

BANCO  
DE  
ESPAÑA

# boletín económico

septiembre 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.
- Ø Referido a datos anuales (1970 Ø) o trimestrales indica que éstos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que éstos son medias de los datos diarios de dichos periodos.
- \* Indica que la serie se refiere a datos desestacionalizados.
- m.m. Miles de millones de pesetas.
- p Puesta detrás de una fecha (enero (p)), indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente ésta es provisional.
- $M_1$  Oferta monetaria = Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
- $M_2$   $M_1$  + Depósitos de ahorro.
- $M_3$  Disponibilidades líquidas =  $M_2$  + Depósitos a plazo.
- ALP Activos líquidos en manos del público =  $M_3$  + OAL (otros activos líquidos en manos del público).
- $T_1^1$  Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie de datos mensuales  $\left[ \left( \frac{\text{Feb}}{\text{Ene}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$ . Centrada en el último mes considerado en su cálculo (febrero).
- $T_6^6$  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).
- $T_{12}^1$  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).
- $T_3^3$  Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales  $\left[ \left( \frac{\text{Feb}+\text{Mar}+\text{Abr}}{\text{Ene}+\text{Feb}+\text{Mar}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$ . Centrada en el último mes considerado en su cálculo (abril).
- $T_3^3$  Tasa intertrimestral de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales  $\left[ \left( \frac{\text{Abr}+\text{May}+\text{Jun}}{\text{Ene}+\text{Feb}+\text{Mar}} \right)^4 - 1 \right] \cdot 100$ . Centrada en el último mes considerado en su cálculo (junio).
- $T_6^6$  Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles semestrales  $\left[ \left( \frac{\text{Feb}+\text{Mar}+\text{Abr}+\text{May}+\text{Jun}+\text{Jul}}{\text{Ene}+\text{Feb}+\text{Mar}+\text{Abr}+\text{May}+\text{Jun}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$ . Centrada en el último mes considerado en su cálculo (julio).
- $T_{12}^{12}$  Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles anuales  $\left[ \left( \frac{\text{Ene}_t + \dots + \text{Dic}_t}{\text{Dic}_{t-1} + \text{Ene}_t + \dots + \text{Nov}_t} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$ . Centrada en el último mes considerado en su cálculo (diciembre).
- $T_{12}^{12}$  Tasa interanual de variación de una serie mensual formada por medias móviles anuales  $\left[ \frac{\text{Ene}_t + \dots + \text{Dic}_t}{\text{Ene}_{t-1} + \dots + \text{Dic}_{t-1}} - 1 \right] \cdot 100$ . Centrada en el último mes considerado en su cálculo (diciembre).

## ADVERTENCIAS

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

# Indice

	<u>Página</u>
La economía española en la Unión Monetaria Europea. Conferencia del Gobernador del Banco de España en la XXII Reunión Internacional Bancaria	5
Evolución monetaria	9
Las series de ALP y de crédito interno a familias y empresas, ampliadas con transferencias de activos	17
El mercado de divisas en España: volumen y composición	23
La ponderación de la peseta en el ECU	31
Información del Banco de España	37
Tipos de interés activos libres declarados por bancos, cajas de ahorro y entidades oficiales de crédito. Situación a 31 de julio de 1989	38
Tipos de interés activos libres declarados por bancos, cajas de ahorro y entidades oficiales de crédito. Situación a 31 de agosto de 1989	43
Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España	48
Registros oficiales de entidades. Variaciones producidas durante el mes de agosto de 1989	49
Registros oficiales de entidades. Variaciones producidas durante el mes de septiembre de 1989	50
Publicaciones recientes del Banco de España	51
Indicadores económicos	53
Artículos y publicaciones del Banco de España	101



# La economía española en la Unión Monetaria Europea

## Conferencia del Gobernador del Banco de España en la XXII Reunión Internacional Bancaria

El año pasado, en este mismo foro, terminaba mi presentación sobre las perspectivas de la economía española señalando la influencia determinante que sobre ella ejercerían la evolución económica de la Comunidad Europea y los avances que se pudieran registrar en la creación del Mercado Unico Europeo.

Desde entonces, se han producido dos hitos, que podríamos calificar de históricos, y que no pueden sino reforzar ese condicionamiento que ya apuntaba hace un año. Me refiero, cronológicamente, a la adhesión de España al Sistema Monetario Europeo (SME) y al acuerdo alcanzado en el Consejo Europeo de Madrid sobre la Unión Económica y Monetaria.

\* \* \*

Quisiera comenzar mi intervención de hoy por el primero de ambos hechos, es decir, por la inclusión de la peseta en el mecanismo de cambios del SME. Creo que, en general, la decisión ha sido considerada en los medios económicos como un paso muy positivo, que dará estabilidad a la política económica. Es normal, sin embargo, que una decisión de este calado provoque ciertas críticas, si bien éstas no han sido muy claras y sí, frecuentemente, contradictorias. En algunos casos se ha criticado la decisión por la limitación que suponía a la apreciación de la peseta; en otros, en cambio, se ha subrayado la permanente sobrevaloración de nuestra divisa que la pertenencia al Sistema podría conllevar.

A mi modo de ver, la decisión fue plenamente coherente con dos objetivos básicos de la política económica española: primero, con el objetivo de reducción de la inflación; segundo, con la necesidad de estabilización del mercado de cambios de la peseta.

En contra de lo que se ha dicho, la entrada en el SME era aconsejable precisamente porque se habían generado tensiones y expectativas inflacionistas; y convenía, pues, lanzar al país un mensaje rotundo y claro de la firme decisión del Gobierno de seguir una política antiinflacionista.

Que la estabilidad no es necesariamente un requisito previo a la participación en el SME, lo demuestran las experiencias francesa e italiana dentro del Sistema. En ambos casos, la pertenencia al mismo ha actuado de acicate al mantenimiento de políticas reductoras de la inflación en países que partían de niveles más elevados que los registrados en la República Federal. Incluso el Sistema ha obligado en algunos casos a mucho más. Recuérdese si no a Francia, donde la decisión, en marzo de 1982, de permanecer en el SME, supuso un giro completo en la orientación de la política económica del entonces gobierno socialista francés. Por lo tanto, me

atrevería a decir que, en ausencia de inflación en los países europeos, el SME sería una institución prescindible. O dicho en otros términos, son los países con mayor tendencia a la inflación los que necesitan del SME, no aquellos que en cualquier caso han conseguido mantener la estabilidad de precios.

Ahora bien, es evidente que el SME por sí solo no otorga credibilidad, sino que ésta se conquista por la acción diaria de la política económica. Y por supuesto, las autoridades españolas no han pretendido luchar contra la inflación a base de mensajes. Ya en los meses anteriores a la entrada se habían tomado medidas importantes, especialmente de política monetaria. Y la entrada en el SME suponía que dichas medidas habrían de reforzarse, tanto en el ámbito monetario como en el presupuestario.

De hecho así ha ocurrido. Además de las nuevas actuaciones del Banco de España para reducir el crecimiento del crédito, el Gobierno ha anunciado que el próximo Presupuesto colaborará en la tarea de contener el aumento de la demanda, aunque, por supuesto, en las circunstancias presentes, habrá que esperar a conocer el Presupuesto que el nuevo Gobierno, que surja de las próximas elecciones, envíe a las Cortes. No parece, pues, que las contradicciones señaladas entre, por una parte, la política económica y, por otra, nuestro ingreso en el SME, estuvieran justificadas.

Quedaría, sin embargo, otro tipo de crítica, según la cual el ingreso en el SME habría acentuado los problemas y dilemas que se plantean en el mercado de cambios: el SME incentivaría las entradas de capital extranjero y la liquidez interna, por la obligación de intervención que impone el límite superior de apreciación y por la existencia de un límite inferior en la banda de fluctuación que aseguraría de los posibles riesgos de depreciación. Este tipo de críticas olvidan, sin embargo, que estas condiciones ya tendían a producirse antes de nuestra entrada en el SME, y hubieran seguido produciéndose aunque hubiéramos permanecido fuera del mismo.

En primer lugar, una apreciación indefinida de la peseta no era en absoluto contemplable por sus consecuencias a medio plazo sobre nuestro tejido industrial. Luego, las intervenciones se hubieran producido igualmente fuera del SME. De hecho ya se producían; y, sin embargo, algunos criticaban la excesiva apreciación de la peseta o, lo que es lo mismo, pedían mayores volúmenes de intervención de los que entonces se registraban.

Pero es que también, aun fuera del SME, hubiera existido, de hecho, un límite a la posible depreciación de la peseta. Esto es algo que conocen perfectamente los mercados cambiarios. Fuera del SME, no hubiera po-

dido producirse en el corto plazo una depreciación de la peseta más allá de lo que permite actualmente el límite inferior de la banda fijada para la peseta en el Sistema. Cualquier depreciación mayor hubiera tenido que ser seguida, para evitar sus consecuencias inflacionistas, de una política monetaria muy restrictiva y de altos tipos de interés, lo que implica, en última instancia, apreciación de la divisa y la existencia de ese límite en el corto plazo que he señalado. Luego, también fuera del SME hubiera existido un relativo aseguramiento del riesgo de depreciación, y las entradas de capital se hubieran producido. Recuérdese si no la experiencia anterior a nuestro ingreso en el Sistema. En cambio, la entrada en el SME ha eliminado las entradas de capital que contaban con una posible apreciación.

En resumen, había razones muy poderosas a favor de la entrada en el SME; los acontecimientos posteriores, y muy especialmente la evolución del mercado de cambios, han confirmado el acierto de esa decisión.

\* \* \*

El segundo de los acontecimientos que, según señalaba anteriormente, se ha producido desde nuestra última reunión aquí en Estepona, es la decisión del Consejo Europeo de avanzar hacia la Unión Económica y Monetaria (UEM).

Ya en junio de 1988, el Consejo Europeo de Hannover había reiterado su deseo de realizar progresivamente la Unión Económica y Monetaria, de acuerdo con lo previsto en el Acta Única. En consecuencia, el Consejo Europeo de Hannover creó un Comité especial, presidido por Jacques Delors, Presidente de la Comisión, con el encargo de analizar y proponer pasos concretos para la consecución de dicha Unión. Las conclusiones del Comité habrían de ser debatidas en el Consejo Europeo de Madrid, en junio de 1989.

Es sabido que el Comité Delors diseñó un plan en tres fases para la construcción de la Unión Económica y Monetaria. Brevemente, la primera fase supondría, en el ámbito monetario: 1.º) la plena liberalización de los movimientos de capital, incluso los de carácter monetario; 2.º) la integración de todas las monedas comunitarias en el mecanismo de tipos de cambio del SME; y 3.º) la intensificación de la cooperación y de la coordinación de las políticas monetarias de los Estados miembros. Durante esta primera fase debería negociarse un nuevo Tratado, modificando el Tratado de Roma, que hiciera posible las transferencias de soberanía, por parte de los Estados miembros, necesarias a la consecución de la Unión Económica y Monetaria.

La segunda etapa sólo comenzaría una vez hubiera entrado en vigor el nuevo Tratado. En ella se crearían los órganos y la estructura básicos para la Unión. Ello se traduciría, en el ámbito monetario, en la instauración de un Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC). Sus funciones, en la formulación y aplicación de una política monetaria común, se irían desarrollando de forma paulatina. Durante esta etapa, la tarea clave del SEBC sería lograr la transición desde la coordinación de las políticas monetarias nacionales independientes, que caracteriza la primera etapa, hasta la formulación e implantación de una política monetaria común por parte del propio SEBC, hecho que caracterizaría la tercera fase. Esta última se inauguraría con la fijación irreversible de los tipos de cambio y la plena operatividad del SEBC en la definición de la política monetaria común. El paso a una moneda única en esta tercera fase consumaría la realización de la Unión Monetaria.

Es sabido que el Consejo Europeo de Madrid, aun reiterando la voluntad de construir la Unión Económica y Monetaria manifestada ya en Hannover, no ha llegado a suscribir plenamente las conclusiones del Comité Delors. No ha habido unanimidad en aceptar que el proceso en tres etapas recomendado fuera la única vía posible hacia la Unión. Pero las diferencias se refieren a las etapas últimas, porque sí se han producido, por el contrario, dos decisiones en Madrid: la primera, sobre la iniciación, en julio de 1990, de la primera fase recomendada por el Comité Delors; la segunda, sobre la realización de los trabajos preparatorios necesarios a la convocatoria de una Conferencia Internacional para la revisión del Tratado, según la recomendación del Comité Delors.

Este Acuerdo, por supuesto, no es sino un compromiso —muy importante en sí, ya que permite un avance— que no allana, sin embargo, definitivamente el camino hacia la Unión Monetaria por las diferencias subsistentes entre los países miembros. En estos momentos cabe distinguir tres posiciones: una claramente opuesta, por ser contraria a las transferencias de soberanía política que la Unión requiere; una segunda que, aun favorable al objetivo de la Unión, se muestra preocupada por el ritmo de avance, temiendo que se precipite el proceso; y finalmente aquella que, por el contrario, teme un retroceso en el proceso de unificación europea debido a las tensiones que pueda provocar un avance demasiado lento.

No me preocupan las diferencias entre estas dos últimas posiciones. Siempre será posible un compromiso entre ambas, y el ritmo de avance que resulte del mismo probablemente sea el más adecuado. Sí es más preocupante, sin embargo, la oposición del Reino Unido, que aduce cuestiones de soberanía y plantea problemas formales de transferencia de la misma

desde los parlamentos nacionales a los órganos comunitarios.

Las cuestiones de soberanía nacional, o mejor dicho la soberanía de los parlamentos nacionales, se plantean de manera más nítida en materia presupuestaria. Por ello, a la vista de cómo ha transcurrido el debate sobre el Informe del Comité Delors, creo que los miembros del Comité cometimos un error al insistir tanto en el Informe sobre la necesidad de progresar de forma paralela en la coordinación monetaria y en la coordinación presupuestaria. En efecto, la eventual coordinación presupuestaria, y los problemas de soberanía que suscita, han brindado argumentos a los opositores del proyecto de Unión Monetaria.

Si se quiere, ésta ha sido la consecuencia indeseada de una insistencia que, de hecho, obedecía a un propósito muy distinto. A los miembros del Comité nos preocupaba en realidad dejar constancia de que el avance hacia la Unión Monetaria supondría, en la práctica, una reducción muy importante de los márgenes de autonomía de las políticas nacionales. Pero, sobre todo, intentábamos dar seguridades a aquellos que temían fenómenos tipo «Ciudad de Nueva York» o deuda latinoamericana, es decir, situaciones en las que los mercados financieros, confiados por el propio proceso de Unión Monetaria, no penalizaran suficientemente el coste de endeudamiento de los Estados miembros, previniendo así la aparición de desviaciones peligrosas en la evolución de los déficit nacionales.

Ninguno de estos dos problemas era, sin embargo, inmediato. Me refiero a la primera, e incluso a la segunda fase, que son perfectamente practicables sin la necesidad de un mecanismo de coordinación presupuestaria tan exigente como el que se precisa en el ámbito monetario. A pesar de ello, y quizás, como ya he dicho, por un error de cálculo nuestro, se han exagerado las implicaciones de la coordinación presupuestaria, muchas veces para ocultar una oposición de raíz a la Unión Económica y Monetaria.

Es éste un punto que me interesa precisar especialmente. Es falso, o por lo menos no enteramente cierto, que el proceso de Unión Monetaria deba necesariamente equivaler a una cesión absoluta de soberanía, es decir, a la unificación política. Creo posible una infinidad de estadios intermedios. Incluso ignoramos en cuál de estos estadios el proceso de Unión Monetaria que se ha iniciado desembocará.

Acudiendo a la historia, por ejemplo, se puede constatar que los diferentes Estados alemanes pudieron dar, y de hecho dieron, pasos muy importantes hacia su Unión Monetaria que precedieron a la unificación polí-

tica alemana, en el camino de 40 años desde el acuerdo del Zollverein de 1834 a la creación del Reichsbank y de la moneda única en 1875. En esa ocasión, la fijación permanente de los tipos de cambio entre los diferentes Estados pudo realizarse muy tempranamente en el proceso. Lo esencial, para el éxito de ese empeño, fue que muy pronto se pudo despolitizar el control de la oferta monetaria.

