en los objetivos de activos de caja ha sido reflejo, en segundo lugar, de las dificultades para interpretar las señales emitidas por la propia evolución del agregado.

En tercer lugar, la eliminación de regulaciones en los mercados financieros, especialmente en lo que se refiere a la liberalización de los movimientos de los tipos activos y pasivos del sistema bancario, y la mayor integración entre los distintos mercados, han

(1) La creciente sustituibilidad entre formas de captación de pasivo sometidas a coeficiente de caja (fundamentalmente depósitos bancarios) y exentas del mismo (principalmente cesiones temporales de títulos públicos) y la incorporación a los pasivos computables en dicho coeficiente de partidas del balance bancario que no se consideran activos líquidos en manos del público están en la base de esta mayor inestabilidad del multiplicador.

incrementado, aunque sólo hasta cierto punto, la confianza en los tipos de interés como canal de transmisión de los impulsos monetarios.

Finalmente, la pretensión del Banco de España de mantener el tipo de cambio de la peseta con respecto a ciertas monedas de referencia en el entorno de cierto nivel considerado como deseable, sin abandonar, por ello, el seguimiento de los agregados monetarios, ha constituido, en determinados momentos, un factor adicional favorable a la instrumentación de una política monetaria tendente a asegurar una mayor estabilidad de los tipos de interés de intervención y que, en contrapartida, admite mayores desviaciones de activos de caja. La actuación en los mercados de cambio ha incrementado sensiblemente la variabilidad de las reservas centrales en divisas y ha dificultado la esterilización completa de estos movimientos en los mercados interiores en el muy corto plazo. Adicionalmente, en un contexto de internacionalización de los mercados financieros españoles y de reducción de los controles de cambios, ha aumentado considerablemente la sensibilidad del mercado de la peseta a los cambios en los tipos de interés interiores, lo que ha constituido un condicionante cada vez más importante para los cambios en los tipos de intervención del Banco de España.

En coyunturas en las que el rumbo seguido por los agregados monetarios y los tipos de cambio puedan conducir a situaciones de cierta incompatibilidad entre las políticas monetaria y cambiaria, el mantenimiento de los tipos de interés relativamente estables constituye una opción transitoria de compromiso entre los movimientos divergentes de los tipos de interés que exigiría, bien alcanzar plenamente los objetivos de cantidad de dinero, o bien perseguir estrictamente los objetivos en términos del tipo de cambio. Esta práctica es un compromiso temporal que permite establecer una pausa con el fin de acumular más información con la que definir las prioridades en la actuación de las autoridades económicas o, simplemente, discernir la naturaleza de las perturbaciones que puedan afectar a los mercados monetarios y/o cambiarios. Esta política de estabilidad de los tipos de interés debe entenderse, por tanto, como una estrategia para evitar que reacciones rápidas ante los desplazamientos que puedan experimentar determinadas variables monetarias generen procesos de realimentación indeseables.

De lo expuesto en este apartado pueden extraerse dos conclusiones principales. Por un lado, la evidencia empírica presentada muestra que, en el conjunto del período analizado, se verifica una relación de sustitución bastante bien definida entre la variabilidad de los tipos de interés y las cantidades que con-

trola de forma más directa la autoridad monetaria. Por otro, a lo largo de los años ochenta, esta sustitución ha ido intensificándose, de tal forma que, al mismo tiempo que se ha reducido progresivamente el grado de fluctuación del tipo de intervención del Banco de España, éste ha ido aceptando mayores desviaciones en los objetivos que establece para los activos de caja. Tal como se ha señalado anteriormente, estos cambios son el resultado de las profundas modificaciones que se han registrado en el entorno en el que ha de desenvolverse la instrumentación de la política monetaria.

2.2. Análisis al nivel del objetivo intermedio de la política monetaria

Cuando se contraponen un indicador de las desviaciones registradas en el objetivo intermedio de la política monetaria (1) con la variabilidad de un tipo de interés representativo de las operaciones interbancarias a plazos más largos, tal como se presenta en el gráfico 3, la relación inversa entre desviación en cantidades y variabilidad de tipos de interés queda difuminada en gran medida, por no decir que desaparece completamente. Debe existir, por tanto, algún elemento que interfiere en la transmisión de los cambios desde las variables que reflejan comportamientos a más corto plazo hacia las magnitudes que representan tendencias financieras más consolidadas.

En el gráfico 3 se pone de manifiesto cómo el nivel de variabilidad del tipo de interés interbancario (2) ha ido reduciéndose, lenta pero progresivamente, desde 1980: 1,22 en el período 1980-1983; 1,18 en los años 1984 y 1985; y 0,92 entre 1986 y 1988. Sin embargo, no se aprecia ninguna tendencia definida en el comportamiento de las desviaciones mensuales de los objetivos de ALP: 0,43, 0,51 y 0,48 en iguales períodos, respectivamente. Se pone, así, de manifiesto que, a lo largo de los años ochenta, se han mantenido niveles similares de cumplimiento de los objetivos cuantitativos, al tiempo que ha ido reduciéndose el grado de variabilidad de los tipos interbancarios.

Aunque la tendencia al descenso en la variabilidad del tipo interbancario parece verificarse, resulta bas-

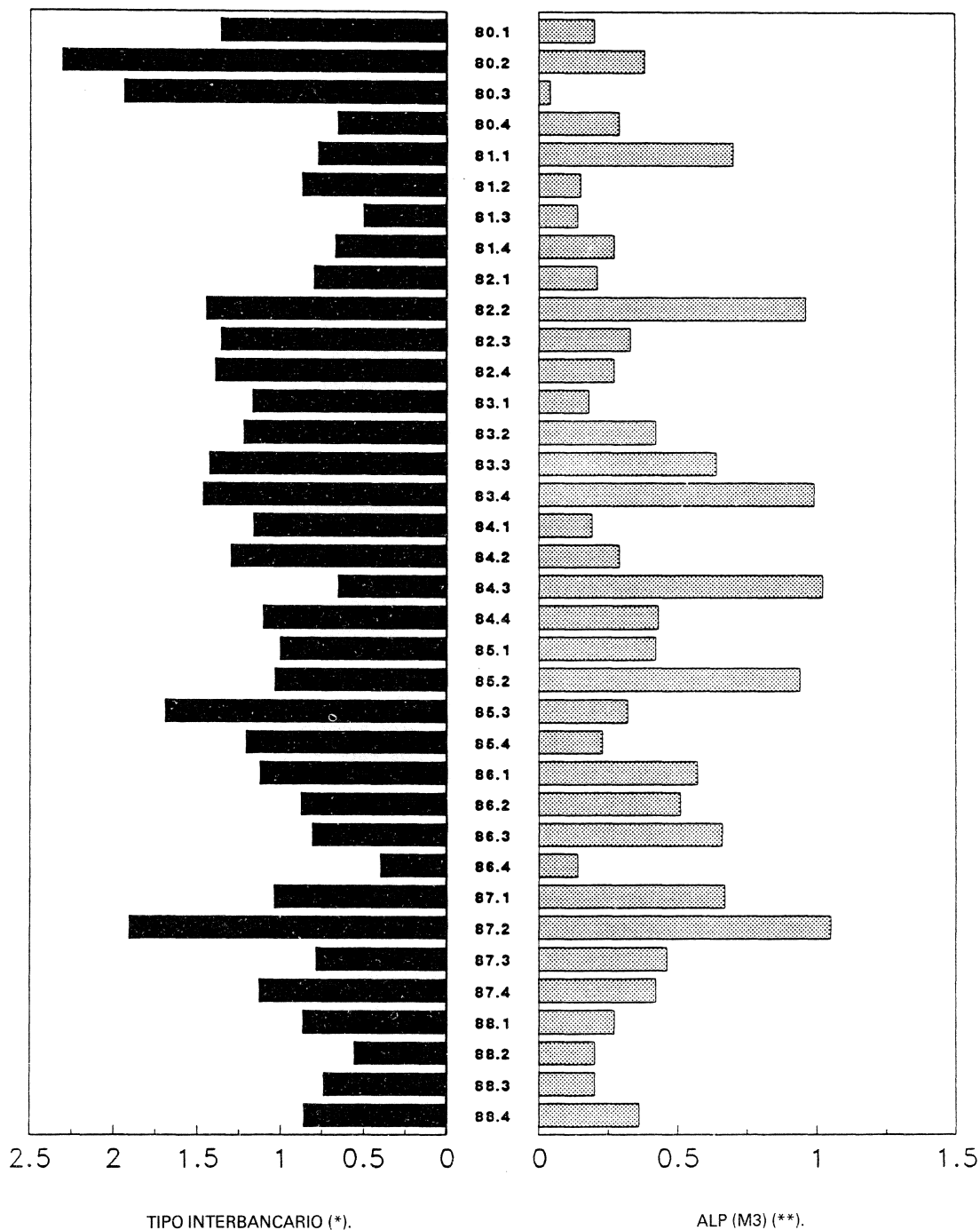
(1) Se define como la media trimestral del valor absoluto de las desviaciones en los objetivos mensuales de ALP, en media de datos diarios, expresados en logaritmos.