También existen diferencias, aunque menos virulentas porque las cuestiones y argumentos de soberanía están necesariamente más diluidos, en la discusión ya iniciada sobre las formas de coordinación monetaria. Este asunto será debatido en la reunión de Ministros de Finanzas y de Gobernadores que ha de celebrarse esta misma semana en Antibes, Francia.

La coordinación monetaria, mientras no se decida pasar a la segunda fase, consistirá fundamentalmente en una potenciación del Comité de Gobernadores. Mediante la revisión de la decisión comunitaria de 1964, por la cual se constituyó dicho Comité, habrán de ampliarse ahora sus funciones y reforzarse la independencia de sus miembros en el ejercicio de dichas funciones. Como mínimo, en la primera fase, el Comité habrá de ser consultado previamente a la adopción de decisiones nacionales sobre el curso de la política monetaria, tales como la fijación de los objetivos anuales de crecimiento de los agregados monetarios. Y por supuesto, para reforzar dicho poder de consulta, habrá de facultarse al Comité para emitir opiniones sobre la orientación de la política monetaria y sobre medidas monetarias concretas adoptadas por los respectivos Estados miembros.

\* \* \*

Desearía terminar mi intervención analizando la manera en que España debe enfrentarse a este proceso de unificación económica y monetaria, que considero irreversible, salvo que se produzca un cambio radical en la evolución de los asuntos europeos. En otros términos, ¿cómo debería acomodarse España al nuevo marco que supone el proceso de Unión Monetaria y aprovechar todo el potencial de desarrollo de su economía?

La primera condición, y la más importante para que la economía española obtenga todos los frutos posibles del proceso de unificación monetaria, es la estabilidad de precios. En efecto, la Unión Monetaria nacerá centrada en la estabilidad, porque, lógicamente, los países centrales de la futura unión, y muy especialmente Alemania, no estarán dispuestos a perder un átomo de su soberanía monetaria si previamente no se han asegurado que ello no pone en peligro el objetivo de estabilidad que con tanta decisión y con tan buenos

resultados han seguido durante cuatro décadas. El resto de los países no tendrá, pues, más remedio que seguir esa misma política.

¿Supone esto un «sacrificio» para la economía española? En mi opinión, no. Probablemente siempre ha sido falsa la disyuntiva que algunos han planteado entre crecimiento y estabilidad, pero en cualquier caso en estos momentos esa alternativa es un falso problema: una economía muy abierta, como lo es ya la economía española, no puede crecer de forma sostenida si no es dentro de un marco de estabilidad de precios. La experiencia de los países industrializados de principios de los años setenta me parece que es contundente en este sentido.

Es por ello que, ante el rebrote de las presiones inflacionistas que percibimos desde el verano de 1988, el Banco de España empezó en septiembre de ese año a orientar la política monetaria en un sentido restrictivo. La fuerza del auge inversor, el fuerte aumento de las rentas disponibles, las propias expectativas inflacionistas y ciertos problemas causados por la innovación financiera, han hecho que la subida en los tipos de interés y del coeficiente de caja no hayan tenido todo el efecto esperado, y sobre todo que hayan tardado más tiempo del deseable en afectar al crecimiento de las magnitudes monetarias.

Felizmente, sin embargo, las cifras del mes de julio, tanto del crecimiento de la masa monetaria definida en sentido muy amplio (ALP), como del crédito al sector privado, muestran una clara desaceleración con relación a los meses anteriores. En cualquier caso, para asegurar el «enfriamiento» de la economía y reducir así las presiones inflacionistas —que se están manifestando en las subidas de precios y en el déficit por cuenta corriente de la balanza de pagos—, el Banco de España pidió a mediados de julio a las entidades crediticias que contuvieran el crecimiento del crédito durante el resto del año. Aunque todavía es pronto para emitir un juicio, nuestra impresión es que la inmensa mayoría de las instituciones están dando unas grandes muestras de colaboración, reajustando sus planes de expansión crediticia. Yo confío, por tanto, en que las cifras de agosto y sobre todo las de septiembre confirmen el cambio de tendencia que se ha apuntado en julio.

Por supuesto, la tarea de reconducir el crecimiento del gasto nominal hacia niveles compatibles con la estabilidad no será una tarea fácil, pero sí ineludible en el proceso de integración europea. Por tanto, debemos poner todos los medios necesarios para llevarla a cabo con éxito y de esa forma asegurar la continuidad del crecimiento económico, la modernización de nuestra economía y la creación de nuevos puestos de trabajo.

Estepona, 5 de septiembre de 1989.

# Evolución monetaria

Según datos provisionales, los activos líquidos en manos del público crecieron un 27,5 % y un 17,4 % en los meses de julio y agosto, respectivamente. Sin embargo, estas tasas están fuertemente distorsionadas por dos razones: el afloramiento en los balances bancarios de volúmenes muy importantes de transferencias de activos privados que no cumplían los requisitos que la circular 13/1989 del Banco de España establece para este tipo de operaciones, y los cambios en los calendarios de recaudación de la cuota diferencial del IRPF y del Impuesto de Sociedades.

Para tener una idea más precisa de la evolución monetaria en los tres últimos meses, parece conveniente complementar la información que proporciona ALP con otro agregado constituido por ALP más las transferencias de activos privados, que internaliza las modificaciones contables ocurridas tras la publicación de la mencionada circular, y al que se han aplicado unas estimaciones provisionales de los factores estacionales, para recoger el cambio señalado en los calendarios de impuestos (1). Según los datos que proporciona este nuevo agregado, la liquidez de la economía ha desacelerado su ritmo de crecimiento, siendo las tasas intermensuales 12,4 % y 10,3 %, en julio y agosto, respectivamente. Esta evolución sitúa su crecimiento, acumulado en los ocho primeros meses del año, en el 14,6 %.

La contribución de los títulos del Estado al crecimiento de ALP ha sido irregular a lo largo del verano, ya que ésta fue muy importante durante los meses de junio y agosto, registrando tasas de crecimiento del 34,7 % y 43,4 %, respectivamente, mientras que en julio este avance fue sólo del 13,1 %.

Dentro de la parte no computable de ALP destaca, asimismo, la fuerte aceleración que se ha producido en el efectivo en manos del público durante el mes de agosto (33,4 %), tras los bajos ritmos de crecimiento registrados en los dos meses anteriores. Esta aceleración pudiera estar relacionada con la búsqueda del anonimato fiscal por una parte de los fondos anteriormente depositados en transferencias de activos al amparo de la ausencia de retención a cuenta de sus rendimientos.

En relación a los depósitos en la banca privada y en las cajas de ahorro, hay que señalar que las cifras que se presentan en el cuadro 1 no recogen la corrección de los factores estacionales correspondientes, por el efecto que han tenido las modificaciones en el

---

(1) En el artículo siguiente de este boletín se explica la construcción de este nuevo agregado, así como la necesidad de su utilización para analizar, correctamente, la evolución monetaria.

## 1. Agregados monetarios (Ø) (\*)

	Saldos m.m.	Variación intermensual (T <sub>1</sub> ) %			Variación acumulada desde DIC de 1988 %		
		1989			1989		
		AGO (p)	JUN	JUL (p)	AGO (p)	JUN	JUL (p)
<b>Activos líquidos en manos del público (ALP)</b>	<b>39.718</b>	<b>23,1</b>	<b>27,5</b>	<b>17,4</b>	<b>14,6</b>	<b>16,3</b>	<b>16,5</b>
Disponibilidades líquidas (M <sub>3</sub> )	28.499	14,6	25,0	3,3	10,8	12,7	11,5
<i>Efectivo</i>	3.512	9,7	12,3	33,4	21,4	20,0	21,6
<i>Depósitos de la banca</i>	12.423	20,2	30,4	-3,9	11,3	13,8	11,4
<i>Depósitos de las cajas</i>	11.189	11,7	23,8	2,6	8,5	10,5	9,5
<i>Otros depósitos (a)</i>	1.375	2,7	19,5	10,8	1,0	3,5	4,4
Otros activos líquidos	11.005	34,7	13,1	43,4	27,9	25,7	27,8
<i>Títulos públicos (b)</i>	8.346	71,2	17,6	57,0	53,5	47,8	48,9
<i>Otros activos (c)</i>	2.660	-32,6	0,6	8,2	-19,7	-17,0	-14,2
<b>PRO MEMORIA:</b>							
Activos líquidos en manos del público, ampliados con transferencias de activos privados (d)	40.367	18,2	12,4	10,3	15,7	15,2	14,6

(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.

(d) El ajuste estacional de este agregado se ha realizado a partir de los factores estacionales de ALP corregidos del efecto por el cambio en el calendario de recaudación del IRPF y del impuesto de sociedades, de acuerdo con una estimación provisional.

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

calendario de recaudación de algunos impuestos, por lo que no es posible extraer conclusiones sobre su evolución.

El resto de activos líquidos computables (que aparecen recogidos en la rúbrica «Otros activos», en el cuadro 1) ha registrado una inflexión en su evolución en el mes de julio, como resultado de la transformación en participaciones de activo de muchas operaciones de transferencias que no cumplían los requisitos exigidos por la circular 13/1989 del Banco de España.

A la hora de valorar las tasas de crecimiento que ha registrado el crédito interno a empresas y familias sucede igual que con ALP, ya que la evolución en estos últimos meses está distorsionada por el afloramiento en el activo de los balances bancarios de aquellos créditos que se habían dado de baja incorrectamente, al contabilizarlos como transferencias de activos. Por ello, se ha procedido de igual modo que para ALP, añadiendo los datos sobre este tipo de operaciones a la serie de crédito interno a empresas

y familias (1). Este agregado de crédito interno ampliado con transferencias ha registrado unas tasas de crecimiento del 14,9 %, en julio, y 4,3 %, en agosto, reflejando la importante desaceleración que se ha producido en la financiación crediticia, tras la petición de colaboración a las entidades bancarias para que limitasen el crecimiento del crédito al sector privado.

La presión que las Administraciones Públicas ejercieron, durante junio y julio, como demandantes de fondos en los mercados financieros se fue moderando, notablemente, a lo largo del mes de agosto. Las razones que han motivado esta evolución han sido varias. En primer lugar, las diversas medidas de naturaleza fiscal que se adoptaron a lo largo de 1989 (anuncio de recortes en determinados gastos públicos, elevación del precio de los carburantes, adelanto en el pago del impuesto de sociedades, elevación en el tipo de las retenciones a cuenta de las

(1) Véase en el artículo siguiente una explicación sobre esta nueva serie.

## 2. Financiación a empresas y familias (a)

	Saldos en m.m.			Tasas de crecimiento %			Variación acumulada desde DIC de 1988 (%)		
	1989			1989			1989		
	JUN (p)	JUL (p)	AGO (p)	JUN (p)	JUL (p)	AGO (p)	JUN (p)	JUL (p)	AGO (p)
				$T_1$					
<b>Serie desestacionalizada</b>									
Crédito interno	32.545	33.606	33.704	36,1	47,0	3,5	21,8	25,1	22,2
Crédito interno más transferencias de activos privados (b)	33.684	34.078	34.198	28,5	14,9	4,3	22,1	21,0	18,8
				$T_{12}$					
<b>Series originales</b>									
Crédito interno	32.587	33.940	33.532	20,1	21,6	21,7			
Crédito	30.372	31.714	31.240	21,5	23,1	23,0			
<i>Banca</i>	18.003	19.126	18.654	21,6	23,6	23,4			
<i>Cajas</i>	8.801	9.010	9.008	26,0	29,2	28,9			
<i>Resto</i>	3.568	3.578	3.578	7,4	8,4	8,4			
Valores y mercados monetarios	2.215	2.226	2.292	4,4	3,6	6,7			

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

(b) El ajuste estacional de este agregado se ha realizado a partir de unos factores estacionales estimados para el mismo.

*Información adicional:* Indicadores económicos anexos, núms. 13 y 14. *Boletín Estadístico*, cuadros II-12 a II-15, III-12 a III-14, IV-7, VI-8 y IX-3.

rentas del capital e introducción de la retención a cuenta sobre los rendimientos de determinadas operaciones financieras) han contribuido a moderar, a partir de julio, las necesidades financieras del Estado. Ello ha permitido disminuir el volumen total previsto para el conjunto del año en una cuantía que reduce la cifra estimada del déficit público en relación al PIB hasta el 2,7 %, frente al 3 % previsto al comienzo de 1989.

Por otro lado, el retraso en el pago de la cuota diferencial del IRPF, que en años anteriores venía ocurriendo en los meses de junio y julio, ha producido un desfase temporal entre los gastos y los ingresos habituales y ha generado unas abultadas necesidades financieras durante estos meses, que tenían, sin embargo, un carácter transitorio.

Paralelamente, a lo largo del mes de agosto ha cambiado significativamente la cobertura de las necesidades financieras del Estado. La abundante emisión de títulos públicos en este período ha permitido reducir el recurso al Banco de España en una cuantía importante, habiéndose situado éste, a finales de dicho mes, en cifras negativas.

La diferente situación del mercado de la peseta en los meses de julio y agosto ha determinado un grado de intervención del Banco de España muy distinto en cada uno de ellos. Sin embargo, la variación en la posición de las entidades delegadas ha tendido a compensar estas diferencias de tal manera que la contribución del sector exterior al crecimiento de la liquidez interna ha resultado moderadamente expansiva, tanto en julio como en agosto.

En julio, el Banco de España hubo de intervenir en el mercado de cambios en cantidades importantes, en un intento de mitigar las fuertes presiones hacia la apreciación que estaba registrando nuestra moneda en ese período. Así, a lo largo del mes, se acumularon reservas por valor de 1.687 millones de dólares, de los cuales 760 fueron adquiridos al sistema bancario. Sin embargo, en agosto, la ausencia de tensiones importantes que impulsasen al alza la cotización de la peseta determinó una práctica ausencia de intervenciones. Las compras netas de reservas fueron de 367 millones de dólares, siendo, en este mes, el sistema bancario el que aumentó su posición de contado en 513 millones de dólares.

### 3. Tipos de interés (Ø)

%

	Plazo d=día m=mes a=año	Medias mensuales				Medias decenales		
		1988	1989			AGO 1989		
		DIC	JUN	JUL	AGO	1.ª dec.	2.ª dec.	3.ª dec.
<b>BANCO DE ESPAÑA:</b>								
Préstamos de regulación monetaria	1 d.	12,4	13,8	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5
Intervención con deuda	7 d.	12,2	—	—	—	—	—	—
	3 m.	12,3	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8
<b>TESORO:</b>								
Subasta de pagarés	18 m.	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	—	5,5
Subasta de letras	12 m.	12,6	14,4	14,3	14,0	14,1	13,9	—
<b>INTERBANCARIO:</b>								
Depósitos	1 d.	12,4	14,4	15,1	15,1	15,1	15,2	15,1
	3 m.	13,6	14,9	15,5	15,3	15,3	15,4	15,3
	6 m.	13,8	15,0	15,5	15,2	15,2	15,2	15,0
Dobles con letras del Tesoro	3 m.	12,2	13,7	13,7	13,6	13,7	13,5	13,7
	6 m.	12,3	13,8	13,9	13,6	13,6	—	—
Dobles con pagarés del Tesoro	3 m.	5,3	5,0	5,3	5,0	4,6	5,2	5,0
	6 m.	5,3	5,2	5,1	4,5	4,5	—	—
Letras del Tesoro al vencimiento	12 m.	12,3	14,3	14,1	13,9	13,9	13,9	13,9
<b>BANCARIOS:</b>								
Depósitos de la banca	1-2 a.	9,0	9,8	9,6	...	...	...	...
Depósitos de las cajas	1-2 a.	9,1	9,6	9,6	...	...	...	...
Crédito de la banca residente								
<i>A interés fijo</i>	1-3 a.	15,0	16,3	16,2	...	...	...	...
<i>Preferencial</i>	3 m.	13,2	13,9	14,3	14,4	...	...	...
Cto. de la b. extranjera a int. vble.		13,7	15,9	16,6	...	...	...	...
Crédito de las cajas								
<i>A interés fijo</i>	1-3 a.	14,8	15,7	16,1	...	...	...	...
<i>Preferencial</i>	3 m.	12,5	12,7	12,9	13,0	...	...	...
<b>OTROS:</b>								
Deuda pública anotada	2 a. o más	12,8	13,8	13,8	13,7	...	...	...
Obligaciones eléctricas	2 a. o más	12,5	13,2	13,4	13,5	...	...	...