(2) Se define como la desviación típica, calculada por trimestres, del componente no anticipado en las variaciones día a día del tipo de interés interbancario de depósitos a un mes, según la estimación de este componente realizada en Escrivá (1989).

tante menos acusada que la experimentada por el tipo marginal de la subasta de préstamos. La evidencia presentada en Escrivá (1989) puede ayudar a explicar este fenómeno. En ese trabajo se realizan estimaciones de la relación existente entre los movimientos día a día en el tipo interbancario a un mes y los del tipo marginal de los préstamos de regulación monetaria del Banco de España. La sensibilidad de aquéllos a los cambios de éste ha aumentado de forma muy significativa en los últimos tiempos, hasta el punto de que en el período comprendido entre enero de 1987 y julio de 1988 se produce una sobrerreacción —una elevación en un punto en los préstamos a un día del Banco de España implica una elevación de 1,1 punto en el tipo de interés de los depósitos interbancarios a un mes, en una respuesta distribuida en cuatro días—, mientras que en los primeros años ochenta el impacto no alcanzaba el 50%. De esta forma, la mayor intensidad de la respuesta del tipo interbancario al marginal de la subasta neutraliza, en parte, el efecto que el menor grado de fluctuación de este último tiene sobre la variabilidad del primero.

A medida en que el Banco de España ha ido modificando la forma de instrumentar su política monetaria, los agentes han variado los mecanismos de formación de sus expectativas en la dirección señalada anteriormente. Tomando como referencia la teoría expectacional de la estructura temporal de los tipos de interés, éstos pueden expresarse como una media de los tipos futuros esperados a un plazo más corto. De esta forma, cualquier cambio en los tipos de interés a corto, que ocasione una modificación en los tipos esperados futuros, conducirá a una alteración de la rentabilidad de los instrumentos negociados para períodos más dilatados de tiempo. Bajo una variable instrumental de tipos de interés, cambios en éstos tienen un impacto relativamente grande en los tipos a más largo plazo. Esto es así porque la mayoría de estas variaciones en los tipos a corto plazo significan una alteración básica del rumbo de la política monetaria y son vistos como permanentes. Tales cambios tienen, por tanto, un efecto importante en los tipos de interés futuros esperados a corto plazo. Bajo una variable instrumental de activos de caja, cambios en los tipos de interés a corto plazo significan con menos frecuencia modificaciones fundamentales de la política seguida y, por tanto, son más rápidamente revisados. No es de extrañar, por tanto, que en los primeros años ochenta los continuos movimientos en el tipo marginal de la subasta tuvieran un impacto relativamente pequeño en los tipos de las operaciones interbancarias a plazo, ya que los agentes del mercado entendían que estos movimientos eran simplemente el resultado del control a corto plazo de la liquidez del sistema.

3. Variabilidad del tipo de interés y del objetivo intermedio del Banco de España



(*) D. tip. trimestral del componente no anticipado estimado día a día para el tipo interbancario en operaciones de depósito a un mes.

(**) Media trimestral del valor absoluto de las desviaciones en los objetivos mensuales de ALP (M3) (expresados en logaritmos).

Estos cambios de comportamiento de los intermediarios financieros constituyen un buen ejemplo de la conocida «crítica de Lucas».

Llegado a este punto, conviene recapitular y tener presente que a partir de la experiencia española de los últimos años parece atisbarse el siguiente encadenamiento de resultados: mayores desviaciones en los objetivos de activos de caja, acompañados de una variabilidad considerablemente menor en los tipos de intervención del Banco de España, han permitido una cierta reducción en la variabilidad de los tipos de interés interbancarios, sin que por ello haya habido que aceptar mayores desviaciones en términos de los objetivos de ALP. De esta forma, se pone de manifiesto que una instrumentación más flexible del control monetario a corto plazo ha sido compatible con el mantenimiento de la disciplina en el seguimiento de los objetivos intermedios de la política monetaria. Por otra parte, puede deducirse que la estabilidad de los tipos interbancarios genera, por alguna vía, externalidades positivas que tienden a evitar comportamientos indeseados en la evolución de los agregados monetarios. En este sentido, pueden estar jugando un papel destacado ciertos procesos de realimentación mediante los cuales las reducciones en la variabilidad de los tipos de interés mejoran la transmisión de los impulsos monetarios del Banco de España a la liquidez agregada.

Para explicar este fenómeno, hay que acudir, en primer lugar, al hecho de que en los últimos años el multiplicador monetario que pone en relación los activos de caja y ALP se haya hecho más sensible a los movimientos en los tipos de interés a corto plazo. Distintos factores han originado este comportamiento del multiplicador: la emisión por parte del Tesoro de importantes volúmenes de títulos públicos a corto plazo, incluidos en la definición de ALP, que se negocian en mercados amplios y ágiles; la oferta al público por parte de los bancos, de forma cada vez más habitual, de depósitos cuya rentabilidad se vincula a los tipos de interés interbancarios; el aumento de la competencia bancaria en las distintas formas de captación de pasivo, y la desintermediación de ciertas parcelas del negocio bancario. Visto desde otra perspectiva, estos fenómenos han originado que la elasticidad de la demanda de ALP respecto al tipo de interés propio haya aumentado considerablemente. De esta forma, los movimientos en los tipos a corto que acompañan a los cambios de rumbo de la política monetaria ocasionan desplazamientos en la demanda de dinero, lo que origina pérdidas de estabilidad en el multiplicador monetario, que pueden llegar a aminorar los resultados perseguidos al modificar el ritmo de expansión de la liquidez de base.

Por otro lado, existe una segunda vía alternativa a través de la cual una instrumentación de la política monetaria que asegure un reducido nivel de fluctuación de los tipos de interés puede posibilitar una mayor estabilidad de la demanda de dinero, y facilitar, de esta forma, el proceso de creación de liquidez. Este segundo mecanismo se fundamenta en la incorporación de la propia variabilidad de los tipos como argumento de la función de demanda de dinero —véase, en este sentido, la evidencia aportada por Baba *et al.* (1988)—, o, incluso, suponiendo que la elasticidad de la demanda de dinero respecto al tipo de interés dependa de la propia variabilidad de éste, tal como se argumenta en algunos modelos de elección de cartera con aversión al riesgo por parte de los tenedores de activos (véase Walsh [1982b]). Como resultado de la incertidumbre que genera la fuerte variabilidad de los tipos de interés sobre la rentabilidad esperada de los activos financieros, puede producirse, por un lado, un desplazamiento de la demanda hacia posiciones más líquidas y, por otro, una reducción de la sensibilidad de esta misma demanda respecto al tipo de interés. De esta forma, en períodos de restricción monetaria, la mayor variabilidad de los tipos de interés induciría desplazamientos y cambios de pendiente de la demanda de dinero, contrarrestando, en cierta medida, los movimientos de la oferta.

Los datos aportados, y las interpretaciones realizadas con respecto a la naturaleza de las realimentaciones entre tipos de interés y cantidades en el proceso de creación de liquidez, ponen de manifiesto cómo las autoridades monetarias han ido desplazándose hacia reglas de intervención consistentes en minimizar en el corto plazo las oscilaciones de los tipos de interés. Para ello, han practicado una política de oferta de activos de caja que eventualmente tolera desviaciones significativas respecto a las sendas objetivo previstas, manteniendo, al mismo tiempo, la evolución tendencial del agregado monetario bajo control dentro de una banda de referencia. Dicho de otra forma, dentro de un esquema de control monetario en dos niveles, como el seguido en España, ha ido otorgándose prioridad, a nivel de variable instrumental, a la estabilidad de los tipos de interés, sin que esto signifique sacrificar un seguimiento relativamente estricto de los objetivos de cantidades en el nivel intermedio.

3. ALGUNAS CUESTIONES REFERENTES A LA INSTRUMENTACION DE LA POLITICA MONETARIA

Del análisis de la evolución de los indicadores de variabilidad de los tipos de interés, pueden extraerse

también algunas consideraciones sobre la instrumentación de la política monetaria en los últimos años. El descenso secular que ha experimentado la variabilidad de los precios negociados en el mercado interbancario desde 1982 (véase el gráfico 2) se ha visto jalonado por episodios en los que se han registrado aumentos muy intensos, aunque transitorios, de la inestabilidad de los tipos de interés, que elevaron el nivel de variabilidad muy por encima de lo habitual. Estos episodios estuvieron relacionados con cambios importantes en los mecanismos de control monetario, que aumentaron de forma considerable la incertidumbre en los mercados, tal como ocurrió en los dos últimos trimestres de 1983 y en los dos primeros del año siguiente. Hay que tener en cuenta que en el tránsito de 1983 a 1984, se introdujeron modificaciones muy importantes tanto en la forma de instrumentación de la política monetaria, como en el sistema de coeficientes obligatorios de caja y de inversiones y en los mecanismos de financiación del déficit público. Los incrementos en el nivel de variabilidad de los tipos han estado vinculados, en otros casos, a situaciones en las que el Banco de España se ha visto en dificultades para drenar los excesos de liquidez transitorios existente en el mercado, ya sea por no disponer de un instrumento adecuado para realizar operaciones de mercado abierto (véase Sanz [1987]) o, disponiéndolo, por registrarse desajustes entre las expectativas de los agentes y los niveles de tipos de interés que las autoridades pretendían imponer.

La tendencia general de descenso de la variabilidad del mercado es el resultado de la interacción de los cambios que ha ido introduciendo el Banco de España para flexibilizar sus operaciones con el sistema bancario y el perfeccionamiento que éste ha ido alcanzando en su gestión de tesorería. Hay una cuestión que resulta, sin embargo, paradójica: el porcentaje del total de la variabilidad del mercado inducido directamente por el Banco de España, mediante movimientos en el tipo marginal de la subasta de préstamos, no tiende a disminuir en el tiempo (véase Escrivá [1989]). La menor frecuencia con la que la autoridad monetaria mueve sus tipos de intervención se ve compensada con un impacto mucho más rápido y de mayor intensidad sobre los tipos interbancarios, de forma que, en promedio, la variabilidad inducida se sitúa actualmente en unos niveles parecidos a los de los primeros años ochenta.

Este fenómeno está vinculado a un problema más general, que hace referencia a la rigidez que caracteriza a los instrumentos tradicionales de préstamo a las entidades financieras —subasta de préstamos de regulación monetaria, «segunda ventanilla» y créditos de carácter más permanente—. Estos instru-

mentos resultan poco adecuados para contribuir de forma eficiente a la formación de precios en los mercados monetarios, limitan la posibilidad de propiciar ajustes suaves en la evolución de los tipos de interés y no constituyen, por sí solos, herramientas útiles para apreciar las reacciones del mercado ante cambios en las condiciones de préstamos establecidas por el Banco de España. Este conocimiento del pulso del mercado adquiere especial relevancia en el contexto actual de generación de procesos acelerados de innovación financiera, de transformación de los sistemas de pagos interbancarios y de creciente conexión entre los mercados nacionales, teniendo en cuenta el papel, cada vez más importante, que juega la evolución de las expectativas de los intermediarios financieros en los mecanismos de transmisión de los impulsos monetarios.

Al poner en relación las nuevas condiciones creadas en el entorno financiero en el que se desenvuelve la política monetaria con la necesidad de armonizar el seguimiento de objetivos de cantidades y la estabilidad a corto plazo de los tipos de interés, parece conveniente una cierta diversificación en los instrumentos de control monetario, de forma que unos se reserven para transmitir mensajes definidos sobre las grandes líneas de la política monetaria, mientras que otros puedan ser utilizados como herramientas más ágiles para la gestión de la liquidez en el muy corto plazo y como elemento de contraste de las reacciones de los agentes, previamente a emitir señales más firmes que pudieran resultar difícilmente revisables. Esta es la estrategia que viene desarrollando el Banco de España en los últimos años. Los movimientos en el tipo de interés marginal de la subasta de préstamos de regulación monetaria —y, también, en el de las cesiones temporales de letras del Tesoro a tres meses— se reservan, en general, para aquellas coyunturas en las que hay que introducir cambios permanentes en el grado de intensidad del control monetario. Así, el Banco de España destina sus principales tipos de intervención para emitir señales claras que enmarquen los episodios de restricción, u holgura, monetaria. Para que las decisiones de alterar los tipos de interés transmitan un mensaje definido sobre el carácter general que va adquiriendo una determinada política monetaria, las modificaciones introducidas en los mismos suelen alcanzar cierta magnitud, y tienden a espaciarse suficientemente en el tiempo. De forma paralela, han ido estableciéndose las bases para poder realizar operaciones de mercado abierto mediante compraventa con pacto de recompra de deuda del Estado anotada, con modificaciones frecuentes de plazos, cantidades intercambiadas y tipos de interés, de acuerdo con las necesidades de control monetario del Banco de España, o para compensar situaciones

en las que el grado de tensión o relajamiento de los mercados monetarios se considere excesivo.

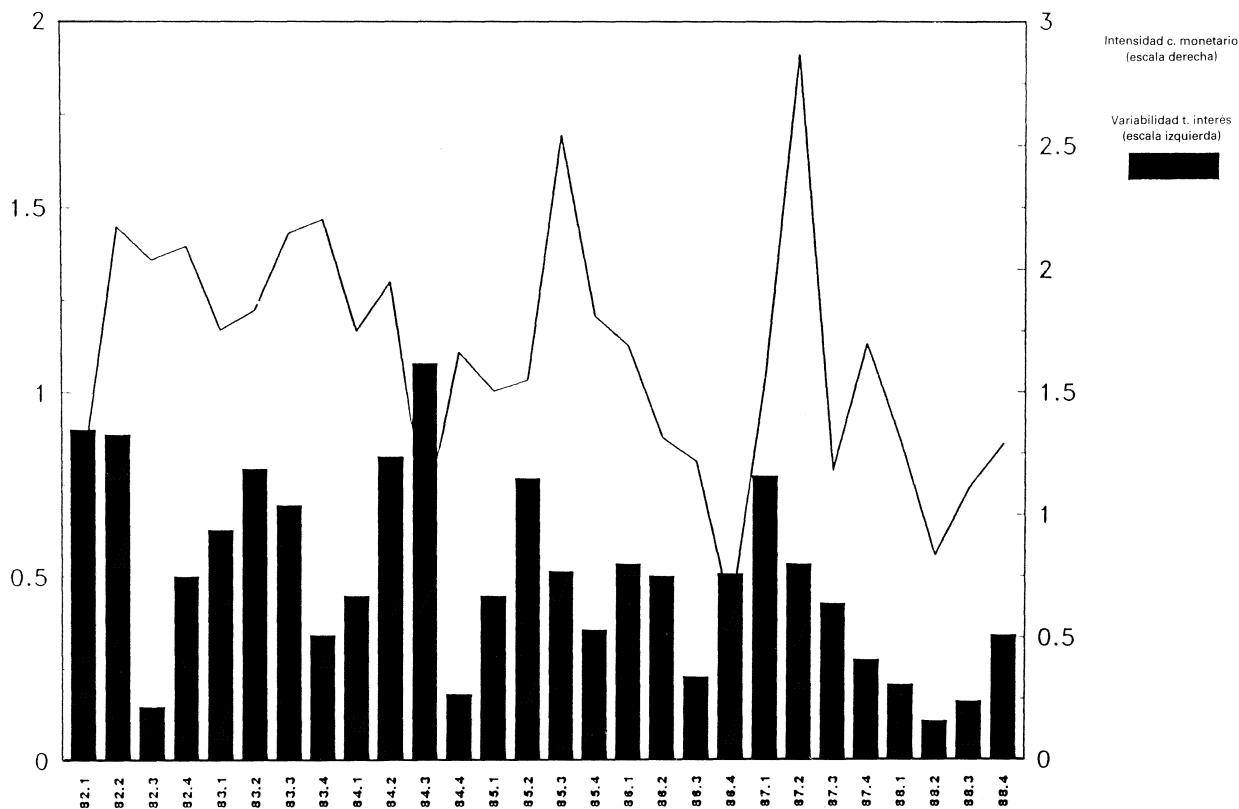
El desarrollo y perfeccionamiento de los mecanismos de control monetario y el manejo de los instrumentos de intervención, siguiendo el esquema dicotómico apuntado en el párrafo anterior, suministran vías para afrontar el importante reto al que se enfrentan los bancos centrales de muchos países, y el Banco de España en particular: lograr simultáneamente el mantenimiento de niveles elevados de restricción y disciplina monetaria, y grados reducidos de variabilidad de los tipos de interés en un entorno de estabilidad de los mercados financieros. Tal como se ha señalado en los apartados anteriores, en los últimos años se ha avanzado en España en esta línea, y se dispone todavía de márgenes para seguir profundizando en la flexibilización del control de la cantidad de dinero. Aunque ello no excluye que la armonización de ambos objetivos pueda resultar complicada en determinadas coyunturas. Así, no resulta infrecuente que algunos episodios de política monetaria se salden con un aumento importante de la inestabilidad de los mercados financieros, o, alterna-

tivamente, con un desbordamiento de los objetivos monetarios.

Tal como se presentó en el artículo del Boletín Económico de marzo pasado, referido anteriormente, el grado de intensidad planeado por el Banco de España en su política de control de la cantidad de dinero ha experimentado en los últimos años fluctuaciones continuas, tanto en lo que se refiere a las distintas velocidades de retorno a la senda anual, que se definen para eliminar las perturbaciones que afectan a ALP, como en los esfuerzos planeados para provocar inflexiones en los ritmos de crecimiento de la cantidad de dinero. Si bien es cierto que el nivel de las oscilaciones se ha reducido significativamente en los últimos años, en la medida en que la evolución de la economía española sigue haciendo necesario aplicar dosis importantes de restricción monetaria, en determinados períodos, todavía es frecuente alternar episodios de cierta intensidad en la política monetaria con episodios de mayor laxitud.