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

La política monetaria instrumentada en julio y agosto se ha caracterizado por una gran flexibilidad, contribuyendo, así, a mantener un clima de tranquilidad en los mercados monetarios. En el mercado interbancario de depósitos los tipos de interés registraron un ascenso en la primera decena de julio, después de que el Banco de España elevase el tipo marginal de la subasta de préstamos 0,75 puntos, hasta situarlo en el 14,5 %, y aumentase un punto el tramo no remunerado del coeficiente de caja. Posteriormente iniciaron un suave descenso, manteniéndose muy estables a lo largo del mes de agosto. El resultado final de estos dos meses ha sido una ligera subida de los tipos negociados hasta los tres meses y una pequeña caída de los correspondientes a plazos superiores. De esta forma, al finalizar agosto, la curva de rendimientos por plazos mostraba una pendiente suavemente positiva hasta los tres meses y negativa desde este plazo hasta un año. Hacia la mitad de septiembre se ha iniciado una nueva fase de descenso de tipos en este mercado, siendo más

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

%

	Medias mensuales			
	1988	1989		
	DIC	JUN	JUL	AGO
<b>EUROMERCADOS A 3 MESES:</b>				
Dólar	9,3	9,3	8,8	8,7
Franco suizo	4,9	7,2	7,0	7,0
Marco	5,3	6,8	6,8	6,9
Yen	4,5	5,3	5,4	5,3
Franco francés	8,4	8,9	9,0	8,9
Libra esterlina	13,1	14,1	13,8	13,8
ECU	8,0	9,0	9,1	9,3
<b>Media ponderada (a)</b>	<b>6,9</b>	<b>7,9</b>	<b>7,7</b>	<b>7,7</b>
<b>Diferencial medio (b)</b>	<b>6,6</b>	<b>7,0</b>	<b>7,8</b>	<b>7,6</b>

- (a) Media de los tipos de las siete 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.

pronunciado en los plazos más largos. Asimismo, la curva de rendimientos muestra ya un perfil invertido a partir del mes.

Esta evolución de la curva de rentabilidad por plazos se explica, en gran parte, por la entrada de la peseta en la disciplina cambiaria del SME y su posición cercana al límite superior de la banda del 6 %; por la serie de medidas restrictivas de política monetaria adoptadas a primeros de julio y, finalmente, por la mayor colaboración de la política fiscal manifestada en la serie de decisiones que en este área han ido adoptando las autoridades desde mayo. Todo ello ha contribuido a generalizar expectativas de descensos en los tipos de interés.

Esta situación en los mercados monetarios ha permitido al Tesoro disminuir el tipo marginal de la subasta de letras a un año. Entre julio y septiembre dicho tipo ha descendido 0,77 puntos, situándose en

la última emisión llevada a cabo el 15 de septiembre en el 13,55 %. Pese a este recorte en los tipos, las cantidades colocadas fuera del Banco de España han sido notables, 654 m.m. entre el 21 de julio y el 15 de septiembre frente a 321 m.m. de amortizaciones. Por el contrario, el Tesoro no ha modificado apenas los tipos de interés de los bonos y obligaciones del Estado, con el fin de facilitar el desplazamiento desde financiación a corto a financiación a más largo plazo. La propia expectativa de tipos de interés a la baja le ha permitido colocar una cifra neta de 640 m.m. desde primeros de julio hasta mediados de septiembre.

El mayor endurecimiento de la política monetaria llevado a cabo a comienzos del verano ha ido trasladándose a la mayoría de los tipos de las operaciones activas de las instituciones bancarias. Tanto los tipos preferenciales como los aplicados por las cajas de ahorro han registrado elevaciones en julio del orden

## 5. Tipos de cambio (Ø)

	Situación en AGO 1989	Variaciones (%) (a)					
		Mensuales			Mensuales acumuladas desde DIC 1988		
		1989			1989		
		JUN	JUL	AGO	JUN	JUL	AGO
<b>TIPOS DE CAMBIO NOMINALES:</b>							
Del dólar frente a:							
Marco	1,93	1,6	-4,4	1,6	12,8	7,8	9,6
Yen	141,21	4,2	-2,3	0,5	16,4	13,7	14,2
Países desarrollados (b) (c)	70,60	2,6	-3,2	0,8	10,8	7,2	8,1
De la peseta frente a:							
Dólar	120,53	-3,8	6,5	-1,2	-10,3	-4,5	-5,7
Franco suizo	72,64	-4,9	1,6	0,4	3,6	5,3	5,7
Marco	62,61	-2,3	1,8	0,4	1,2	3,0	3,4
Yen	85,36	0,2	4,0	-0,8	4,4	8,6	7,8
Libra esterlina	192,42	0,8	1,9	0,3	5,3	7,4	7,7
Franco francés	18,53	-2,0	1,8	-	0,5	2,3	2,3
CEE (b) (c)	101,27	-1,8	1,8	0,2	1,4	3,3	3,5
Países desarrollados (b) (c)	105,23	-2,1	2,8	-0,2	-0,4	2,3	2,1
Principales acreedores (d) (e)	107,83	-2,9	3,9	-0,4	-1,7	2,2	1,8
<b>TIPOS DE CAMBIO REALES (f):</b>							
De la peseta frente a:							
Dólar (d)	...	-3,5	8,0	...	-10,4	-3,3	...
CEE (b) (c)	...	-1,5	3,4	...	1,6	5,0	...
Países desarrollados (b) (c)	...	-1,8	4,3	...	-0,4	3,9	...

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

(b) Medias ponderadas por el comercio exterior.

(c) Índice base: Ø 1985=100.

(d) Índice base: Ø 1980/82=100.

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

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

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

de 0,2-0,7 puntos porcentuales, habiendo sido una excepción el comportamiento de los créditos de uno a tres años concedidos por la banca privada, en los que se ha producido un ligero descenso en los tipos medios aplicados a lo largo del mes. La información sobre tipos de interés preferenciales en agosto, la única disponible en el momento de escribir esta nota, confirma nuevas elevaciones en el coste de la financiación concedida por el sistema bancario.

El ascenso de los tipos de interés en los mercados nacionales, en julio, provocó un aumento en el diferencial medio con los tipos exteriores de 0,8 puntos, al coincidir con un período de estabilidad en la mayoría de los mercados internacionales, salvo en Estados Unidos, en donde los tipos de interés registraron un descenso. Durante el mes de agosto, la suave disminución de los tipos interiores, a partir del plazo de un mes, ha permitido reducir nuevamente el diferencial en dos décimas, según ha quedado recogido en el cuadro 4.

Esta evolución del diferencial de tipos con el exterior favoreció importantes entradas de capital que

condujeron a una apreciación de la peseta frente a todas las monedas en el mes de julio (cuadro 5). En esta evolución ha influido de forma importante la reducción en la prima de riesgo de los activos denominados en pesetas inherente a la limitación de la fluctuación del tipo de cambio, después de la incorporación de la peseta al Sistema Monetario Europeo. Como consecuencia de estos factores, el tipo de cambio efectivo nominal frente a la CEE se apreció un 1,8 %, y un 2,8 % frente a los países desarrollados.

La menor presión que sufrió la peseta en el mes de agosto determinó una evolución más sostenida en su cotización, que registró ligeras apreciaciones frente a las monedas de la Comunidad y una depreciación frente al yen y al dólar. El ligero descenso que registraron los diferenciales de tipos de interés entre España y el resto de países desarrollados contribuye a explicar esta estabilidad. Sin embargo, la ausencia de tensiones cabe atribuirlos, más bien, a la desaparición de expectativas alcistas en los tipos de interés internos a corto plazo, tras las medidas monetarias y fiscales adoptadas en julio, y a los propios

## 6. Intervención del Banco de España (Ø)

	AGO 1989	1989			AGO 1989		
		JUN	JUL	AGO	1.ª dec.	2.ª dec.	3.ª dec.
		Variaciones en m.m.					
<b>Activos de caja</b>	<b>4.843</b>	<b>62</b>	<b>361</b>	<b>78</b>	<b>5</b>	<b>-45</b>	<b>-6</b>
CONTRAPARTIDAS:							
<b>Circulación fiduciaria (b)</b>	<b>-3.983</b>	<b>-66</b>	<b>-249</b>	<b>-44</b>	<b>74</b>	<b>51</b>	<b>44</b>
<b>Otros factores</b>	<b>7.586</b>	<b>-235</b>	<b>381</b>	<b>-581</b>	<b>-674</b>	<b>-68</b>	<b>-204</b>
Sector exterior	5.417	12	167	141	68	16	11
Crédito al sector público	472	-246	31	-641	-505	-115	-83
Cartera de letras del Tesoro	1.575	38	124	-49	0	-44	-52
Otros fondos públicos	341	17	67	-25	-12	0	8
Cuentas diversas (b)	-219	-55	-7	-8	-225	75	-87
<b>Operaciones con las instituciones financieras</b>	<b>1.239</b>	<b>363</b>	<b>229</b>	<b>704</b>	<b>606</b>	<b>-28</b>	<b>155</b>
Préstamos de regulación monetaria (c)	1.570	-178	196	710	612	-45	164
Cesiones temporales de deuda (b)	-767	178	81	30	0	27	5
Otros	436	363	-48	-36	-6	-10	-15
		Niveles medios en porcentajes					
EXCEDENTES DE CAJA:							
Sistema bancario	...	0,054	0,047	0,044	0,057	0,031	0,046
Bancos	...	0,079	0,071	0,060	0,088	0,038	0,059
Cajas	...	0,027	0,021	0,026	0,023	0,023	0,032

(a) Son variaciones de las medias mensuales o decenales, según el calendario de cumplimiento del coeficiente de caja.

(b) Aumento (-).

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

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

elementos de resistencia del mercado al intento de superar el límite de fluctuación del 6 %, reflejo de la disciplina impuesta por las bandas del SME.

Teniendo en cuenta esta evolución del tipo de cambio efectivo nominal y las variaciones en el diferencial de inflación, se ha producido una depreciación del tipo de cambio efectivo real de nuestra moneda en junio, que se ha visto ampliamente compensada por la apreciación ocurrida en el mes de julio, frente a las diversas áreas económicas que se recogen en el cuadro 5.

Respecto a los factores de creación de activos de caja cabe señalar el fuerte aumento de la financiación concedida a las instituciones financieras en el mes de agosto, frente a una inyección de liquidez más moderada en los dos meses anteriores. Asimismo, es importante el descenso que se ha producido en la financiación concedida al sector público por el Banco de España, como consecuencia de los elevados volúmenes de títulos del Estado que han sido absorbidos por los mercados. Así, el conjunto de la cartera de títulos y créditos del Banco de España ha disminuido, en agosto, 715 m.m., en promedio.

En relación a los excedentes de caja, cabe señalar que éstos han vuelto, en el mes de agosto, a sus cotas habituales, en torno al 0,04 %, después de un par de meses en los que la incertidumbre respecto al curso futuro de la política monetaria hicieron aumentar su nivel, especialmente en el caso de la banca privada.

21-IX-1989.



# Las series de ALP y de crédito interno a familias y empresas, ampliadas con transferencias de activos

La complejidad que ha alcanzado el sistema financiero español favorece la frecuente aparición de nuevos instrumentos financieros que, al tiempo que desempeñan una función semejante a la de los ya existentes, presentan nuevas ventajas en relación al marco regulatorio y fiscal vigente. Estas innovaciones, que en algunos casos tienen un carácter meramente espurio, suelen provocar trasvases de fondos de cierta consideración entre unos y otros instrumentos, pudiendo producir notables distorsiones en la evolución de los distintos agregados monetarios y crediticios, destacando, por su especial incidencia sobre la política monetaria, los que repercuten sobre los ALP y el crédito interno.

Dentro de esta dinámica, las transferencias de activos bancarios han alcanzado un notable desarrollo en los últimos años. Estos instrumentos, que no forman parte de los ALP ni del conjunto de activos que configuran el crédito interno a las familias y las empresas, presentan, sin embargo, una relación muy próxima con ambos agregados.

Las transferencias de activos son participaciones mediante las cuales se instrumenta la venta de activos bancarios. Su creación se debe a que el activo bancario en cuestión no es directamente transmisible, o bien a la voluntad de segmentar su transmisión en cuotas o de agruparla en paquetes de activos. En este tipo de operaciones la venta del activo es íntegra, es decir, con todos sus riesgos y derechos, incluso los de defensa legal, y, en consecuencia, desaparece del balance bancario. Cualquier activo es susceptible, en principio, de transferencia, pero han sido los créditos, principalmente, y, en menor medida, los pagarés de empresa y la deuda pública los instrumentos más comúnmente vendidos mediante esta operatoria.

La transferencia de un crédito tiene, por tanto, su reflejo en una caída en los ritmos de crecimiento del crédito bancario y en un descenso en las tasas de expansión de las cuentas de pasivo que recogen la captación de recursos ajenos. En términos de las variables utilizadas en el esquema monetario vigente, los ritmos de crecimiento de ALP y del crédito interno a empresas y familias serán tanto menores cuanto más utilicen las instituciones bancarias estas prácticas.

Si la venta de un activo no es íntegra, es decir, si la entidad bancaria continúa, en alguna medida, vinculada a él, la legislación en vigor no permite darle de baja del activo del balance, debiendo recogerse la captación de fondos por esta operación en una cuenta de pasivo denominada «participación de activos», que entra en la definición de los pasivos computables y forma parte de ALP.

Hasta aquí, tanto las transferencias como las participaciones desempeñan, en principio, un papel semejante como instrumentos de inversión del ahorro financiero de las familias y las empresas. Sin embargo, el hecho de que las transferencias no estén sometidas a los coeficientes obligatorios ni, hasta fecha reciente, se practicara retención a cuenta del IRPF ni del Impuesto de Sociedades por sus rendimientos, en tanto que las participaciones soportaban ambos tipos de gravámenes, fomentó una mayor expansión de las primeras frente a las segundas. Así, mientras que los fondos instrumentados en transferencias de activos alcanzaban 1.204 m.m. en mayo de 1989, los correspondientes a las participaciones eran sólo de 274 m.m. (véase gráfico 1).

Aunque la circular del Banco de España 22/1987 regulaba los aspectos diferenciales de ambos tipos de operaciones, las ventajas señaladas en favor de las transferencias, en un período caracterizado por tipos de interés elevados, incremento de la presión fiscal y mayor persecución de las rentas y patrimonios ocultos, llevó a las entidades bancarias a contabilizar como «transferencias» muchas operaciones que no

suponían una enajenación completa de los activos transferidos, basándose en una interpretación laxa de la referida circular.

Estas prácticas habían repercutido en la evolución tanto de los ALP como en la del crédito interno a empresas y familias, minusvalorando el ritmo de crecimiento de ambos agregados en el último año y medio y distorsionando su perfil temporal. A efectos comparativos basta señalar que desde junio de 1988 a mayo de 1989 el aumento del saldo de transferencias de la banca privada —instituciones mucho más activas en estas operaciones que las cajas de ahorro— fue de 659 m.m., equivalente al 56 % de la expansión de los ALP emitidos por este tipo de entidades y al 26 % del crédito interno intermediado por ellas. Según diversas estimaciones, aproximadamente la mitad del saldo que alcanzaban las transferencias en mayo se referían a operaciones que conservaban algún tipo de riesgo para las entidades cedentes y que, por lo tanto, debían considerarse, según una interpretación estricta, como participaciones.