En el gráfico 4 se presentan conjuntamente el indicador de variabilidad de tipos de interés y un indicador de intensidad planeada en el control de la can-

4. Variabilidad del tipo de interés e intensidad planeada del control monetario



tividad de dinero (1). La representación gráfica sólo permite apreciar parcialmente el grado de relación entre ambas variables, pues una importante proporción de la misma se verifica de forma desfasada, tal como pone de manifiesto el estudio de correlación realizado e, incluso, mediante una observación cuidadosa del propio gráfico 4. Según ello, el conjunto de señales que acompañan a una política monetaria más restrictiva genera inestabilidad en los tipos de interés con una cierta cadencia en el tiempo. La correlación entre la variabilidad de tipos y la variable de intensidad planeada de la política de agregados, sumando los efectos contemporáneos y retardados un trimestre, alcanza el 62%. De esta forma, una cierta relación de sustitución entre estabilidad de los tipos de interés e intensidad en el control de cantidades parece surgir cuando esta última se define en términos planeados.

Este hecho pone de manifiesto que la armonización de la estabilidad a corto plazo de los tipos de interés con políticas monetarias fuertemente restrictivas sólo es posible hasta cierto punto, de manera que el establecimiento de objetivos de cantidades muy estrictos conduce inevitablemente a asumir costes en términos de variabilidad de los tipos de interés, lo que, a su vez, lleva a admitir finalmente ciertas desviaciones respecto a estos objetivos. Si bien es cierto que, en general, esfuerzos intensos de restricción monetaria tienen poco éxito a corto plazo y suelen venir acompañados de desviaciones muy elevadas en los objetivos respecto a la evolución efectiva, hay que tener presente que la autoridad monetaria no espera una desaceleración inmediata en los ritmos de crecimiento de ALP cuando intensifica su presión sobre los mercados. Por el contrario, su objetivo fundamental se cifra en ir afectando a las expectativas de los agentes y vencer lentamente las resistencias que dificultan la reconducción de la expansión de la liquidez agregada y del gasto a niveles más moderados. La evaluación de los resultados de la política monetaria desde esta perspectiva es algo que, en cualquier caso, se aleja de las pretensiones de este trabajo.

19-VI-1989.

BIBLIOGRAFIA

- AXILROD, S. (1985): «US Monetary Policy in Recent Years: An Overview», en *Federal Reserve Bulletin*, enero.
- BABA, Joshihisa, HENRY, Dadid y STARR, Roos M. (1988): *Us Money Demand, 1960-1984*, Nuffields College, Discussion Papers in Economics n.º 27.
- DAVIS, Richard (1971): «Short-Run Targets for Open Market Operations», en *Open Markets Policies and Operating Procedures*, Staff Studies, Board of Governors of the Federal Reserve System, julio 1971, págs. 37-63.
- ESCRIVA, José Luis (1988): «El control de la cantidad de dinero en España y la variabilidad de los tipos de interés». Mimeo.
- ESCRIVA, José Luis y PEÑALOSA, Juan (1989): «Indicadores de la intensidad del control monetario del Banco de España», en *Boletín Económico*, Banco de España, marzo.
- FRIEDMAN, Benjamin (1975): «Targets, Instruments and Indicators of Monetary Policy», en *Journal of Monetary Economics*, febrero, págs. 443-473.
- LOMBRA, Raymond y STRUBLE, Frederick (1979): «Monetary Aggregate Targets and the Volatility of Interest Rates: A Taxonomic Discussion», en *Journal of Money, Credit and Banking*, agosto, págs. 284-300.
- MARTINEZ-MENDEZ, Pedro (1981): *El control monetario a través de la base monetaria: la experiencia española*, Banco de España, Serie de Estudios Económicos, n.º 20, Madrid.
- (1985): «Changes in Money-Market Instruments and Procedures in Spain: Objectives and Implications», en *Changes in Money-Market Instruments and Procedures*, págs. 136-180, Bank of International Settlements, Basilea.
- PIERCE, James y THOMSON, Thomas (1972): «Some Issues in Controlling the Stock of Money», en *Controlling Monetary Aggregates II: The Implementation*, Conference Series, n.º 9, Federal Reserve Bank of Boston, págs. 115-136.
- RASHE, Robert *et al.* (1982): «Is the Federal Reserve's Monetary Control Misdirected», en *Journal of Money, Credit and Banking*, febrero, págs. 119-148.
- ROJO, Luis Angel y PEREZ, José (1977): *La política monetaria en España: objetivos e instrumentos*, Banco de España, Serie de Estudios Económicos, n.º 10, Madrid.
- ROJO, Luis Angel (1988): «Innovaciones financieras y política monetaria», en *Papeles de Economía Española*, n.º 36, págs. 2-24.
- SANZ, Beatriz (1987): «Dificultades y posibilidades de la política monetaria. El déficit público y el sector exterior. El papel de los pagarés del Tesoro», en *Papeles de Economía Española*, n.º 32, págs. 24-45.

(1) La descripción de cómo se ha construido esta variable se encuentra en Escrivá y Peñalosa (1989).

TINSLEY, Peter *et al.* (1982): «The Short-Run Volatility of Money Stock Targeting», en *Journal of Monetary Economics*, septiembre.

WALSH, Carl (1982a): «The Federal Reserve's Operating Procedures and Interest Rate Fluctuations», en *Federal Reserve Bank of Kansas City Review*, mayo.

– (1982b): *Interest Rate Volatility and Monetary Policy*, NBER Working Paper, n.º 915.

WEINTRAUB, Robert (1976): «Review of Monetary Aggregates and Monetary Policy», en *Journal of Money, Credit and Banking*, agosto, págs. 401-415.

El comercio exterior de España según la nueva clasificación de la Dirección General de Aduanas

1. INTRODUCCION

El Banco de España ha incorporado recientemente en sus publicaciones la nueva clasificación sobre el comercio exterior que, en colaboración con otros organismos, ha elaborado la Dirección General de Aduanas. Se trata de un trabajo de gran rigor estadístico que ha utilizado como criterio de clasificación, en cuanto al destino final de los bienes, el de la Contabilidad Nacional, que diferencia entre bienes de consumo, de capital e intermedios. Cada uno de estos grupos se subdivide, a su vez, en otros apartados igualmente significativos, que al combinarse con los distintos países y áreas económicas, ofrece un cuadro completo de la estructura de nuestro comercio exterior.

Las clasificaciones utilizadas hasta ahora, desde que Aduanas abandonó, obligada por los cambios del arancel, la vieja clasificación vigente hasta el año 1980, tenían un carácter muy provisional —incluida la que el Banco de España venía ofreciendo en sus estudios y publicaciones—, por lo que ahora se tiene la posibilidad de analizar cuál ha sido el comportamiento de los flujos comerciales en los años transcurridos de esta década, con una base de información mucho más adecuada y precisa (1).

En este artículo se resumirán, brevemente, las características básicas del comercio exterior de España a lo largo de los últimos ocho años, distinguiendo entre el período 1981-1985, previo a la integración en la Comunidad Económica Europea, y los tres años posteriores, 1986-1988. Se dispondrá, así, de un marco de comportamiento que permitirá analizar la evolución más reciente de las exportaciones e importaciones de mercancías durante el primer cuatrimestre del año actual.

2. EL COMERCIO EXTERIOR EN EL PERIODO 1981-1988

En los cuatro cuadros adjuntos se ofrece un panorama bastante completo de lo que ha sido el comercio exterior de España a lo largo de los últimos ocho años. Los valores recogidos en estos cuadros están expresados en pesetas corrientes de cada año, y las características principales que se observan son éstas:

— Durante el período 1981-1985 las exportaciones de mercancías crecieron a una tasa media anual acumulativa del 21,4 %, en términos nominales. Como

(1) La clasificación actual empieza en el año 1981 y desde entonces se dispone de series mensuales provisionales y anuales, con datos definitivos.