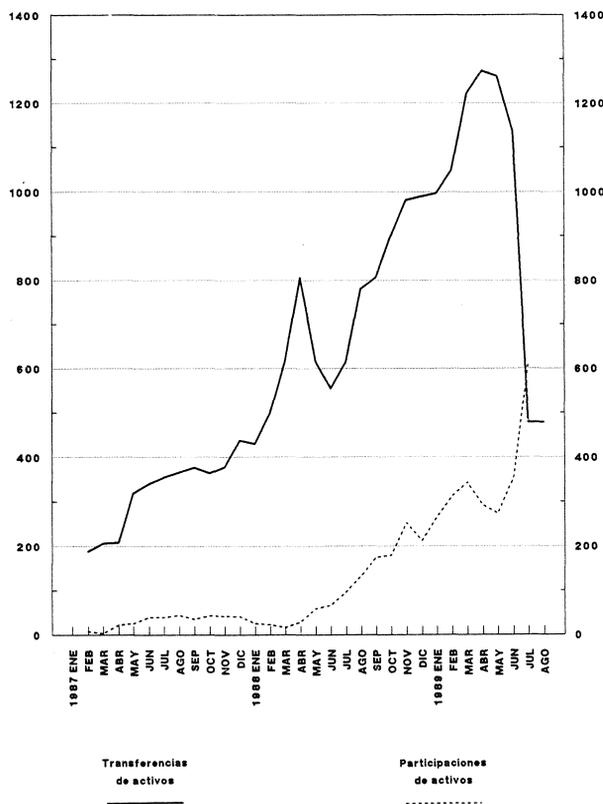
Estas distorsiones, que erosionaban el cumplimiento riguroso de la legislación sobre coeficientes bancarios, estaban agudizando, sensiblemente, las dificultades de diagnóstico y control de los agregados monetarios y crediticios en un contexto ya de por sí complicado por las continuas innovaciones financieras y las frecuentes reclasificaciones de cartera de activos financieros del público. Por ello, las autoridades monetarias decidieron, a primeros de julio, mediante la publicación de la circular del Banco de España 13/1989, hacer más precisas las características por las cuales las ventas de activos bancarios deben clasificarse como participaciones o transferencias y, al mismo tiempo, sometieron a retención a cuenta los rendimientos de estas últimas.

Esta nueva normativa, que trata de recuperar el cumplimiento estricto de la regulación vigente y el significado de los agregados de liquidez y de financiación interna del sector privado, ha provocado, en las fechas posteriores a su entrada en vigor, fuertes trasvases de recursos financieros desde transferencias de activos hacia componentes de ALP, por un lado, y hacia el crédito interno al sector privado, por otro. En consecuencia, ambos agregados han experimentado, en julio y agosto, un cambio de nivel considerable, de forma que las tasas de crecimiento calculadas para dichos meses incorporan un sesgo al alza muy importante.

Por ello, con el fin de obtener una idea más precisa de la evolución monetaria y crediticia, en la presente situación, es necesario completar la información que proporcionan los ALP y el crédito interno a familias y

### 1. Transferencias y participaciones de activos

(Banca privada y cajas de ahorro)



empresas con los datos de transferencias. Se han obtenido así los agregados ALP y crédito interno ampliados con las transferencias de activos que, al internalizar los trasvases antes señalados, presentan una trayectoria menos errática que los agregados habituales. En el cuadro 1 se presentan estas nuevas series desde febrero de 1987, mes en el que, por primera vez, las entidades bancarias informaron al Banco de España sobre las operaciones de transferencias. A continuación se exponen algunas cuestiones técnicas relacionadas con la estimación y construcción de las series ampliadas.

La base de datos de la serie de ALP es en un 95 % diaria, puesto que éstos se obtienen, en su mayor parte, de la declaración del coeficiente de caja de las entidades bancarias. Por tanto, la serie mensual de ALP está construida como media de los datos diarios del correspondiente mes. Por el contrario, la serie mensual de crédito interno se refiere al último día del mes, ya que se obtiene a partir de los balances mensuales de las entidades bancarias. Los datos de transferencias se reciben también mensualmente con el balance.

Según esto, construir la serie mensual de crédito interno ampliada con transferencias no presenta ninguna dificultad, ya que basta sumar ambos datos, que se refieren al último día del mes correspondiente. Sin embargo, elaborar la serie mensual de ALP, ampliada con transferencias, es algo más complicado, puesto que no resulta coherente sumar a una serie que representa la media de los datos diarios del mes un único dato de transferencias referido a un día concreto —el de cierre del mes—. Para tratar de paliar esta dificultad se ha procedido del siguiente modo:

— Hasta el mes de junio, inclusive, se ha añadido a la serie mensual de ALP la de transferencias obtenida como semisuma de datos fin de mes, que es el procedimiento habitual, en estos casos, de aproximación a la media de datos diarios.

— En julio y en agosto, meses en los que los trasvases hacia ALP han sido muy fuertes, la utilización del anterior procedimiento no parece adecuado puesto que, conforme las entidades bancarias han ido traspasando fondos desde transferencias hacia participaciones o a otras partidas del pasivo del balance incluidas, en su mayoría, en ALP, los saldos diarios de esta variable han ido incrementándose sustancialmente. Por tanto, resulta necesario construir una serie diaria de transferencias con un perfil complementario al observado en ALP. El procedimiento seguido para la elaboración de dicha serie ha sido el siguiente: se han identificado los crecimientos anormalmente altos de las series de ALP

—que, generalmente, han coincidido con el inicio de las decenas y se han concentrado en las participaciones y, en menor medida, en las cesiones temporales de activos— y se ha supuesto que provenían de transferencias. Al dato del cierre de junio de transferencias se ha restado estas alzas observadas en las series de ALP, consideradas anómalas, obteniéndose así una estimación de la serie diaria de transferencias para julio y agosto cuya media mensual es la que se ha sumado a ALP.

Obviamente, este procedimiento es una aproximación un tanto tosca a la realidad. Una construcción de la serie diaria de transferencias más atinada requeriría la obtención de todas las entidades bancarias del detalle pormenorizado de las transformaciones realizadas entre las distintas cuentas relacionadas con el cumplimiento de la circular 13/1989. Sin embargo, dada la transitoriedad del fenómeno, no se ha creído necesario adoptar una solución tan laboriosa, aunque no se descarta la posibilidad de revisar las series si se recibe información adicional que así lo aconseje.

Según antes se ha señalado, la elaboración de la serie de crédito interno a las familias y las empresas no presenta tanta dificultad como la de ALP. Sin embargo, el procedimiento descrito puede contener, asimismo, un margen de error si, como es probable, no todo el saldo de transferencias proviene de créditos o de pagarés de empresa de las carteras bancarias —que forman parte también del crédito interno—, sino que puede tener su origen en la venta de la nuda propiedad de títulos de deuda pública. En este caso, al sumar todo el saldo de transferencias al crédito interno a las familias y las empresas podría estarse sobrevalorando el crecimiento del agregado ampliado en el período en el que las transferencias registraron una fuerte expansión y minusvalorándolo en julio y agosto cuando han descendido considerablemente. No obstante, según la información recogida al respecto, el 90 %, aproximadamente, de los saldos de transferencias tienen su origen en partidas del crédito interno al sector privado, lo que llevaría a concluir que el error que puede estarse cometiendo por la imprecisión mencionada es pequeño.

La erraticidad registrada en las tasas de crecimiento de los ALP en estos últimos meses no proviene únicamente de la problemática en torno a las transferencias que acaba de exponerse. A ella hay que añadir la derivada de los cambios en los calendarios de recaudación de la cuota diferencial del IRPF y del impuesto de sociedades y, probablemente, las alteraciones provenientes de los trasvases de fondos hacia ALP desde seguros de prima única realizadas por compañías de seguros y no incluidas, por tanto, en ALP.

**1. Series de ALP y crédito interno a empresas y familias,  
ampliadas con las transferencias de activos**

m.m. y %

	ALP más transferencias de activos (a)					Crédito interno a empresas y familias más transferencias de activos (b)				
	Serie original	Serie desestacionalizada	T <sub>1</sub>	T <sub>2</sub>	Tasa s/DIC anterior	Serie original	Serie desestacionalizada	T <sub>1</sub>	T <sub>2</sub>	Tasa s/DIC anterior
<b>1987</b>										
FEB	28.975	29.060				22.738	22.816			
MAR	29.351	29.346	12,4			22.976	23.038	12,3		
ABR	29.750	29.691	15,1			23.263	23.288	13,8		
MAY	29.982	30.034	14,8	14,1		23.516	23.651	20,3	15,5	
JUN	30.254	30.356	13,6	14,5		23.906	23.877	12,1	15,4	
JUL	30.891	30.635	11,6	13,3		24.362	24.121	13,0	15,1	
AGO	31.222	31.220	25,5	16,8		24.245	24.372	13,2	12,8	
SEP	31.542	31.604	15,8	17,5		24.655	24.812	23,9	16,6	
OCT	31.995	32.049	18,3	19,8		25.108	25.171	18,8	18,6	
NOV	32.094	32.428	15,1	16,4		25.433	25.415	12,3	18,2	
DIC	32.882	32.724	11,5	14,9		26.153	25.787	19,1	16,7	
<b>1988</b>										
ENE	33.305	33.059	13,0	13,2	13,0	26.025	26.004	10,6	13,9	10,6
FEB	33.235	33.333	10,4	11,6	11,7	26.111	26.200	9,4	12,9	10,0
MAR	33.703	33.694	13,8	12,4	12,4	26.738	26.811	31,8	16,9	16,8
ABR	34.200	34.143	17,2	13,8	13,6	27.096	27.126	15,1	18,4	16,4
MAY	34.371	34.435	10,8	13,9	13,0	27.224	27.380	11,8	19,2	15,5
JUN	34.503	34.615	6,4	11,4	11,9	27.678	27.645	12,2	13,0	14,9
JUL	35.127	34.866	9,0	8,7	11,5	28.519	28.236	28,9	17,5	16,8
AGO	35.299	35.307	16,3	10,5	12,1	28.337	28.485	11,1	17,1	16,1
SEP	35.614	35.690	13,8	13,0	12,3	28.836	29.019	25,0	21,4	17,0
OCT	36.014	36.070	13,6	14,5	12,4	29.503	29.576	25,7	20,5	17,9
NOV	36.141	36.500	15,3	14,2	12,7	30.066	30.045	20,8	23,8	18,1
DIC	37.047	36.863	12,6	13,8	12,6	30.918	30.485	19,0	21,8	18,2
<b>1989</b>										
ENE	37.561	37.354	17,2	15,0	17,2	31.131	31.106	27,4	22,4	27,4
FEB	37.618	37.810	15,7	15,2	16,4	31.450	31.557	18,9	21,7	23,1
MAR	38.020	38.085	9,1	13,9	13,9	32.007	32.094	22,4	22,8	22,8
ABR	38.555	38.576	16,6	13,7	14,6	32.516	32.552	18,5	19,9	21,7
MAY	38.941	39.100	17,6	14,4	15,2	32.798	32.986	17,2	19,3	20,8
JUN (p)	39.545	39.649	18,2	17,5	15,7	33.724	33.683	28,6	21,4	22,1
JUL (p)	40.500	40.038	12,5	16,0	15,2	34.443	34.102	16,0	20,4	21,2
AGO (p)	40.467	40.367	10,3	13,6	14,6	34.034	34.212	4,0	15,6	18,9

(a) La serie desestacionalizada de ALP incorpora una corrección del efecto del cambio en el calendario de recaudación del IRPF y del impuesto de sociedades, de acuerdo con una estimación provisional.

(b) El ajuste estacional de este agregado se ha realizado a partir de factores estacionales estimados para el agregado de crédito interno a empresas y familias más transferencias de activos.

El diferimiento del pago de la cuota diferencial desde finales de junio hasta noviembre ha evitado la caída estacional de los depósitos bancarios en dicho mes, que en caso contrario se habría producido. Por otro lado, el adelanto del calendario del pago a cuenta del impuesto de sociedades ha incrementado, notablemente, los ingresos por impuestos en agosto, con repercusión asimismo sobre los ALP.

Los factores estacionales que se estiman para cada mes al comienzo del año tratan de corregir las series de los movimientos sistemáticos que se producen cada año. Por tanto, cualquier modificación, de cierta magnitud, en las pautas habituales de las series hace necesaria una revisión de dichos factores. Por ello, en la serie de ALP ampliada con transferencias, se han aplicado unos factores estacionales corregidos según una estimación provisional, realizada con la información sobre la recaudación de impuestos actualmente disponible, a la espera de que los datos más concretos permitan obtener una estimación más precisa de los cambios en la estacionalidad de las series.

Sobre los posibles trasvases hacia ALP desde operaciones de seguros de prima única no es posible realizar una valoración, ni siquiera aproximada, dada la carencia de datos al respecto. No obstante, cabe suponer que estos trasvases deben continuar produciéndose a tenor de la intensificación de la labor del Ministerio de Hacienda en la investigación del fraude fiscal que puede existir en torno a estas operaciones y de la aparición, a primeros de julio, de una regulación más precisa de este tipo de seguros, que implica la imposibilidad de invertir en esta clase de operaciones a plazo inferior a un año y la reducción de su atractivo para inversiones a medio plazo.

21-IX-1989.



# El mercado de divisas en España: volumen y composición

*Este artículo ha sido elaborado por José Luis Alzola Eléxpuru, del Departamento Internacional del Banco de España (1).*

## 1. INTRODUCCION

El mercado de divisas es aquel en el que se negocian instrumentos en monedas diferentes. Normalmente, los instrumentos intercambiados son depósitos bancarios. La función principal de este mercado es la de proporcionar la liquidez necesaria para la realización de los intercambios internacionales de bienes, de servicios y de activos financieros. Como parte del sistema de medios de pago, el mercado de divisas se desarrolla, fundamentalmente, a través de intermediarios financieros.

El proceso, iniciado en las últimas décadas y estimulado en los años recientes, hacia una mayor integración económica y financiera internacionales se ha traducido en un aumento del comercio mundial y, sobre todo, de los movimientos internacionales de capital. Ello ha supuesto también un incremento notable del volumen negociado en los mercados de divisas. Este artículo tiene como objeto presentar los resultados de un estudio realizado sobre el volumen y la composición del mercado de divisas en España. Dicho estudio se ha confeccionado, en coordinación con otros bancos centrales, en el marco de un proyecto más amplio destinado a estimar el volumen medio de negocio en los mercados de divisas de los principales países, así como su composición.

El mercado de divisas en España es, de acuerdo con el criterio elegido, aquel en el que se realizan las transacciones de compraventa de divisas por parte de los residentes españoles, bien sea entre sí o con no residentes. Las operaciones de toma y colocación de fondos en moneda extranjera por parte de los residentes españoles han sido expresamente excluidas del análisis.

### 1.1. Las fuentes de datos

Los datos utilizados en la elaboración del estudio han sido, básicamente, las informaciones enviadas mensualmente por las entidades delegadas al Banco de España sobre sus operaciones en divisas (2). La

(1) El autor desea agradecer la colaboración de Pedro García Lucio y de Alberto Ortega.

(2) La denominación de «entidades delegadas» se refiere a aquellos bancos, cajas de ahorro y otras entidades autorizadas por el Banco de España para la realización de operaciones en divisas. En la práctica, dicho concepto incluye a la casi totalidad de las entidades de depósito operantes en España.

obligatoria intermediación de una entidad delegada en la realización de la gran mayoría de los cobros y pagos exteriores por parte de los residentes en España, establecida por el vigente real decreto 2402/1980, sobre Régimen Jurídico de Control de Cambios, asegura que esta fuente estadística cubre la práctica totalidad de las transacciones que configuran el mercado de divisas en España.

Paralelamente, el Banco de España viene recogiendo, desde enero de 1989, datos mensuales sobre las operaciones en divisas intermediadas por un grupo amplio de los «brokers» que operan en nuestro mercado, con un detalle en algunos casos más preciso que el que se deriva de la información enviada por las entidades delegadas.

La conjunción de ambas fuentes estadísticas ha permitido obtener unos resultados suficientemente detallados y fiables sobre el volumen y la composición del mercado de divisas en España.

## 1.2. Características del estudio

El estudio se refiere al mes de abril de 1989, período que concuerda con el utilizado por otros bancos centrales participantes en el proyecto, y ha involucrado el manejo de la información procedente de 143 entidades delegadas y 15 «brokers», además de la procedente del propio Banco de España, en la medida en que actúa en el mercado con sus operaciones de intervención. Las transacciones que realiza el Banco de España por cuenta de sus clientes (sector público y otros bancos centrales, fundamentalmente) han sido, sin embargo, expresamente excluidas del volumen total del mercado.

Además de la estimación del volumen total del mercado, se ha abordado también la clasificación de dicho volumen con arreglo a tres criterios:

a) Por monedas: las transacciones se han dividido entre las realizadas en divisas contra pesetas y las realizadas en divisas contra divisas. En el caso de estas últimas, la información con que se cuenta es fragmentaria, si bien las estimaciones obtenidas han sido contrastadas de una manera informal con algunos participantes en el mercado.

b) Por tipos de transacción: las transacciones se han clasificado en contado (aquellas cuya fecha-valor es de dos días hábiles después de la contratación) (1)

y plazo (aquellas cuya fecha-valor es de más de dos días hábiles después de la contratación). Las transacciones en futuros y opciones representan todavía una parte insignificante del volumen total del mercado. Las transacciones a plazo se han clasificado a su vez en transacciones a plazo directas o «outright» (aquellas que consisten en la compra o venta simple de divisas para entrega a una fecha futura) y transacciones «swap» (aquellas que consisten en la compra o venta de divisas a plazo y su simultánea venta o compra al contado) (1). Las transacciones «swap» incluyen también las denominadas «forward/forward» (aquellas que consisten en la compra o venta de divisas a plazo y su simultánea venta o compra a un plazo diferente).

En el cálculo del volumen del mercado, las transacciones «swap» se computan como una sola operación, aun cuando conceptualmente se pueden descomponer en dos transacciones de importes similares: una operación de contado y otra de plazo directa (en el caso del «swap» estricto) o en dos operaciones de plazo directas (en el caso del «forward/forward»).

c) Por contrapartidas: las transacciones se han dividido entre las realizadas por las entidades delegadas con su clientela residente no bancaria, las realizadas con su clientela no residente (generalmente bancaria) y las realizadas entre las propias entidades delegadas.

## 2. RESULTADOS

### 2.1. Volumen del mercado

De acuerdo con los criterios mencionados en el epígrafe anterior, se calcula para el mes de abril de 1989 un volumen medio diario de 3.400 millones de dólares en transacciones de divisas contra pesetas. Esta cifra es similar a la observada para el primer trimestre de 1989 y es un 20 % superior, aproximadamente, a la correspondiente al conjunto de 1988. Además, se estima para el citado mes de abril de 1989 un volumen medio diario de 1.100 millones de dólares en transacciones de divisas contra divisas. La suma de ambos conceptos resulta en un volumen medio diario del mercado de divisas en España de 4.500 millones de dólares en el citado mes de abril de 1989.

Las cantidades estimadas en el párrafo anterior se expresan en términos netos, esto es, una vez reali-

(1) Las transacciones, menos frecuentes, con valor mismo día y con valor día hábil siguiente se consignan también en los resultados correspondientes al mercado de contado.

(1) Las transacciones denominadas «tom-next» (aquellos «swaps» cuya primera parte tiene valor día hábil siguiente y cuya segunda parte es una operación de contado) se consignan también en los resultados correspondientes al mercado de «swaps».

zados los ajustes necesarios para evitar la doble contabilización que se produce en aquellas transacciones realizadas entre dos entidades delegadas. Las transacciones realizadas entre una entidad delegada y un cliente residente no bancario, y entre una entidad delegada y un no residente no requieren ningún ajuste, puesto que se informan una sola vez.

## 2.2. Composición del mercado

### 2.2.1. Composición por monedas

De las transacciones de divisas contra pesetas, la mayor parte de ellas (65 %) se realizan en dólares, seguidas a gran distancia por las efectuadas en marcos alemanes (24 %). Las transacciones realizadas en otras divisas contra pesetas representan una parte pequeña del volumen total del mercado: francos franceses (4 %), libras esterlinas (2 %) y resto (5 %). Esta clasificación por monedas, correspondiente al mes de abril de 1989, es similar a la observada en períodos inmediatamente anteriores (gráfico 1). Sin embargo, tal como se describirá posteriormente, dicha clasificación se altera sustancialmente, según se trate del mercado de contado o del mercado de «swaps».

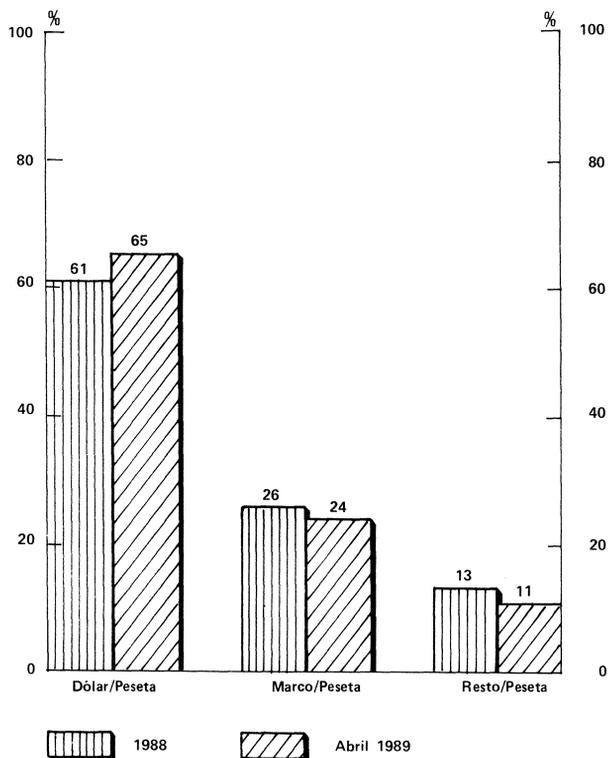
De las transacciones de divisas contra divisas, la mayor parte de ellas (se estima que el 75 %) se efectúan en dólares contra marcos. Ello significa que las transacciones entre estas dos monedas alcanzan un volumen similar a las transacciones de marcos contra pesetas, pero muy inferior al del mercado de dólares contra pesetas (gráfico 2). En el subepígrafe siguiente se hacen algunas observaciones sobre la interrelación entre estas tres monedas (dólar, marco y peseta) en el mercado español de divisas.

### 2.2.2. Composición por tipos de transacciones

En el período de referencia las transacciones de divisas contra pesetas se dividen por su instrumentación de la siguiente manera: contado (54 %), «swap» (41 %) y plazo directo (5 %). Esta distribución se aparta significativamente de la observada en períodos más amplios inmediatamente anteriores. Así, en abril de 1989 se recoge una participación menor del mercado de contado y mayor del mercado de «swap» que en el conjunto del año 1988. En este último año los mercados de contado y de «swaps» representaban el 68 % y el 28 %, respectivamente (gráfico 3). Esta discrepancia puede ser debida a la espe-

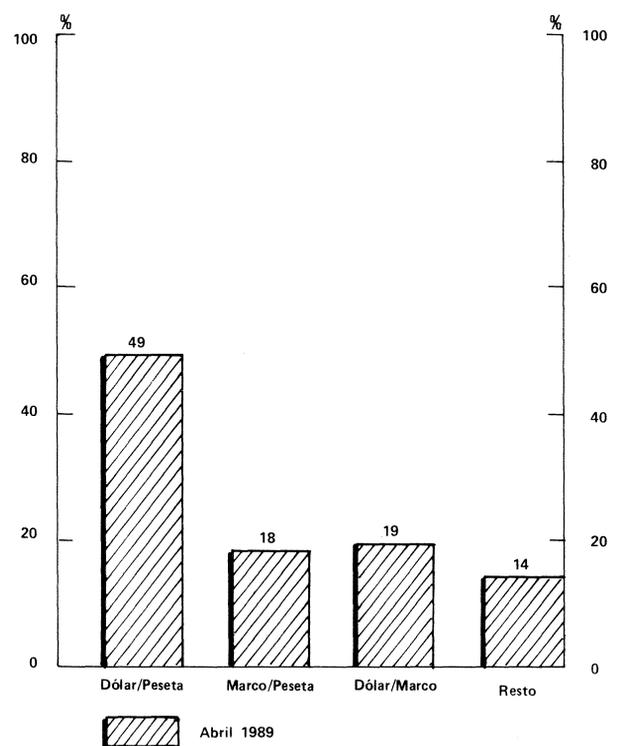
1. Mercado de divisas en España

(Transacciones de divisas contra pesetas)



2. Mercado de divisas en España

(Transacciones totales por monedas)



cial coyuntura por la que atravesaba el mercado español de divisas en abril de 1989 y que, a estos efectos, se caracterizó por:

- La reducida volatilidad del tipo de cambio de la peseta, que puede haber deprimido la participación del mercado de contado en el volumen total.
- La elevada actividad en el mercado de «swaps» por parte de los no residentes. Estos «swaps» se utilizaron, a comienzos del mes, como forma de rentabilizar sus inversiones en pesetas y, a finales del mismo, para operaciones de arbitraje entre los mercados monetarios interno y externo de la peseta, tras el acusado diferencial de intereses que se había generado entre ambos. Esta intensa actividad puede haber exagerado la participación de los «swaps» en el volumen total del mercado.

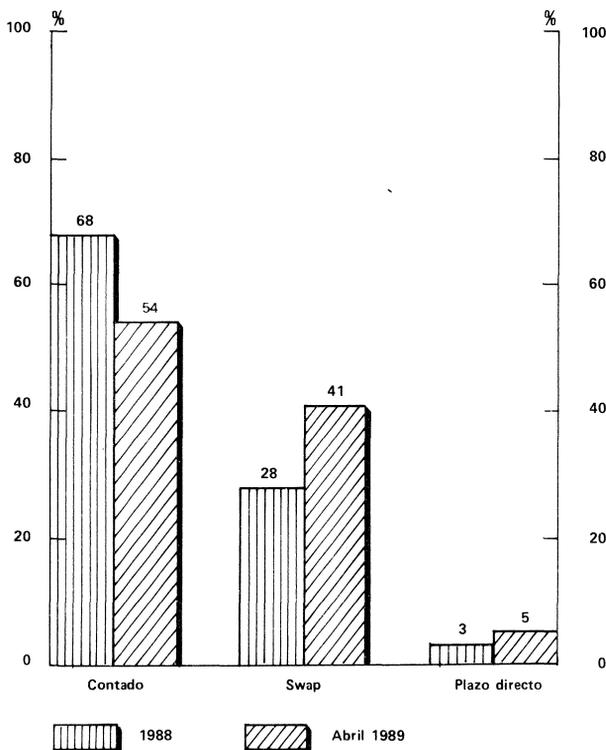
Por otro lado, es interesante observar que la distribución por monedas varía sustancialmente según el tipo de transacción de que se trate. Así, en el mercado de contado las transacciones en dólares representan un 39 % del total, mientras que las transacciones en marcos son un 43 %. Sin embargo, en el mercado de

«swaps» la práctica totalidad de las transacciones (97 %) se realiza en dólares. El hecho de que en el mercado de contado las transacciones en marcos lleguen a superar a las realizadas en dólares no es un fenómeno coyuntural (1), aunque sí de reciente aparición, y se debe, sin duda, al progresivo acercamiento, experimentado en los últimos años, de la política cambiaria del Banco de España al área de la CEE. Dentro de este área, el marco alemán es la moneda más representativa.

En lo que se refiere a las transacciones en divisas contra divisas, se estima que la gran mayoría (aproximadamente un 80 %) se realizan en el mercado de contado. Dentro de éste, como se ha señalado anteriormente, el grueso de las operaciones se efectúan en dólares contra marcos. Ello no sólo es debido a los fenómenos coyunturales mencionados anteriormente, sino que se relaciona con fenómenos más permanentes, derivados del hecho de que la actividad de los no residentes en el mercado de «swaps» se sigue realizando mayoritariamente en dólares, mientras que la moneda de referencia para la política cambiaria del Banco de España es el marco. Esta situación obliga a las entidades delegadas a realizar conversiones de una divisa a la otra y explica el elevado volumen de operaciones en el mercado del dólar-marco, comparado con el volumen del mercado marco-peseta.

### 3. Mercado de divisas en España

(Transacciones de divisas contra pesetas por tipos de operación)



### 2.2.3. Composición por contrapartidas

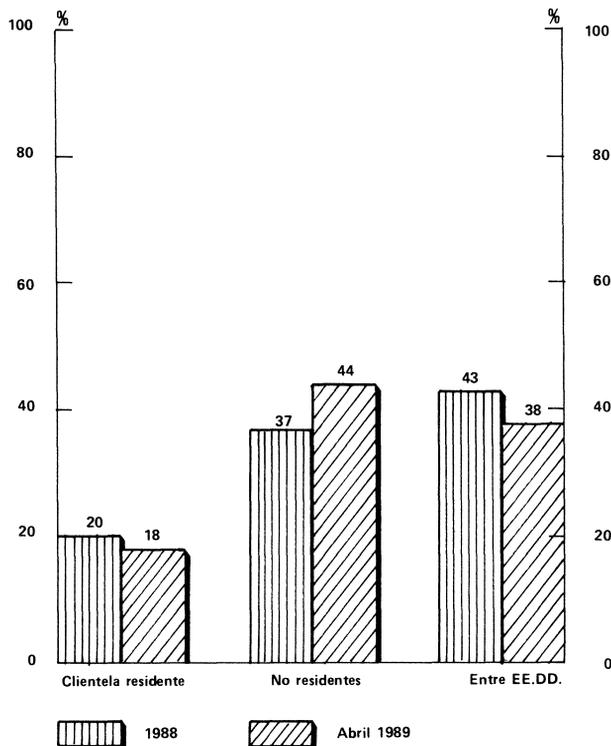
En el mes de abril de 1989 las transacciones en divisas contra pesetas efectuadas por las entidades delegadas se pueden clasificar por contrapartidas de la siguiente manera: con clientela residente no bancaria (18 %), con clientela no residente bancaria (44 %) y con otras entidades delegadas (38 %). En estas últimas se incluyen, por conveniencia, las transacciones entre una entidad delegada y el Banco de España, por las operaciones de intervención de éste en el mercado. Las transacciones con la clientela no residente no bancaria representan un porcentaje insignificante respecto al total.

La participación de las transacciones entre una entidad delegada y un cliente no residente bancario y entre dos entidades delegadas es algo diferente a la

(1) A mediados del mes de abril de 1989, el marco registró un episodio transitorio de apreciación frente al dólar, asociado a la aparición de rumores sobre la abolición en Alemania de la retención a cuenta del impuesto sobre los rendimientos del capital y a las subidas de los tipos de interés oficiales del Bundesbank el día 20. Ambos hechos pueden haber aumentado el volumen del mercado marco-peseta.

#### 4. Mercado de divisas en España

(Transacciones de divisas contra pesetas por contrapartidas)



observada en períodos anteriores. Así, para el conjunto del año 1988 esos porcentajes se sitúan en el 37 % y el 43 %, respectivamente (gráfico 4). Tal como se ha señalado anteriormente, la intensa actividad registrada por los no residentes en el mercado de «swaps» en el mes de abril de 1989 puede haber alterado la composición con los resultados descritos en el párrafo precedente.

En cualquier caso, se observa que el mercado de divisas es un mercado fundamentalmente interbancario (82 %, en abril de 1989), a pesar de que su función última es la de proporcionar la liquidez necesaria a los clientes finales de los intermediarios financieros. A este respecto es preciso hacer notar que, en la práctica, una operación entre una entidad delegada y su cliente final suele dar lugar a varias operaciones de cobertura entre entidades delegadas y que, además, éstas toman posiciones en divisas por cuenta propia para aprovecharse de las condiciones y movimientos del mercado.

En las transacciones de divisas contra divisas se calcula que un 80 % se realizan entre una entidad delegada y una entidad financiera no residente, y el resto entre dos entidades delegadas.