1. Comercio exterior por grupo de productos

	m.m.				Tasas de variación			
	1981	1985	1988	ENE-ABR 1989	1985-81 (a)	1988-85 (a)	1988 (b)	ENE-ABR 1989 (b)
EXPORTACIONES TOTALES	1.889,7	4.108,7	4.659,5	1.672,8	21,4	4,3	10,6	11,9
ENERGETICAS	93,4	362,3	210,9	74,5	40,3	-16,5	-16,4	24,8
NO ENERGETICAS (c)	1.796,3	3.746,4	4.448,6	1.598,3	20,2	5,9	12,4	11,3
Bienes de consumo	639,5	1.370,6	1.732,3	613,0	21,0	8,1	5,6	9,1
Alimentos	261,8	461,3	605,1	200,3	15,2	9,5	3,4	3,5
No duraderos	184,9	413,4	460,1	137,6	22,3	3,6	3,7	3,0
Duraderos	192,7	495,9	667,1	259,9	26,7	10,4	9,1	18,0
Automóviles	108,4	363,1	501,6	205,7	35,3	11,4	11,2	21,9
Bienes de capital	232,1	465,2	564,8	201,0	19,0	6,7	19,7	5,9
Maquinaria	157,6	300,5	345,6	126,8	17,5	4,8	6,6	23,0
Material de transporte	64,4	119,8	188,9	64,5	16,8	16,4	63,1	-16,0
Bienes intermedios	1.018,1	2.272,9	2.350,3	854,0	22,2	1,1	12,0	15,4
No energéticos	925,0	1.938,2	2.178,5	794,7	20,3	4,0	16,0	15,4
Productos no clasificados (d)	-	-	12,0	4,8	-	-	-	2,1
IMPORTACIONES TOTALES	2.976,0	5.114,7	6.989,4	2.722,2	14,5	11,0	15,5	25,2
ENERGETICAS	1.257,8	1.835,5	789,9	296,8	9,9	-24,5	-19,3	12,6
NO ENERGETICAS (c)	1.718,2	3.279,2	6.199,5	2.425,4	17,5	23,7	22,2	27,0
Bienes de consumo	286,9	474,2	1.420,3	535,0	13,4	44,1	30,8	32,0
Alimentos	99,7	168,2	413,4	152,1	14,0	35,0	18,4	28,3
No duraderos	88,4	121,8	338,2	128,7	8,3	40,6	34,1	35,4
Duraderos	98,7	184,2	668,6	252,1	16,6	53,7	38,1	32,6
Automóviles	30,5	64,3	371,6	149,8	20,5	79,4	46,2	27,4
Bienes de capital	268,7	582,1	1.472,1	546,7	21,3	36,2	30,1	26,8
Maquinaria	205,8	445,9	1.055,3	375,3	21,3	33,3	26,9	21,6
Material de transporte	19,0	42,0	258,1	104,8	21,9	83,2	77,1	43,8
Bienes intermedios	2.420,4	4.058,3	4.091,1	1.639,1	13,8	0,3	6,7	22,7
No energéticos	1.179,5	2.223,7	3.310,2	1.344,2	17,2	14,2	15,6	25,2
Productos no clasificados (d)	-	-	5,9	1,4	-	-	-	-6,7

(a) Tasa media anual acumulativa.

(b) Tasa con respecto al mismo período del año anterior.

(c) Estas cifras no coinciden con la suma de bienes de consumo, bienes de capital y bienes intermedios no energéticos, ya que dentro de los bienes de consumo no duraderos se encuentran determinados productos energéticos, por ejemplo, las gasolinas.

(d) Incluidos en el total no energético.

Fuente: DGA.

los precios de exportación aumentaron, también en promedio anual, el 12 %, aproximadamente, el ritmo anual de crecimiento real fue superior al 8 %. Durante estos años, el tipo de cambio nominal de la peseta frente al conjunto de monedas de países desarrollados se depreció a una tasa media anual del 6,6 % —un 14,2 % frente al dólar y un 4,5 % frente a las monedas de la CEE—; la demanda nacional estuvo muy deprimida y los mercados exteriores, que en los dos primeros años tuvieron un incremento muy moderado, se aceleraron después, en 1983 con la recuperación de la economía norteamericana y más tarde, en mayor o menor medida, con la del resto de países industrializados.

— En los tres años siguientes, entre 1985 y 1988, el ritmo de crecimiento nominal de exportación se

desaceleró notablemente, hasta situarse, en promedio anual, en el 4,3 %. Los precios de exportación también redujeron su tasa de avance —fue prácticamente nula en promedio anual—, dejando reducida la tasa de incremento real al 4,3 % mencionado. Durante estos tres años la peseta se apreció un 0,4 % de media anual —con una apreciación del 13,5 % anual frente al dólar y una depreciación del 1,5 % frente a las monedas comunitarias—; la economía española inició una fase de fuerte expansión de su demanda nacional y los mercados exteriores se aceleraron intensamente.

Es importante advertir que la evolución menos positiva de la exportación en el promedio de estos tres años, en relación con el período precedente, oculta comportamientos anuales muy dispares. Así, en

2. Comercio exterior por áreas económicas: exportaciones

		Valores en m.m. y %				Tasas de variación			
		1981	1985	1988	ENE-ABR 1989	1985-81 (a)	1988-85 (a)	1988 (b)	ENE-ABR 1989 (b)
TOTAL MUNDO		1.889,7	4.108,7	4.659,5	1.672,8	21,4	4,3	10,6	11,9
OCDE	m.m. y tasas % participación	1.121,6 59,4	2.871,9 69,9	3.769,8 80,9	1.368,9 81,8	26,5	9,5	12,9	12,1
CEE	m.m. y tasas % participación	863,4 45,7	2.139,2 52,1	3.055,9 65,6	1.132,6 67,7	25,5	12,6	14,0	12,1
Alemania	m.m. y tasas % participación	162,4 8,6	391,5 9,5	560,9 12,0	191,1 11,4	24,6	12,7	12,1	5,9
Francia	m.m. y tasas % participación	270,4 14,3	636,9 15,5	864,0 18,5	330,2 19,7	23,9	10,7	10,1	14,3
Italia	m.m. y tasas % participación	107,9 5,7	288,2 7,0	448,2 9,6	165,5 9,9	27,8	15,9	17,9	3,8
Reino Unido	m.m. y tasas % participación	129,6 6,9	348,5 8,5	455,4 9,8	169,5 10,1	28,1	9,3	14,4	18,9
Resto CEE	m.m. y tasas % participación	193,1 10,2	474,1 11,5	727,4 15,6	276,3 16,5	25,2	15,3	17,7	15,5
Estados Unidos	m.m. y tasas % participación	126,8 6,7	408,0 9,9	367,3 7,9	123,1 7,4	33,9	-3,4	7,3	19,2
Canadá	m.m. y tasas % participación	16,6 0,9	42,0 1,0	54,1 1,2	12,9 0,8	26,1	8,8	22,4	-4,4
Japón	m.m. y tasas % participación	30,0 1,6	53,5 1,3	55,0 1,2	21,0 1,3	15,6	0,9	18,8	41,9
Resto OCDE	m.m. y tasas % participación	84,8 4,5	229,2 5,6	237,4 5,1	79,3 4,7	28,2	1,2	5,7	1,2
OPEP	m.m. y tasas % participación	278,1 14,7	295,9 7,2	210,0 4,5	67,1 4,0	1,6	-10,8	10,9	-14,5
COMECON	m.m. y tasas % participación	89,0 4,7	172,9 4,2	84,2 1,8	29,1 1,7	18,1	-21,3	-6,9	29,3
RESTO AMERICA	m.m. y tasas % participación	146,6 7,8	157,4 3,8	123,5 2,6	46,4 2,8	1,8	-7,8	0,0	38,9
PAISES ASIATICOS INDUSTRIALIZADOS	m.m. y tasas % participación	12,8 0,7	35,7 0,9	63,8 1,4	21,1 1,3	29,2	21,4	52,3	19,2
RESTO DEL MUNDO	m.m. y tasas % participación	209,1 11,1	498,3 12,1	346,2 7,4	119,3 7,1	24,3	-11,4	4,2	8,5
PAISES Y ZONAS NO ESPECIFICADAS	m.m. y tasas % participación	32,5 1,7	76,6 1,9	62,1 1,3	20,9 1,3	23,9	-6,8	-35,3	65,9

(a) Tasa media anual acumulativa.

(b) Tasa con respecto al mismo período del año anterior.

Fuente: DGA.

1986, como consecuencia de la integración en la CEE y debido a los cambios introducidos en la imposición indirecta —con la desaparición de la desgravación fiscal a la exportación—, la evolución de la exportación de mercancías fue muy negativa, con una tasa de variación real del -5%. En los dos años posteriores la exportación fue recuperando su ritmo de crecimiento, para, en 1988, registrar un incremento real del 8,5%, similar al alcanzado en el promedio de la etapa anterior.

— En el primer período considerado se produjo un despegue notable en la exportación de productos energéticos —del 30% de media anual en términos reales—, debido a la importancia adquirida por el comercio energético en régimen de maquilas. En el período siguiente, la tasa de avance anual de este grupo de productos fue más moderada, del 18%. Las tasas correspondientes para las exportaciones no energéticas fueron del 6,5% y del 2,5%, respectivamente, en valores aproximados.

Para el resto de grupos de productos, y atendiendo exclusivamente a sus valores en términos nominales, se aprecia que la desaceleración de la exportación en el promedio del segundo período fue mucho menos intensa en las ventas de bienes de consumo duradero —y dentro de ellas en los automóviles— y en el grupo de bienes de capital relativo al material de transporte. El comportamiento mucho más positivo de estos grupos de productos se mantuvo en el año 1988, añadiéndose, de forma destacada, la exportación de productos intermedios no energéticos.

— Entre los años 1981 y 1988 se ha producido una fuerte concentración de la exportación española en el área de países de la OCDE, a costa de las zonas de países en desarrollo. Además, dentro de aquel área, durante el primer período considerado (1981-1985), aumentó la importancia relativa de la exportación tanto en el mercado de la CEE como en el de Estados Unidos, mientras que en el segundo (1985-1988), continuó este proceso de concentración en los países de la CEE pero no en Estados Unidos. Canadá, Japón y el resto de países de la OCDE, con una participación mucho menos relevante, mantuvieron una evolución más equilibrada. La fuerte apreciación de la peseta frente al dólar durante los años 1986 a 1988 ha debido de tener un papel importante en el retroceso de la exportación en el mercado de Estados Unidos, y también habrá resultado significativa en el hundimiento del comercio con los países en vías de desarrollo, a lo que habría que añadir, en este caso, las dificultades específicas de estas áreas.

En el mercado de países asiáticos industrializados, la exportación española fue ganando peso relativo, aunque su importancia continúa siendo muy reducida. Es destacable, igualmente, la pérdida registrada en el mercado de los países del COMECON.

Es importante insistir en la concentración de la exportación española en el mercado de la CEE, cuyos cuatro países económicamente más importantes obtuvieron, en el año 1988, el 50 % del total de nuestras ventas al exterior.

— En cuanto a las importaciones de mercancías, su tasa media acumulativa de crecimiento anual, durante los años 1981 a 1985, fue del 14,5 %, en valores nominales. Los precios de importación se incrementaron a un ritmo medio anual del 12 %, con lo que resultó una tasa en términos reales algo superior al 2 %. Ya se ha señalado la depreciación registrada durante este período por el tipo de cambio nominal de la peseta, así como la debilidad del crecimiento económico interior —el PIB real aumentó a una tasa media anual del 1,8 %—.

— En el segundo período, con pautas cambiarias y de crecimiento interior muy distintas —el PIB real se incrementó un 4,7 % en promedio anual—, la tasa media anual de incremento nominal de la importación fue del 11 %. Como la tasa de variación equivalente para los precios de importación fue del -7 %, el ritmo de aumento real se situó en el 19 %. El papel que en esta fortísima aceleración de la propensión a importar ha jugado la integración de la economía española en la CEE, con todo el proceso de apertura al exterior que trajo consigo, es suficientemente conocido.

— Por grupos de productos, las tasas de crecimiento real de la importación energética y no energética fueron éstas: en el primer período, los productos energéticos tuvieron un aumento prácticamente nulo y los no energéticos del 3,5 %, aproximadamente; en el segundo, las tasas respectivas fueron del 3 % y del 24 %, también en valores aproximados.

Un análisis más desagregado por grupos de productos muestra cómo la aceleración de la importación no energética, a partir del año 1986, fue particularmente intensa en los bienes de consumo y de equipo, y dentro de ambos en los bienes de consumo duradero —sobre todo automóviles— y en el material de transporte. La evolución más equilibrada de la importación de productos intermedios no energéticos en términos nominales resulta engañosa, ya que los deflatores de uno y otro período debieron ser muy distintos, dada la evolución del tipo de cambio. No obstante, el fuerte componente de inputs intermedios que precisa la exportación justifica un mayor dinamismo para este grupo de productos durante los años 1981 a 1985, y una menor aceleración, en términos reales, por tanto, durante los años posteriores.

— En el primer período analizado se produjo una ganancia relativa en la importación procedente de países de la CEE, mientras que retrocedía la de Estados Unidos, afectada por la fuerte apreciación del dólar. Los cambios que se observan en las importaciones de los países en desarrollo están justificados por la variación geográfica en la compra de productos energéticos, entre los países de la OPEP, los países americanos no pertenecientes a esta organización —Méjico— y algunos países encuadrados en el grupo del resto del mundo.

Durante los tres últimos años continuó el proceso de concentración de la importación en el área comunitaria, acentuado, además, por la fuerte caída experimentada en el precio del petróleo. Es de destacar que, pese a esta profunda alteración en el

3. Comercio exterior por áreas económicas: importaciones

		Valores en m.m. y %				Tasas de variación			
		1981	1985	1988	ENE-ABR 1989	1985-81 (a)	1988-85 (a)	1988 (b)	ENE-ABR 1989 (b)
TOTAL MUNDO		2.976,0	5.114,7	6.989,4	2.722,2	14,5	11,0	15,5	25,2
OCDE	m.m. y tasas	1.519,5	2.889,8	5.418,2	2.157,4	17,4	23,3	21,2	27,6
	% participación	51,1	56,5	77,5	79,3				
CEE	m.m. y tasas	875,1	1.870,1	3.969,2	1.535,6	20,9	28,5	20,3	23,6
	% participación	29,4	36,6	56,8	56,8				
Alemania	m.m. y tasas	241,6	538,1	1.130,1	428,6	22,2	28,1	16,1	19,7
	% participación	8,1	10,5	16,2	15,7				
Francia	m.m. y tasas	238,5	471,3	942,3	369,2	18,6	26,0	21,8	21,3
	% participación	8,0	9,2	13,5	13,6				
Italia	m.m. y tasas	118,5	233,0	673,7	290,5	18,4	42,5	26,4	36,5
	% participación	4,0	4,6	9,6	10,7				
Reino Unido	m.m. y tasas	132,9	329,9	497,7	166,9	25,5	14,7	17,2	12,8
	% participación	4,5	6,5	7,1	6,1				
Resto CEE	m.m. y tasas	143,5	297,8	725,4	280,4	20,0	34,6	21,9	28,3
	% participación	4,8	5,8	10,4	10,3				
Estados Unidos	m.m. y tasas	413,0	556,0	627,6	318,2	7,7	4,1	25,2	55,6
	% participación	13,9	10,9	9,0	11,7				
Canadá	m.m. y tasas	20,6	21,3	30,6	12,0	0,8	12,8	15,5	53,9
	% participación	0,7	0,4	0,4	0,4				
Japón	m.m. y tasas	79,5	174,0	358,9	126,5	21,6	27,3	32,3	25,0
	% participación	2,7	3,4	5,1	4,7				
Resto OCDE	m.m. y tasas	131,4	268,4	431,8	165,0	19,6	17,2	16,0	21,9
	% participación	4,4	5,2	6,2	6,1				
OPEP	m.m. y tasas	901,5	1.037,8	466,4	188,7	3,6	-23,4	-18,5	26,7
	% participación	30,3	20,3	6,7	6,9				
COMECON	m.m. y tasas	85,0	140,4	189,4	74,4	13,4	10,5	11,7	28,5
	% participación	2,9	2,7	2,7	2,7				
RESTO AMERICA	m.m. y tasas	288,1	518,5	355,6	103,4	15,8	-11,8	1,2	6,1
	% participación	9,7	10,1	5,1	3,8				
PAISES ASIATICOS INDUSTRIALIZADOS	m.m. y tasas	27,1	49,9	184,0	58,9	16,5	54,5	36,6	18,8
	% participación	0,9	1,0	2,6	2,2				
RESTO DEL MUNDO	m.m. y tasas	152,4	460,1	364,2	133,0	31,8	-7,5	20,2	13,2
	% participación	5,1	9,0	5,2	4,9				
PAISES Y ZONAS NO ESPECIFICADAS	m.m. y tasas	2,4	18,3	11,6	6,5	66,2	-14,1	-76,3	-42,5
	% participación	0,1	0,4	0,2	0,2				

(a) Tasa media anual acumulativa.

(b) Tasa con respecto al mismo período del año anterior.

Fuente: DGA.

precio relativo de la energía, continuó disminuyendo la importancia relativa de la importación procedente de Estados Unidos. Los países asiáticos industriales ganaron participación de forma notable, sin que se produjeran cambios significativos en el área del COMECON.

—Si se analizan los resultados del comercio exterior en los distintos países y áreas económicas, junto con su composición por grupos de productos, se ob-

serva cómo el patrón comercial español es muy distinto con los países industrializados y con los países en vías de desarrollo.