#### 3. EL MERCADO DE LOS «BROKERS»

Los «brokers» son entidades que actúan como intermediarios entre los demandantes y los oferentes del mercado de divisas. Los «brokers» no actúan por cuenta propia, sino únicamente para poner en contacto a dos participantes en el mercado y cerrar una transacción entre ellos.

En el mercado español de divisas, los «brokers» desarrollan su actividad únicamente en el mercado interbancario, esto es, entre entidades delegadas o entre una entidad delegada y una entidad financiera no residente. Por tanto, no intervienen en las relaciones entre las entidades delegadas y sus clientes finales no bancarios. Las entidades delegadas tienen la facultad, a la hora de iniciar una operación con otra entidad delegada o con una entidad financiera no residente, de contactar directamente con su posible contrapartida o de hacerlo a través de un «broker». En este último caso deberá pagar al intermediario una comisión, pero se garantiza la confidencialidad de la operación hasta el cierre de la misma, y, probablemente, se consigue una mayor celeridad en su conclusión.

En el mes de abril de 1989 el volumen de transacciones de divisas contra pesetas intermediado por los «brokers» representó el 43 % del volumen total del mercado. Si nos ceñimos al mercado interbancario, que constituye el potencial de mercado de los «brokers», dicha participación se eleva al 52 %. Ello significa, por tanto, que aproximadamente la mitad del volumen de las transacciones de divisas contra pesetas realizadas por las entidades delegadas con otras entidades financieras se canaliza a través de estos intermediarios.

Además, los «brokers» desarrollan actividades de intermediación de transacciones de divisas contra divisas entre entidades delegadas y entre una entidad delegada y un no residente, pero, al contrario que en el caso anterior, su participación en este mercado en abril de 1989 fue muy reducida. Los «brokers» realizan, además, actividades de intermediación entre entidades financieras no residentes, pero éstas no se incluyen en las cifras señaladas, puesto que las transacciones entre dos entidades no residentes no se consideran parte del mercado español de divisas, aunque sean operaciones contra pesetas.

La composición del volumen del mercado intermediado por los «brokers» por divisas, por tipos de transacción y por contrapartidas en las operaciones de divisas contra pesetas presenta algunas características propias, que es conveniente señalar:

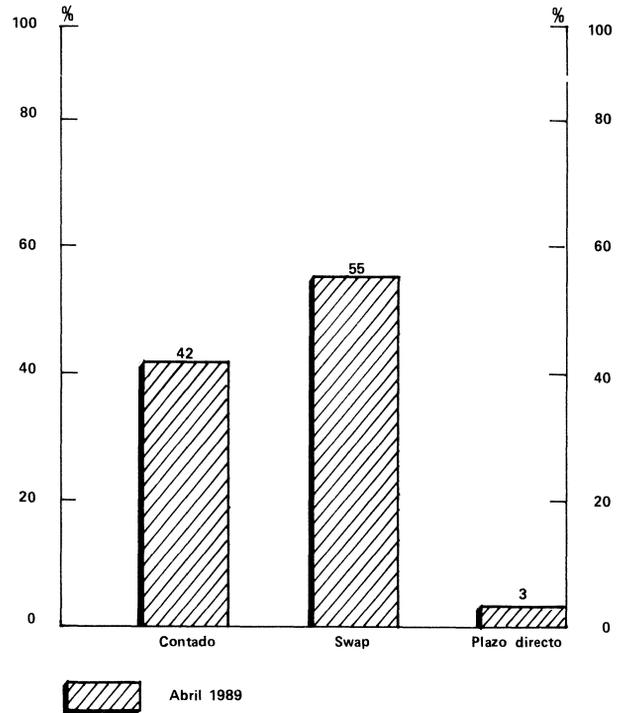
a) Por divisas, la distribución se concentra en el dólar (76 %), seguido a gran distancia por el marco (18 %) (gráfico 5). La mayor participación del dólar en las transacciones intermediadas por los «brokers» es una consecuencia de su mayor cuota de mercado en los «swaps» (57 %) que en el contado (33 %) y de la mayor importancia del dólar en el mercado de «swaps».

b) Por tipos de transacción, el mercado de contado representa el 42 % y el mercado de «swaps» representa el 55 % (gráfico 6). En el mercado de contado, las transacciones en dólares son un 51 % del total y las transacciones en marcos un 42 %. Sin embargo, y en consonancia con la tendencia del mercado en su conjunto, la participación del dólar en el mercado de «swaps» es del 99 %.

c) Por contrapartidas, se observa que el 61 % de las transacciones intermediadas por los «brokers» son entre entidades delegadas, y el resto (39 %) entre una entidad delegada y una entidad financiera no residente (gráfico 7). A tenor de los resultados correspondientes al conjunto del mercado, se desprende que las entidades delegadas tienen una mayor tendencia a realizar las operaciones con los bancos no

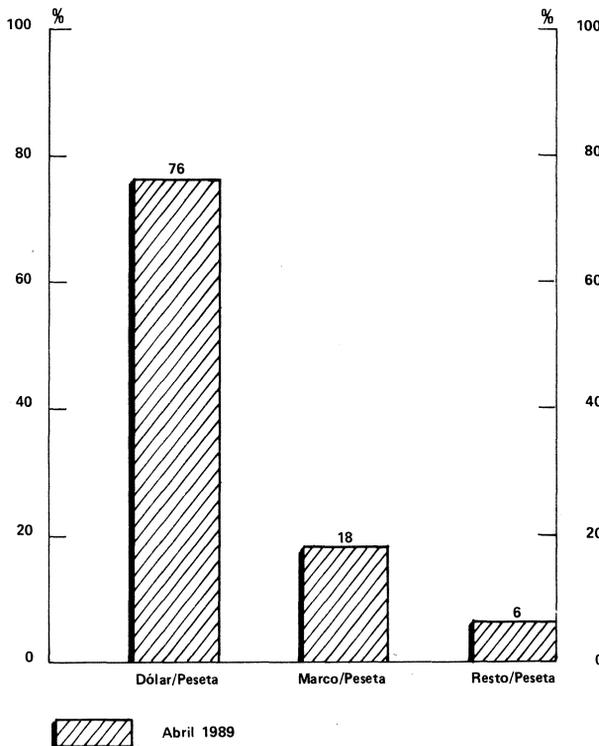
### 6. Mercado de los «brokers»

(Transacciones de divisas contra pesetas por tipos de operación)



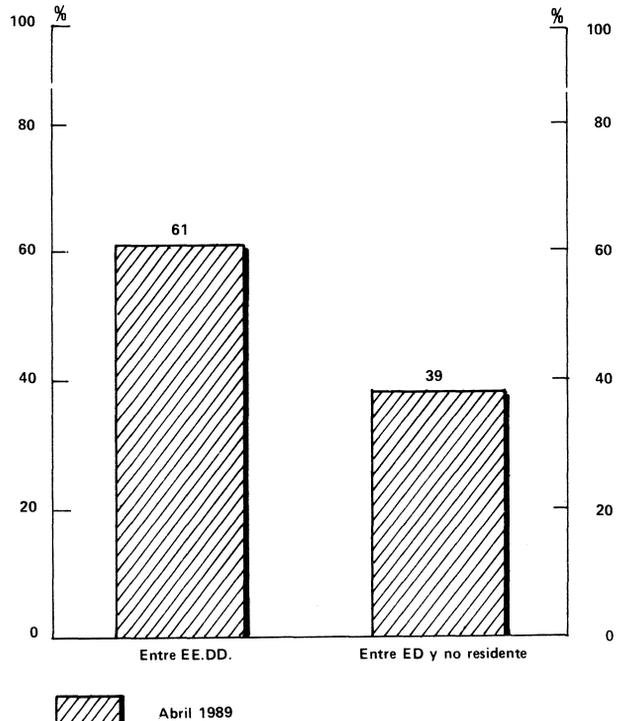
### 5. Mercado de los «brokers»

(Transacciones de divisas contra pesetas por monedas)



### 7. Mercado de los «brokers»

(Transacciones de divisas contra pesetas por contrapartidas)



residentes de una manera directa, mientras que canalizan más frecuentemente a través de los «brokers» las operaciones con otras entidades delegadas.

Por último, los datos proporcionados por los «brokers» permiten realizar una observación interesante sobre el tamaño medio de cada transacción. Así, en el mercado de contado el tamaño medio por operación es de 2,9 millones de dólares, mientras que en el mercado de «swaps» el tamaño medio se eleva a 7 millones de dólares. Dada la significativa participación de los «brokers» en el mercado interbancario, estos datos pueden generalizarse al conjunto de éste.

15-IX-1989.



# La ponderación de la peseta en el ECU

*Este artículo ha sido elaborado por María Luisa Leyva, del Servicio de Estudios.*

## 1. INTRODUCCION

Haciendo uso de la condición de España como miembro de la Comunidad Económica Europea, el gobierno español solicitó la inclusión de la peseta en el ECU. Esta se produjo el 21 de septiembre del presente año, fecha de la última revisión del ECU efectuada por el Consejo de las Comunidades Europeas. En este artículo se explicita el proceso que tiene lugar para la revisión del ECU y el establecimiento de las nuevas ponderaciones de todas las divisas integradas. Para ello, partiendo de la definición del ECU como cesta de monedas, se detalla el procedimiento seguido en el reexamen de 1979 y en la revisión quinquenal de 1984. Por último, se presenta la revisión del ECU realizada en septiembre de 1989, donde fue incorporada la peseta con una ponderación del 5,3 %.

## 2. COMPOSICION DEL ECU

En la actualidad, el ECU es una cesta de monedas formada por cantidades fijas de cada una de las monedas de los países miembros de la CEE. Las últimas incorporaciones han sido las de la dracma griega, la peseta y el escudo portugués, en consonancia a su adhesión más tardía a la Comunidad Europea. La dracma fue introducida el 17 de septiembre de 1984, y la peseta y el escudo el 21 de septiembre del presente año.

Las cantidades de cada una de las monedas que integran el ECU se obtienen a partir de las ponderaciones de cada divisa dentro del ECU, establecidas por el Consejo de las Comunidades Europeas, y de los tipos de cambio de cada divisa con respecto al ECU, mediante la fórmula siguiente:

$$X(i) = p(i) \times e(i),$$

donde  $X(i)$  es el número de unidades de una moneda  $i$  en el ECU,  $p(i)$  corresponde al peso porcentual o ponderación de dicha moneda en el ECU, y  $e(i)$  representa el tipo de cambio del ECU en términos de la moneda  $i$ .

Las distintas cantidades de cada moneda en el ECU, establecidas a partir de las ponderaciones decididas en el momento de la revisión, permanecen fijas hasta la fecha de la siguiente revisión. Esto, a su vez, implica necesariamente que las ponderaciones varíen en consonancia con la evolución de los tipos de cambio, aumentando o disminuyendo el peso re-

### 1. Cantidad de cada moneda en un ECU

	1979 (a)	1984 (b)	1989 (c)
Marco alemán	0,828	0,719	0,6242
Florín holandés	0,286	0,256	0,2198
Franco francés	1,150	1,310	1,3320
Lira italiana	109,000	140,000	151,8000
Franco bel./lux.	3,800	3,850	3,4310
Libra esterlina	0,0885	0,0878	0,08784
Libra irlandesa	0,00759	0,00871	0,008552
Corona danesa	0,217	0,219	0,1976
Dracma griega	—	1,150	1,4400
Peseta española	—	—	6,8850
Escudo portugués	—	—	1,3930

(a) Definida el 18 de diciembre de 1978 y vigente desde comienzos de 1979.

(b) Desde el 17 de septiembre de 1984.

(c) Desde el 21 de septiembre de 1989.

Fuente: Comisión de las Comunidades Europeas.

lativo de las monedas en el ECU, según éstas se aprecien o deprecien respecto al mismo.

En el cuadro 1 están recogidas las distintas cantidades de cada moneda en un ECU, vigentes a lo largo del tiempo, desde su instauración en 1979 hasta el momento presente, tras la revisión de septiembre de 1989. La forma de obtención de las cantidades establecidas en los distintos reajustes se expone en el apartado siguiente.

### 3. REVISIONES QUINQUENALES

En los textos fundacionales del Sistema Monetario Europeo (SME) quedó establecido que la composición del ECU debería estar sometida a revisiones periódicas, de manera que las ponderaciones oficiales de cada divisa dentro de la unidad de cuenta europea tomaran en consideración los cambios registrados en la situación económica de los países integrados y la evolución de los tipos de cambio de las distintas divisas comunitarias. Así, la composición del ECU debe revisarse cada cinco años o cuando, previa petición, la ponderación de cualquier divisa haya variado en un 25 % o más en relación con la establecida en la última revisión (1).

No obstante, en septiembre de 1979, seis meses después de la implantación del SME, tuvo lugar un reexamen del ECU, en consonancia con lo establecido en el reglamento de constitución (2). La primera

(1) El ECU se constituyó y definió originariamente a través del reglamento de la CEE n.º 3180/78, de 18 de diciembre de 1978.

(2) Se define como reexamen del ECU la revisión que no incorpora modificaciones en la composición del mismo.

revisión fue efectuada en septiembre de 1984, cuando fue incorporada la dracma griega al ECU, y la segunda y última se efectuó el 21 de septiembre de 1989, con la integración de la peseta y el escudo.

Las revisiones son realizadas por el Consejo de las Comunidades Europeas, por unanimidad, a propuesta de la Comisión y teniendo en cuenta la opinión del Comité Monetario y del Consejo de Administración del Fondo Europeo de Cooperación Monetaria. Los textos comunitarios establecen que las revisiones deben tomar como punto de referencia criterios económicos y no alterar la cotización del ECU en los mercados de cambios (1).

Las revisiones del ECU, al tiempo que permiten la incorporación de nuevas monedas, tratan de adaptar las ponderaciones oficiales a la evolución de indicadores económicos. En el proceso de revisión, el primer paso que se realiza es conseguir el acuerdo unánime de todos los miembros del Consejo de las Comunidades Europeas en cuanto a las ponderaciones a atribuir a cada moneda. Una vez acordadas las distintas ponderaciones, se calcula la cantidad de cada moneda en un ECU, a partir de los tipos de cambio de mercado, según la relación aritmética explicitada en el apartado anterior (2).

Por tanto, la dificultad reside en el establecimiento de las distintas ponderaciones, ya que los textos legales no precisan cuáles deben ser los criterios económicos a aplicar. En la práctica, el Consejo de las Comunidades Europeas toma como referencia un seguimiento más o menos aproximado de ciertos criterios económicos y financieros, que sirve de base para la definición de las ponderaciones oficiales definitivas.

Hasta el momento, los criterios económicos en los que se han basado las distintas revisiones del ECU han sido los siguientes:

- a) Participación del PIB nacional en el PIB comunitario.

(1) Ello no implica que, dada la evolución de los tipos de cambio, el valor del ECU tras la recomposición sea igual al valor alcanzado con su composición previa. La restricción impuesta solamente hace referencia al momento preciso en el que se realiza la revisión del ECU.

(2) En el momento de la revisión, las ponderaciones definitivas pueden diferir ligeramente de las acordadas previamente por el Consejo, debido a un problema de redondeo. En efecto, las cifras relativas a la cantidad de cada moneda en un ECU se redondean a cuatro dígitos significativos, por lo cual, para cumplir la restricción de mantener invariable el valor externo del ECU, puede ocurrir que sea necesario alterar las ponderaciones iniciales en una mínima cuantía.

- b) Participación nacional en el volumen de comercio intracomunitario.
- c) Participación nacional en el mecanismo de apoyo monetario a corto plazo de la Comunidad.

Por su parte, los criterios de índole financiera utilizados a la hora de decidir las ponderaciones han tenido como denominador común el deseo de conservar el carácter de moneda fuerte del ECU, y preservar al mismo de la inestabilidad cambiaria. Estos principios básicos se han traducido en la tendencia a otorgar ponderaciones por encima de lo indicado por los tres criterios económicos citados en el caso de las monedas fuertes, como el marco y el florín, y por debajo en el caso de las monedas no integradas en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo o que lo están con una banda de fluctuación amplia.