España exporta relativamente mucho más productos de consumo a los países de la OCDE —bienes duraderos a la CEE, especialmente automóviles, no duraderos a Estados Unidos y alimentos a Japón— y bienes de capital y productos intermedios no energéticos a los países en vías de desarrollo. Obsérvese

4. Comercio exterior por grupos de productos y áreas económicas

Porcentajes de participación

	OCDE				CEE				EE.UU				Japón			
	1981	1985	1988	ENE-ABR 1989	1981	1985	1988	ENE-ABR 1989	1981	1985	1988	ENE-ABR 1989	1981	1985	1988	ENE-ABR 1989
TOTAL EXPORTACIONES	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Energéticas	4,1	8,9	3,9	3,9	4,4	9,1	2,8	2,5	2,5	13,8	14,4	17,5	—	0,5	2,6	5,2
No energéticas	95,9	91,1	96,1	96,1	95,6	90,9	97,2	97,5	97,5	86,2	85,6	82,5	100,0	99,5	97,4	94,8
Bienes de consumo	42,3	40,5	41,1	41,1	42,7	38,9	40,3	40,9	41,3	49,1	46,6	41,6	54,7	52,7	47,6	48,1
Alimentos	18,2	13,6	14,2	13,4	17,5	12,7	13,6	13,1	14,9	13,1	13,1	10,2	45,7	40,0	30,0	29,5
No duraderos (a)	11,7	11,8	10,6	9,8	10,0	7,9	8,1	7,4	23,2	31,9	29,8	28,1	7,8	10,9	14,3	14,3
Duraderos	12,3	15,1	16,3	17,9	15,1	18,4	18,6	20,4	3,1	4,1	3,7	3,3	1,2	1,7	3,3	4,3
Bienes de capital	9,0	9,1	10,9	11,0	9,1	9,6	12,0	11,9	9,8	6,8	4,9	6,0	1,4	4,2	2,7	1,9
Maquinaria	7,3	7,1	7,0	7,0	7,3	7,3	7,4	7,4	8,2	5,4	3,9	4,1	1,1	2,7	2,4	1,0
Material transporte	1,4	1,4	3,3	3,4	1,4	1,8	4,0	3,9	1,1	0,3	—	0,9	—	—	—	—
Bienes intermedios no energéticos	44,7	42,3	45,1	45,0	43,8	42,5	45,1	44,9	46,4	35,6	42,7	44,6	43,8	42,6	46,9	44,3
TOTAL IMPORTACIONES	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Energéticas	6,6	7,0	2,3	1,9	4,7	5,7	2,0	1,3	11,9	12,1	5,6	3,4	2,2	0,5	0,2	0,0
No energéticas	93,4	93,0	97,7	98,1	95,3	94,3	98,0	98,7	88,1	87,9	94,4	96,6	97,8	99,5	99,8	100,0
Bienes de consumo	13,7	12,9	21,1	20,3	15,5	13,7	23,5	24,0	4,2	3,8	5,8	4,0	42,2	36,0	29,7	27,9
Alimentos	4,3	3,8	5,3	5,1	5,2	4,6	6,2	6,3	2,1	1,6	1,9	1,1	0,4	0,3	0,5	0,2
No duraderos (a)	3,8	3,4	4,7	4,7	4,7	3,8	5,2	5,4	1,4	1,2	2,0	1,9	8,5	7,7	6,2	5,4
Duraderos	5,6	5,7	11,1	10,5	5,6	5,2	12,1	12,3	0,7	1,0	1,9	1,0	33,2	27,9	23,0	22,1
Bienes de capital	17,4	19,5	25,7	24,0	18,3	19,4	23,8	22,4	14,2	17,4	30,1	25,6	26,3	31,5	39,0	37,6
Maquinaria	13,3	14,9	18,2	16,3	14,6	15,3	17,4	16,0	10,7	12,7	16,2	11,9	17,0	21,4	31,0	28,8
Material de transporte	1,2	1,4	4,7	4,8	1,1	1,4	4,0	3,6	1,0	1,2	10,5	10,9	2,1	2,2	1,8	1,9
Bienes intermedios no energéticos	62,7	60,7	51,0	53,8	61,8	61,2	50,8	52,4	69,6	66,6	58,4	67,0	29,3	32,0	31,0	34,5

(a) Incluye determinados productos energéticos.

Fuente: DGA.

4. Comercio exterior por grupos de productos y áreas económicas (Continuación)

Porcentajes de participación

	NIC Asiáticos				OPEP				COMECON				Resto de América				Resto del Mundo			
	1981	1985	1988	ENE-ABR 1989	1981	1985	1988	ENE-ABR 1989	1981	1985	1988	ENE-ABR 1989	1981	1985	1988	ENE-ABR 1989	1981	1985	1988	ENE-ABR 1989
TOTAL EXPORTACIONES	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Energéticas	0,0	0,4	0,5	0,0	5,4	8,1	6,7	5,0	0,6	3,7	2,7	0,0	0,7	2,1	0,8	2,0	4,6	4,6	4,8	4,5
No energéticas	100,0	99,6	99,5	100,0	94,6	91,9	93,3	95,0	99,4	96,3	97,3	100,0	99,3	97,9	99,2	98,0	95,4	95,4	95,2	95,5
Bienes de consumo	15,4	19,3	22,0	23,3	23,9	23,9	25,4	22,2	13,9	9,7	13,8	9,1	28,7	24,6	20,4	18,1	19,7	13,6	19,0	15,4
Alimentos	3,2	2,9	1,8	1,8	7,5	7,2	9,4	6,8	12,2	7,1	11,2	6,4	5,5	2,9	4,6	3,8	7,6	5,7	8,8	6,1
No duraderos (a)	9,9	10,6	7,5	7,7	10,1	10,9	11,8	12,0	1,3	1,5	2,1	2,3	6,4	7,8	6,5	6,4	6,3	4,2	5,7	4,3
Duraderos	2,2	5,7	12,7	13,8	6,3	5,8	4,2	3,4	0,4	1,1	0,5	0,4	16,8	13,9	9,3	7,9	5,8	3,7	4,5	4,9
Bienes de capital	8,9	13,9	6,8	9,4	12,6	12,9	16,0	10,2	13,1	15,3	22,1	26,3	31,1	27,3	27,1	30,5	17,9	18,3	17,9	16,8
Maquinaria	6,9	5,4	5,9	7,7	8,8	9,0	8,1	9,4	4,5	6,9	19,7	24,2	19,9	16,9	14,6	13,9	8,4	6,2	7,3	7,9
Material transporte	1,6	6,8	0,4	0,5	3,2	2,5	7,2	0,5	7,3	5,6	1,6	1,1	10,4	6,0	9,8	15,8	8,9	10,2	9,8	8,2
Bienes intermedios no energéticos	75,8	66,4	70,6	67,2	58,1	55,1	52,6	63,2	72,3	71,3	61,4	64,6	39,4	46,5	51,2	31,5	57,9	63,7	58,5	63,4
TOTAL IMPORTACIONES	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Energéticas	0,0	0,0	0,2	0,0	98,3	96,4	88,6	88,9	68,9	56,9	54,2	48,5	60,9	55,7	30,8	33,3	24,6	54,1	10,6	13,8
No energéticas	100,0	100,0	99,8	100,0	1,7	3,6	11,4	11,1	31,1	43,1	45,8	51,5	39,1	44,3	69,2	66,7	75,4	45,9	89,4	86,2
Bienes de consumo	75,6	56,2	48,2	44,0	-	0,1	1,3	1,3	22,2	12,0	10,3	13,4	6,1	4,5	16,0	18,1	14,2	6,9	27,0	26,1
Alimentos	8,2	5,4	3,5	3,3	-	0,1	0,8	0,7	4,8	9,2	6,0	4,1	5,7	4,1	13,5	15,6	7,7	4,2	13,3	11,1
No duraderos (a)	29,9	22,6	20,6	20,5	-	-	0,2	0,3	15,6	0,9	1,0	0,9	0,2	0,1	1,0	1,4	5,8	2,3	10,4	11,2
Duraderos	37,5	28,2	24,1	20,1	-	-	0,3	0,3	1,8	1,9	3,2	8,4	0,3	0,3	1,5	1,1	0,7	0,4	3,3	3,8
Bienes de capital	5,6	19,6	30,2	28,4	-	-	0,2	-	2,5	3,2	4,3	4,9	0,2	0,4	1,9	3,2	0,6	0,5	2,7	3,8
Maquinaria	3,4	17,0	27,1	25,6	-	-	0,2	-	2,1	2,6	2,8	3,8	0,1	0,3	1,7	2,8	0,4	0,3	1,9	2,0
Material transporte	-	-	0,4	0,2	-	-	-	-	0,3	0,2	0,7	0,3	-	-	0,2	-	-	-	0,3	1,2
Bienes intermedios no energéticos	18,8	24,2	21,4	27,4	1,7	3,5	9,8	9,7	21,1	27,9	31,2	33,0	32,8	39,4	51,1	45,2	60,6	38,5	59,7	56,1

(a) Incluye determinados productos energéticos.

Fuente: DGA.

que, de acuerdo con los criterios de clasificación utilizados, el grupo de bienes intermedios incluye prácticamente todo el comercio de productos energéticos, e incluso cuando se deducen éstos, sigue siendo el grupo de productos cuantitativamente más importante.

En cuanto a las importaciones, España adquiere sus bienes de equipo en el área de la OCDE, así como gran parte de sus compras de bienes de consumo duradero. En este apartado es también significativa la presencia de productos procedentes de los países asiáticos industrializados. En los mercados de países en desarrollo adquirimos materias primas y, de forma muy especial, productos energéticos. Es significativo también el aumento que se observa en la importación de bienes de consumo del grupo del resto del mundo.

3. EL COMERCIO EXTERIOR EN EL PRIMER CUATRIMESTRE DE 1989

El desarrollo del comercio exterior durante los cuatro primeros meses del año actual presenta unas pautas de comportamiento similares a las de los últimos años: un crecimiento aceptable de las exportaciones de mercancías, en línea con el que deben estar registrando los mercados exteriores, y un fortísimo incremento de las importaciones, incluso superior al alcanzado en el promedio del año 1988.

La tasa de crecimiento nominal del 11,9 %, registrada por las exportaciones de mercancías en el período enero-abril de 1989, en relación con los mismos meses del año anterior, debe ser, en términos reales, del orden del 8 %, algo inferior a la del promedio del año 1988. Se observa una cierta recuperación en las ventas de bienes de consumo, debida, sobre todo, a los automóviles, ya que la exportación de alimentos continúa muy deprimida. Se ha producido una fuerte desaceleración en la exportación de bienes de capital, por el hundimiento del grupo de material de transporte, mientras que los productos intermedios no energéticos son el grupo que, en su conjunto, muestra un mayor dinamismo.

Es notable la recuperación de la exportación a Estados Unidos, después de varios años de resultados negativos asociados a la apreciación del tipo de cambio de la peseta frente al dólar, y la desaceleración que se observa, por el contrario, en las ventas a Alemania e Italia. Como consecuencia de ello, aunque el peso relativo de la exportación al mercado de la CEE continúa aumentando, lo hace de forma mucho más moderada. Es positiva, finalmente, la recuperación que se está produciendo en la exporta-

ción dirigida a los países en vías de desarrollo, con la excepción de la OPEP.

En cuanto a las importaciones de bienes, las tasas de crecimiento nominal recogidas en los cuadros adjuntos para el primer cuatrimestre de 1989 suponen incrementos reales del 10,5 % para los productos energéticos y superiores al 25 % para los no energéticos. Obsérvese que el deflactor aplicado a la importación energética es muy bajo, ya que, aunque la apreciación que está registrando el dólar y el aumento del precio del petróleo hacen que se espere para el conjunto del año un incremento importante en el precio de la energía importada, éste no se ha hecho efectivo aún en los datos relativos a los cuatro primeros meses del año (cuando se comparan con los mismos meses del año anterior). El precio del barril de crudo importado en abril fue de 17 dólares. Todos los grupos de productos no energéticos están registrando incrementos muy elevados. Destacan las compras de material de transporte y la aceleración, en relación con el promedio del año pasado, de la tasa de crecimiento de los bienes intermedios no energéticos.

Por áreas geográficas, prácticamente sin excepción, todas las tasas de aumento son muy elevadas, aunque se puede destacar la de las compras en el mercado norteamericano, que, por segundo año consecutivo, están superando a las procedentes de la CEE. Las consecuencias de la apreciación de la peseta frente al dólar son, en este caso, evidentes.

Si las tendencias que se observan en el comercio exterior durante los cuatro primeros meses del año actual se extrapolan para el total del año, el deterioro que resulta para el déficit comercial es muy elevado. Pero, aun suponiendo, de forma muy optimista, que en el resto del año se mantienen los ritmos de crecimiento observados en las exportaciones de mercancías y que, por el contrario, se reducen notablemente los de las importaciones, el déficit comercial resultante para el año 1989 es del orden de los 26.000 millones de dólares, unos 6.000 millones más que en 1988.

16-VI-1989.

Información del Banco de España

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

Situación al día 31 de mayo 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	13,65	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>13,35</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	12,82	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	14,37	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	13,65	26,25	24,00	26,25	24,00
GENERAL	-	-	-	-	-
GUIPUZCOANO	13,65	27,41	25,75	(6,14)	(6,00)
HERRERO	13,92	27,44	25,00	27,44	25,00
HUELVA	-	-	-	-	-
IBERCORP	15,36	19,25	-	19,25	-
INTERNACIONAL DE COMERCIO	14,20	26,84	24,50	26,84	24,50
INVERSION	-	25,00	-	-	-
INVERSION HERRERO	13,92	27,44	25,00	27,44	25,00
INVERSIONES Y SERVICIOS FINANCIEROS	-	-	-	-	-

(Continuación) 2
Situación al día 31 de mayo de 1989

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
ISLAS CANARIAS	14,19	26,25	24,00	26,25	24,00
JEREZ	13,37	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>	13,33	27,00	24,97	27,18	24,91
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	13,65	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>	13,76	26,44	24,44	26,55	24,50
EXTRANJEROS					
ALGEMENE BANK	16,09	21,94	—	21,55	—
AMERICA	17,00	21,55	20,00	(4,00)	—

(Continuación) 3
Situación al día 31 de mayo 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	15,75	18,40	—	(4,00)	—
BARCLAYS BANK INTERNAT.	12,55	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	15,65	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	14,80	19,50	—	(5,00)	—
FIRST N. BANK OF CHICAGO	15,38	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	15,50	25,22	—	(2,00)	—
mitsui 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	16,00	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>	<i>14,91</i>	<i>23,50</i>	<i>22,24</i>	<i>23,37</i>	<i>21,85</i>
TOTAL					
<i>Media simple</i>	<i>13,91</i>	<i>25,81</i>	<i>24,23</i>	<i>26,44</i>	<i>24,48</i>
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 31 de mayo 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	21,00	-	(4,04)	-
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	(4,06)	(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	23,21	22,00	24,36	22,00
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	23,21	-	23,88	-
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	21,00	21,00	21,55	20,00
SEGORBE	13,21	21,55	-	21,55	-

(Continuación) 5
Situación al día 31 de mayo 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	22,09	20,95	22,52	20,83

(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»
10/89, de 30 de mayo	Entidades delegadas. Cuentas extranjeras en pesetas convertibles.	20 junio 1989
11/89, de 2 de junio	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Integración de los pagarés del Tesoro en el Sistema de Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado y modificación de la circular 20/87, de 9 de junio.	20 junio 1989

COMUNICACIONES VARIAS DEL BANCO DE ESPAÑA

COMUNICACIONES VARIAS	CONTENIDO
Instrucción de 30 de mayo de 1989 (Ref. Int. CV 5/89)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Bonos del Estado, emisión de 18 de febrero de 1989, subasta de junio.
Instrucción de 30 de mayo de 1989 (Ref. Int. CV 6/89)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Bonos del Estado, emisión de 18 de junio de 1989, subastas de junio y agosto.

MODIFICACION A LAS CIRCULARES PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	CONTENIDO	PUBLICACION EN EL «BOE»
16/86, de 2 de diciembre	Texto modificado de 28 de abril de 1989. Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Normas reguladoras del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero.	23 junio 1989

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES DE CREDITO

Variaciones producidas durante el mes de junio de 1989

Código	Nombre	Fecha	Concepto
BANCOS			
0189	THE INDUSTRIAL BANK OF JAPAN, LTD., SUC. ESPAÑA	02.06.89	Alta con domicilio social en Pza. Pablo Ruiz Picasso, s/n.-Madrid.
0094	BANCO HISPANO INDUSTRIAL, S.A.	06.06.89	Cambio de denominación social por BANCOVAL, S.A., y cambio de domicilio social a Alfonso XI, 6.-Madrid.
0189	THE INDUSTRIAL BANK OF JAPAN, LTD., SUC. ESPAÑA	13.06.89	Concesión de funciones delegadas en el Mercado de Divisas.
COOPERATIVAS DE CREDITO			
3029	CAJA DE CREDITO DE PETREL, S.C.C. LTD.	19.06.89	Cambio de denominación social por CAJA DE CREDITO DE PETREL, C.C. VALENCIANA.
OFICINAS DE REPRESENTACION DE BANCOS EXTRANJEROS			
1188	WESTDEUTSCHE LANDESBANK	07.06.89	Alta con domicilio social en Pza. Pablo Ruiz Picasso, s/n.-Madrid.
1189	THE INDUSTRIAL BANK OF JAPAN, LTD.	07.06.89	Alta con domicilio social en P.º de la Castellana, 51, 3.º-Madrid.
1190	CREDIT SUISSE ZURICH	08.06.89	Alta con domicilio social en Pza. de Colón, 2.-Madrid.
DEMÁS ENTIDADES DE CREDITO (Ley 26/1988)			
4364	IBERICA DE TASACIONES, S.A.	02.06.89	Alta con domicilio social en La Mar, 32.-Altea (Alicante).
4823	DELTA LEASING, S.A.	06.06.89	Cambio de domicilio social a P.º de la Habana, 33, 1.º-Madrid.
4752	B.K. LEASING, S.A.	07.06.89	Cambio de denominación social por BANKINTER LEASING, S.A.
4314	VALORACIONES, S.A.	08.06.89	Cambio de domicilio social a Potosí, 10, 1.º-F.-Madrid.
4780	BANLEASING, S.A.	19.06.89	Cambio de domicilio social a P.º Gral. Martínez Campos, 42.-Madrid.
9812	S.G.R. CASTILLA-LA MANCHA	20.06.89	Cambio de domicilio social a Alférez Provisional, 5, s-2.-Toledo.