#### 4. EL REEXAMEN DE 1979 Y LA REVISION DE 1984

La composición inicial del ECU, establecida el 18 de diciembre de 1978, fue idéntica a la que mantenía su predecesora, la unidad de cuenta europea (EUA). Esta, creada en 1975 dentro del contexto de la serpiente monetaria europea, estaba compuesta por unas cantidades fijas de las monedas de los países que, por aquel entonces, formaban parte de la CEE. Las ponderaciones en que dichas cantidades estaban basadas se obtuvieron a partir de los pesos relativos de los distintos países en el producto interior bruto comunitario, el comercio intracomunitario y el mecanismo de apoyo monetario a corto plazo.

El primer reexamen del ECU tuvo lugar en septiembre de 1979, a los seis meses de la puesta en funcionamiento del Sistema Monetario Europeo. No obstante, en dicha fecha no se modificaron las cantidades de cada moneda que formaban parte del ECU, permaneciendo inalteradas las vigentes desde 1975. De esta forma, se dejó pasar la oportunidad de determinar unas ponderaciones, para las distintas monedas, más en concordancia con los criterios económicos en los que se basó la constitución de la unidad de cuenta europea. Pues, si bien entre marzo y septiembre de 1979 la evolución de los tipos de cambio apenas alteró las ponderaciones, la variación de las cotizaciones de las distintas divisas en el período comprendido entre el establecimiento de la unidad de cuenta europea, en abril de 1975, y la puesta en vigor del ECU, en marzo de 1979, provocó modificaciones muy significativas de los pesos relativos de las principales divisas y, en especial, del correspondiente al marco alemán. Dichas modificaciones, que

#### 2. Ponderación de cada moneda en un ECU (a)

%

	21-IV-1975	13-III-1979	17-IX-1984
Marco alemán	26,9	33,0	32,0
Franco francés	21,7	19,8	19,0
Libra esterlina	16,1	13,3	15,0
Lira italiana	13,3	9,5	10,2
Florín holandés	9,1	10,5	10,1
Franco bel./lux.	8,3	9,6	8,5
Corona danesa	3,0	3,1	2,7
Libra irlandesa	1,4	1,2	1,2
Dracma griega	—	—	1,3

(a) Las ponderaciones correspondientes a los años 1975 y 1984 son las definidas como oficiales, acordadas por el Consejo de las Comunidades Europeas, mientras que las ponderaciones de 1979 son las derivadas de los tipos de cambio de mercado en la fecha señalada.

Fuente: Comisión de las Comunidades Europeas.

suponían un alejamiento entre los pesos relativos de cada moneda en el ECU y la participación de cada país en las variables económicas comunitarias, no fueron alteradas, al no ser cambiada la composición del ECU.

La primera revisión fue realizada el 17 de septiembre de 1984, ocasión que se aprovechó para la inclusión de la dracma griega dentro del ECU (1). Ante la falta de delimitación legal de cuáles debían ser los criterios económicos que sustentaran las distintas ponderaciones, el Consejo de la CEE aplicó, para la definición de las nuevas ponderaciones, las pautas seguidas en 1975.

De esta manera, las ponderaciones oficiales, recogidas en el cuadro 2, estuvieron más en consonancia con la evolución de los criterios económicos anteriormente comentados, produciéndose una disminución o aumento de las ponderaciones de las monedas en el ECU a tenor de las modificaciones registradas en la participación de cada país en el PIB, comercio intracomunitario y soporte monetario a corto plazo durante el período 1979-1983.

#### 5. LA INCORPORACION DE LA PESETA EN LA REVISION DE 1989

El 21 de septiembre de 1989 se efectuó una nueva recomposición del ECU, basada en la revisión quinquenal de los pesos de las monedas participantes. Asimismo, se aprovechó la revisión para dar entrada

(1) En el Tratado de Adhesión de Grecia a la CEE quedó establecido que la dracma debía estar incorporada al ECU antes del 31 de diciembre de 1985.

a la peseta y al escudo, ya que tanto España como Portugal habían solicitado con anterioridad la incorporación de sus divisas al ECU, haciendo uso de sus derechos de países comunitarios (1).

En esta ocasión, el proceso seguido se modificó en relación a los efectuados anteriormente, ya que la revisión fue realizada en dos etapas, separadas por el lapso temporal de tres meses. Así, el día 19 de junio, el Consejo de las Comunidades Europeas acordó las ponderaciones a atribuir a cada moneda, haciendo pública su decisión (2), y estableciendo que la revisión del ECU se efectuaría el 21 de septiembre, calculando las cantidades de cada moneda en función de las ponderaciones previamente fijadas y de la cotización de las distintas monedas frente al dólar de las 14,15 horas del día anterior.

La revisión del ECU en dos etapas obedeció al deseo por parte de las autoridades monetarias de la CEE (3) de introducir en el mercado privado del ECU las menores distorsiones e incertidumbres posibles. Así, el conocimiento de las nuevas ponderaciones, con anterioridad a su entrada en vigor, tendería a disminuir los riesgos asociados a toda revisión, al otorgar a los operadores privados en ECUs un período de transición para realizar los ajustes y operaciones de cobertura necesarios para afrontar la nueva composición del ECU (4).

En la revisión de las ponderaciones de 1989 se tomó como punto de partida las adoptadas en la última recomposición de 1984 y se aplicaron los mismos criterios económicos que en anteriores ocasiones, así como los principios relativos a la fortaleza y a la estabilidad del ECU. Al mismo tiempo, se estableció el imperativo de que la nueva configuración de pesos no alterara significativamente el tipo de interés teórico del ECU (5). En el cuadro 3 se recogen

(1) A diferencia del caso griego, los Tratados de Adhesión de España y Portugal solamente contemplaban el derecho de ambos países a incorporar sus monedas al ECU, pero sin delimitación de fechas.

(2) Reglamento de la CEE n.º 1971/89, de 19 de junio de 1989.

(3) El procedimiento de revisión en dos fases fue propuesto por el Comité de Gobernadores de los Bancos Centrales de la CEE.

(4) Se estableció el desfase de tres meses entre las dos etapas porque dicho plazo es el que concentra la mayor parte de las operaciones de naturaleza bancaria.

(5) El tipo de interés teórico, al estar formado por la media ponderada de los tipos de interés más significativos de los distintos mercados monetarios nacionales —donde las ponderaciones utilizadas son las mismas que las correspondientes a los pesos de cada moneda en el ECU—, tiende a subir cuando en el ECU se integran divisas con tipos de interés superiores a los tipos medios.

### 3. Criterios económicos en la revisión de 1989

	PIB (a)	Exportaciones intra-CEE (b)	AMCP (c)
Marco alemán	25,4	26,7	19,5
Franco francés	20,5	15,3	19,5
Libra esterlina	16,7	12,1	19,5
Lira italiana	17,3	11,2	13,0
Florín holandés	5,0	13,9	6,5
Franco bel./lux.	3,3	10,9	6,5
Peseta española	6,7	3,7	8,1
Corona danesa	2,3	2,2	2,9
Libra irlandesa	0,7	2,1	1,1
Dracma griega	1,2	0,8	1,7
Escudo portugués	0,9	1,1	1,7

(a) Participación del PIB nacional en el PIB comunitario.

(b) Participación nacional en el volumen de exportaciones intracomunitarias.

(c) Participación nacional en las cuotas deudoras del mecanismo de apoyo monetario a corto plazo de la Comunidad.

Fuente: Comisión de las Comunidades Europeas.

los distintos criterios económicos, tomando para los dos primeros criterios los datos medios del período 1984-1988 y para el apoyo monetario a corto plazo las cuotas deudoras vigentes desde el año 1986.

Una vez tenidos debidamente en cuenta estos criterios económicos y financieros, los representantes de cada país en el Consejo acordaron por unanimidad las nuevas ponderaciones oficiales, con vigencia desde el 21 de septiembre de 1989. Como puede observarse en el cuadro 4, existieron diferencias entre las ponderaciones oficiales acordadas y las ponderaciones oficiales previas acordadas en 1984. Concretamente, respecto a las ponderaciones de 1984, la revisión efectuada en septiembre de 1989 supuso una pérdida de dos puntos en los casos del marco y la libra esterlina, núcleo de donde se obtuvo

### 4. Ponderaciones oficiales de la revisión de 1989

	Ponderaciones oficiales	Desviaciones porcentuales respecto a las ponderaciones de 1984
Marco alemán	30,10	-5,9
Franco francés	19,00	-
Libra esterlina	13,00	-13,3
Lira italiana	10,15	-0,5
Florín holandés	9,40	-6,9
Franco bel./lux.	7,90	-7,1
Peseta española	5,30	-
Corona danesa	2,45	-9,3
Libra irlandesa	1,10	-8,3
Dracma griega	0,80	-38,5
Escudo portugués	0,80	-

Fuente: Comisión de las Comunidades Europeas.

la mayoría de los puntos necesarios para la incorporación de la peseta y el escudo portugués. Por su parte, la ponderación correspondiente a la lira italiana coincidió prácticamente con la vigente anteriormente y la referente al franco francés permaneció invariable.

Entre los factores adicionales que, junto a los criterios económicos, se tuvieron en cuenta para establecer las ponderaciones oficiales se encuentran, como ya se ha señalado, las restricciones impuestas a la modificación del tipo de interés teórico del ECU y la penalización impuesta a las monedas no integradas –o integradas con la banda amplia– en el mecanismo de cambios del SME. Así, la ponderación oficial acordada para la peseta en el ECU fue del 5,3 %, como resultado de tener en cuenta tanto los criterios económicos como los relativos a la fortaleza y estabilidad del ECU.

Por último, las cantidades de cada moneda en un ECU, calculadas a partir de las ponderaciones oficiales acordadas y de los tipos de cambio de mercado del día 20 de septiembre de 1989, están recogidas en el cuadro 1, donde puede observarse que el ECU contiene 6,885 pesetas.

25-IX-1989.



Información del Banco de España

## TIPOS DE INTERES ACTIVOS LIBRES DECLARADOS POR BANCOS, CAJAS DE AHORRO Y ENTIDADES OFICIALES DE CREDITO

Situación al día 31 de julio de 1989

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
<b>SEIS GRANDES</b>					
BILBAO VIZCAYA .....	14,01	28,65	26,00	28,65	26,00
CENTRAL .....	14,06	26,25	24,00	26,25	24,00
ESPAÑOL DE CREDITO .....	14,06	27,44	25,00	27,44	25,00
HISPANO AMERICANO .....	13,65	28,98	26,00	28,65	26,00
POPULAR ESPAÑOL .....	13,65	27,45	24,50	26,84	24,50
SANTANDER .....	13,10	32,31	29,00	32,31	29,00
<i>Media simple</i> .....	<i>13,76</i>	<i>28,51</i>	<i>25,75</i>	<i>28,36</i>	<i>25,75</i>
<b>COMERCIALES</b>					
ABEL MATUTES TORRES .....	10,84	23,88	22,00	23,88	22,00
ALBACETE .....	—	—	—	—	—
ALICANTE .....	13,92	28,65	26,00	28,65	26,00
ALICANTINO DE COMERCIO .....	—	—	—	—	—
ANDALUCIA .....	13,65	27,45	24,50	26,84	24,50
ASTURIAS .....	13,10	28,07	25,00	27,44	25,00
ATLANTICO .....	13,10	26,25	24,00	26,25	24,00
B.N.P. ESPAÑA .....	15,25	24,32	23,00	(3,00)	—
BARCELONA .....	14,00	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 .....	11,46	28,65	26,00	28,65	26,00
CASTILLA .....	13,65	27,45	24,50	26,84	24,50
CATALANA .....	14,00	32,30	29,00	32,30	29,00
CITIBANK ESPAÑA .....	14,75	25,06	23,00	(4,06)	(4,00)
COMERCIAL ESPAÑOL .....	12,82	32,31	29,00	32,31	29,00
COMERCIAL TRANSATLANTICO .....	13,92	27,44	25,00	27,44	25,00
COMERCIO .....	13,92	28,65	26,00	28,65	26,00
CONDAL .....	—	—	—	—	—
CONSOLIDADO ESPAÑA .....	13,00	24,32	23,00	24,32	23,00
CREDIT & COMMERCE .....	14,93	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 .....	14,75	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 .....	14,20	27,44	25,00	27,44	25,00
EUROPEO DE FINANZAS .....	16,42	25,06	—	(4,06)	—
EXPORTACION .....	12,55	26,25	—	26,25	—
EXTERIOR DE ESPAÑA .....	13,92	28,65	26,00	28,65	26,00
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 .....	13,10	27,45	24,50	26,84	24,50
GALLEGO .....	13,65	26,25	24,00	26,25	24,00
GENERAL .....	—	—	—	—	—
GUIPUZCOANO .....	14,20	27,41	25,75	(6,14)	(6,00)
HERRERO .....	14,20	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 .....	14,20	27,44	25,00	27,44	25,00
INVERSIONES Y SERVICIOS FINANCIEROS .....	—	—	—	—	—

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

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
<b>COMERCIALES</b>					
ISLAS CANARIAS .....	14,19	26,25	26,00	28,65	26,00
JEREZ .....	13,37	28,98	26,00	28,65	26,00
JOVER .....	13,32	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 .....	14,01	28,65	26,00	28,65	26,00
MURCIA .....	12,82	32,31	29,00	32,31	29,00
NATWEST MARCH .....	14,48	28,07	25,00	27,44	25,00
NORTE .....	13,65	27,69	26,00	28,65	26,00
OESTE .....	14,01	28,65	26,00	28,65	26,00
PASTOR .....	14,20	29,85	27,00	27,44	25,00
PENINSULAR .....	-	-	-	-	-
PUEYO .....	9,53	26,24	-	26,24	-
SABADELL .....	13,92	24,47	22,50	24,47	22,50
SANTANDER NEGOCIOS .....	16,99	22,71	21,00	18,11	17,00
SEVILLA .....	-	-	-	-	-
SIMEON .....	13,92	28,65	26,00	28,65	26,00
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
UNIVERSAL .....	11,80	26,25	-	26,25	-
VALENCIA .....	13,65	26,25	24,00	26,25	24,00
VASCONIA .....	13,65	27,45	24,50	26,84	24,50
VITORIA .....	13,65	27,44	25,00	27,44	25,00
ZARAGOZANO .....	14,20	30,60	27,00	30,60	27,00
<i>Media simple</i> .....	<i>13,58</i>	<i>27,25</i>	<i>25,12</i>	<i>27,34</i>	<i>25,07</i>
<b>INDUSTRIALES</b>					
BANCAPITAL .....	14,20	25,06	23,00	(4,06)	(4,00)
CATALA DE CREDIT .....	13,65	26,84	24,50	26,84	24,50
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 .....	14,06	26,25	24,00	26,25	24,00
GRANADA .....	13,65	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 .....	14,00	32,30	29,00	32,30	29,00
INDUSTRIAL DE GUIPUZCOA .....	11,46	23,88	-	23,88	-
INDUSTRIAL DEL MEDITERRANEO .....	14,00	32,30	29,00	32,30	29,00
INDUSTRIAL DEL SUR .....	-	28,65	26,00	28,65	26,00
INTERCONTINENTAL ESPAÑOL .....	15,75	27,44	25,00	(8,50)	-
NOROESTE .....	-	-	-	-	-
OCCIDENTAL .....	16,99	28,65	-	28,65	-
PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA .....	14,88	26,56	25,00	26,56	25,00
POPULAR INDUSTRIAL .....	15,31	24,30	23,00	24,30	23,00
PROGRESO .....	15,30	27,44	-	27,44	-
PROMOCION DE NEGOCIOS .....	14,01	28,65	26,00	28,65	26,00
URQUIJO-UNION .....	14,20	24,32	23,00	25,06	23,00
<i>Media simple</i> .....	<i>14,24</i>	<i>26,53</i>	<i>24,53</i>	<i>26,65</i>	<i>24,61</i>

(Continuación) 3  
Situación al día 31 de julio de 1989

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/ccto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
<b>EXTRANJEROS</b>					
ALGEMENE BANK .....	16,59	21,94	—	21,55	—
AMERICA .....	17,00	21,55	20,00	(4,00)	—
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 .....	—	—	—	—	—
COMMERCIALE ITALIANA .....	17,23	27,44	—	(2,50)	—
COMMERZBANK .....	15,31	21,55	20,00	21,55	20,00
CONTINENTAL ILLINOIS .....	—	—	—	—	—
CREDIT COMMERCIAL DE FRANCE .....	15,86	23,88	22,00	(2,03)	(2,00)
CREDIT LYONNAIS .....	16,42	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 .....	16,30	24,60	22,00	24,60	22,00
ESTADO SAO PAULO .....	—	26,25	24,00	26,25	24,00
EXTERIOR DE LOS ANDES .....	11,19	27,44	25,00	27,44	25,00
FIRST INTERSTATE .....	14,80	19,50	—	(5,00)	—
FIRST N. BANK OF CHICAGO .....	15,63	26,82	24,00	(4,06)	(4,00)
GB BANCO BELGA .....	16,00	23,21	22,00	(3,04)	(3,00)
INDOSUEZ .....	—	20,00	—	—	—
INDUSTRIAL BANK OF JAPAN LTD. ....	19,50	24,00	—	24,00	—
JYSKE BANK .....	13,50	31,56	28,00	31,56	28,00
LLOYDS BANK .....	14,75	26,25	24,00	(4,06)	(4,00)
MANUF. HANNOVER TRUST .....	15,00	28,39	25,00	(2,02)	(2,00)
MIDLAND BANK .....	16,99	25,00	—	(3,00)	—
MITSUBISHI BANK .....	15,89	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 .....	14,48	27,44	25,00	(4,58)	(4,50)
NATIONALE DE PARIS .....	15,25	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 .....	17,00	24,00	—	22,00	—
ROMA .....	15,25	21,00	20,00	(2,00)	—
ROYAL BANK OF CANADA .....	17,25	24,00	—	(2,00)	—
SAUDI ESPAÑOL .....	17,27	24,25	22,31	24,25	22,31
SOCIETE GENERALE .....	15,30	23,88	22,00	(3,03)	(3,00)
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> .....	15,38	23,73	22,40	23,91	22,30
<b>TOTAL</b>					
<i>Media simple</i> .....	14,27	26,02	24,36	26,66	24,66

(Continuación) 4  
Situación al día 31 de julio de 1989

CAJAS DE AHORRO	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
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
ASTURIAS	13,50	21,00	20,00	(4,00)	—
AVILA MONTE	13,40	21,55	—	(5,00)	—
BADAJOS	10,20	22,71	—	(4,00)	—
BALEARES	12,59	26,24	24,00	23,88	22,00
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	14,20	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	20,00	—	20,00	—
CATALUÑA	13,10	21,00	19,52	21,00	19,52
CECA	13,09	17,00	—	(2,00)	—
CEUTA	14,00	24,00	—	26,00	—
CORDOBA MONTE	10,00	22,75	—	22,75	—
CORDOBA PROVINCIAL	13,10	23,21	—	23,88	—
CUENCA	13,92	24,33	—	25,10	—
GALICIA	12,55	24,32	23,00	(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	25,44	—	22,71	—
INMACULADA ARAGON	12,55	23,21	—	(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	14,00	23,88	22,00	(6,14)	—
MALAGA	9,52	23,21	—	(4,00)	—
MANLLEU	13,37	26,84	—	26,84	—
MANRESA	14,00	23,21	22,00	(3,00)	—
MEDITERRANEO	14,48	22,71	21,00	21,55	20,00
MURCIA	13,50	22,71	—	(5,00)	—
NAVARRA	12,55	23,21	22,00	24,36	22,00
ONTENIENTE	11,46	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	14,75	22,00	—	22,00	—
POSTAL	13,92	21,00	—	(2,00)	—
RIOJA	12,55	22,00	—	22,00	—

(Continuación) 5  
Situación al día 31 de julio de 1989

CAJAS DE AHORRO	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
RONDA .....	12,55	21,00	20,00	21,55	20,00
SABADELL .....	13,65	23,88	22,00	(3,00)	—
SAGUNTO .....	13,65	26,25	—	23,28	—
SALAMANCA .....	12,55	22,10	—	(4,00)	—
SAN SEBASTIAN MUNICIPAL .....	13,00	21,00	—	(4,06)	—
SANTANDER .....	14,75	21,00	21,00	21,55	20,00
SEGORBE .....	13,21	21,55	—	21,55	—
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	25,65	—
TOLEDO .....	13,50	22,10	—	(6,00)	—
TORRENTE .....	13,92	22,71	21,00	21,55	20,00
VALENCIA .....	10,56	25,06	23,00	25,06	23,00
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)	—
<b>TOTAL</b>					
<i>Media simple</i> .....	12,86	22,46	21,31	22,84	21,02
<b>ENTIDADES OFICIALES DE CREDITO</b>					
BANCO DE CREDITO AGRICOLA .....	12,82	21,00	—	19,25	—
BANCO DE CREDITO INDUSTRIAL .....	13,10	24,32	—	25,06	—
BANCO HIPOTECARIO .....	—	21,00	20,00	(6,14)	(6,00)
BANCO DE CREDITO LOCAL .....	—	17,72	17,00	18,11	17,00
<i>Media simple</i> .....	12,96	21,01	18,50	20,81	17,00

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

## TIPOS DE INTERES ACTIVOS LIBRES DECLARADOS POR BANCOS, CAJAS DE AHORRO Y ENTIDADES OFICIALES DE CREDITO

Situación al día 31 de agosto de 1989

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
<b>SEIS GRANDES</b>					
BILBAO VIZCAYA .....	14,01	28,65	26,00	28,65	26,00
CENTRAL .....	14,06	26,25	24,00	26,25	24,00
ESPAÑOL DE CREDITO .....	14,30	27,44	25,00	27,44	25,00
HISPANO AMERICANO .....	13,65	28,98	26,00	28,65	26,00
POPULAR ESPAÑOL .....	13,65	27,45	24,50	26,84	24,50
SANTANDER .....	13,10	32,31	29,00	32,31	29,00
<i>Media simple</i> .....	<i>13,80</i>	<i>28,51</i>	<i>25,75</i>	<i>28,36</i>	<i>25,75</i>
<b>COMERCIALES</b>					
ABEL MATUTES TORRES .....	10,84	23,88	22,00	23,88	22,00
ALBACETE .....	-	-	-	-	-
ALICANTE .....	13,92	28,65	26,00	28,65	26,00
ALICANTINO DE COMERCIO .....	-	-	-	-	-
ANDALUCIA .....	13,65	27,45	24,50	26,84	24,50
ASTURIAS .....	13,92	28,07	25,00	27,44	25,00
ATLANTICO .....	13,10	26,25	24,00	26,25	24,00
B.N.P. ESPAÑA .....	15,25	24,32	23,00	(3,00)	-
BARCELONA .....	14,00	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 .....	11,46	28,65	26,00	28,65	26,00
CASTILLA .....	13,65	27,45	24,50	26,84	24,50
CATALANA .....	14,00	32,30	29,00	32,30	29,00
CITIBANK ESPAÑA .....	14,75	25,06	23,00	(4,06)	(4,00)
COMERCIAL ESPAÑOL .....	12,82	32,31	29,00	32,31	29,00
COMERCIAL TRANSATLANTICO .....	13,92	27,44	25,00	27,44	25,00
COMERCIO .....	13,92	28,65	26,00	28,65	26,00
CONDAL .....	-	-	-	-	-
CONSOLIDADO ESPAÑA .....	13,00	24,32	23,00	24,32	23,00
CREDIT & COMMERCE .....	14,93	26,56	25,00	27,44	-
CREDITO BALEAR .....	13,65	27,45	24,50	26,84	24,50
CREDITO CANARIO .....	13,65	28,65	26,00	28,65	26,00
CREDITO Y AHORRO .....	14,75	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 .....	14,20	27,44	25,00	27,44	25,00
EUROPEO DE FINANZAS .....	16,99	27,44	-	(4,06)	-
EXPORTACION .....	12,55	26,25	-	26,25	-
EXTERIOR DE ESPAÑA .....	13,92	28,65	26,00	28,65	26,00
EXTREMADURA .....	14,01	28,65	26,00	28,65	26,00
FINANZAS E INVERSIONES .....	14,20	26,25	24,00	26,25	24,00
GALICIA .....	13,65	27,45	24,50	26,84	24,50
GALLEGO .....	13,65	26,25	24,00	26,25	24,00
GENERAL .....	-	-	-	-	-
GUIPUZCOANO .....	14,20	27,41	25,75	(6,14)	(6,00)
HERRERO .....	14,20	27,44	25,00	27,44	25,00
HUELVA .....	-	-	-	-	-
IBERCORP .....	15,36	19,25	-	19,25	-
INTERNACIONAL DE COMERCIO .....	14,61	26,84	24,50	26,84	24,50
INVERSION .....	-	25,00	-	-	-
INVERSION HERRERO .....	14,20	27,44	25,00	27,44	25,00
INVERSIONES Y SERVICIOS FINANCIEROS .....	-	-	-	-	-

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

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
<b>COMERCIALES</b>					
ISLAS CANARIAS .....	14,19	26,25	26,00	28,65	26,00
JEREZ .....	13,37	28,98	26,00	28,65	26,00
JOVER .....	13,32	32,31	29,00	32,31	29,00
MADRID .....	13,37	25,06	23,00	25,06	23,00
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 .....	14,01	28,65	26,00	28,65	26,00
MURCIA .....	13,37	32,31	29,00	32,31	29,00
NATWEST MARCH .....	14,48	28,07	25,00	27,44	25,00
NORTE .....	13,65	27,69	26,00	28,65	26,00
OESTE .....	14,01	28,65	26,00	28,65	26,00
PASTOR .....	14,20	29,85	27,00	27,44	25,00
PENINSULAR .....	—	—	—	—	—
PUEYO .....	9,53	26,24	—	26,24	—
SABADELL .....	13,92	24,47	22,50	24,47	22,50
SANTANDER NEGOCIOS .....	16,99	22,71	21,00	18,11	17,00
SEVILLA .....	—	—	—	—	—
SIMEON .....	13,92	28,65	26,00	28,65	26,00
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
UNIVERSAL .....	11,80	26,25	—	26,25	—
VALENCIA .....	13,65	26,25	24,00	26,25	24,00
VASCONIA .....	13,65	27,45	24,50	26,84	24,50
VITORIA .....	13,65	27,44	25,00	27,44	25,00
ZARAGOZANO .....	14,20	30,60	27,00	30,60	27,00
<i>Media simple</i> .....	<i>13,67</i>	<i>27,34</i>	<i>25,14</i>	<i>27,36</i>	<i>25,09</i>
<b>INDUSTRIALES</b>					
BANCAPITAL .....	14,20	25,06	23,00	(4,06)	(4,00)
CATALA DE CREDIT .....	13,65	26,84	24,50	26,84	24,50
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 .....	14,06	26,25	24,00	26,25	24,00
GRANADA .....	14,06	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 .....	14,00	32,30	29,00	32,30	29,00
INDUSTRIAL DE GUIPUZCOA .....	11,46	23,88	—	23,88	—
INDUSTRIAL DEL MEDITERRANEO .....	14,00	32,30	29,00	32,30	29,00
INDUSTRIAL DEL SUR .....	14,25	22,00	—	22,00	—
INTERCONTINENTAL ESPAÑOL .....	15,75	29,86	27,00	(8,50)	—
NOROESTE .....	—	—	—	—	—
OCCIDENTAL .....	16,99	28,65	—	28,65	—
PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA .....	14,88	26,56	25,00	26,56	25,00
POPULAR INDUSTRIAL .....	15,31	24,30	23,00	24,30	23,00
PROGRESO .....	15,30	27,44	—	27,44	—
PROMOCION DE NEGOCIOS .....	14,01	28,65	26,00	28,65	26,00
URQUIJO-UNION .....	14,20	24,32	23,00	25,06	23,00
<i>Media simple</i> .....	<i>14,26</i>	<i>26,32</i>	<i>24,57</i>	<i>26,28</i>	<i>24,50</i>

(Continuación) 3  
Situación al día 31 de agosto de 1989

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
<b>EXTRANJEROS</b>					
ALGEMENE BANK .....	16,36	21,94	—	21,55	—
AMERICA .....	17,00	21,55	20,00	(4,00)	—
ARABE ESPAÑOL .....	12,68	23,14	21,00	23,14	21,00
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 .....	16,99	25,06	23,00	25,06	23,00
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 .....	—	—	—	—	—
COMMERCIALE ITALIANA .....	17,81	27,44	—	(2,50)	—
COMMERZBANK .....	15,31	21,55	20,00	21,55	20,00
CONTINENTAL ILLINOIS .....	—	—	—	—	—
CREDIT COMMERCIAL DE FRANCE .....	15,86	23,88	22,00	(2,03)	(2,00)
CREDIT LYONNAIS .....	16,42	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 .....	16,30	24,60	22,00	24,60	22,00
ESTADO SAO PAULO .....	—	26,25	24,00	26,25	24,00
EXTERIOR DE LOS ANDES .....	11,19	27,44	25,00	27,44	25,00
FIRST INTERSTATE .....	14,80	19,50	—	(5,00)	—
FIRST N. BANK OF CHICAGO .....	15,63	26,82	24,00	(4,06)	(4,00)
GB BANCO BELGA .....	16,00	23,21	22,00	(3,04)	(3,00)
INDOSUEZ .....	—	20,00	—	—	—
INDUSTRIAL BANK OF JAPAN LTD. ....	19,50	24,00	—	24,00	—
JYSKE BANK .....	14,00	32,80	29,00	32,80	29,00
LLOYDS BANK .....	14,75	26,25	24,00	(4,06)	(4,00)
MANUF. HANNOVER TRUST .....	15,00	28,39	25,00	(2,02)	(2,00)
MIDLAND BANK .....	16,99	25,00	—	(3,00)	—
MITSUBISHI BANK .....	15,89	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 .....	14,48	27,44	25,00	(4,58)	(4,50)
NATIONALE DE PARIS .....	15,25	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 .....	17,00	24,00	—	22,00	—
ROMA .....	15,25	21,00	20,00	(2,00)	—
ROYAL BANK OF CANADA .....	17,25	24,00	—	(2,00)	—
SAUDI ESPAÑOL .....	17,27	24,25	22,31	24,25	22,31
SOCIETE GENERALE .....	15,30	23,88	—	(3,03)	—
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> .....	15,52	23,89	22,65	24,33	22,85
<b>TOTAL</b>					
<i>Media simple</i> .....	14,35	26,08	24,46	26,68	24,73

(Continuación) 4  
Situación al día 31 de agosto de 1989

CAJAS DE AHORRO	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
ALAVA PROVINCIAL .....	13,64	22,10	21,00	22,71	21,00
ALBACETE .....	13,10	24,32	23,00	25,06	23,00
ALICANTE PROVINCIAL .....	15,31	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
ASTURIAS .....	13,50	21,00	20,00	(4,00)	—
AVILA MONTE .....	13,40	21,55	—	(5,00)	—
BADAJOS .....	10,20	22,71	—	(4,00)	—
BALEARES .....	12,59	26,24	24,00	23,88	22,00
BARCELONA .....	14,75	27,44	25,00	27,44	25,00
BILBAO MUNICIPAL .....	13,10	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 .....	14,20	23,88	22,00	23,88	22,00
CANARIAS GENERAL .....	14,20	22,10	—	(4,00)	—
CANARIAS INSULAR .....	13,92	23,21	—	23,88	—
CARLET .....	12,96	20,73	—	(6,00)	—
CASTELLON .....	13,64	20,00	—	20,00	—
CATALUÑA .....	13,92	22,50	20,82	22,50	20,82
CECA .....	13,09	17,00	—	(2,00)	—
CEUTA .....	14,00	24,00	—	26,00	—
CORDOBA MONTE .....	12,00	22,75	—	22,75	—
CORDOBA PROVINCIAL .....	13,10	23,21	—	23,88	—
CUENCA .....	13,92	24,33	—	25,10	—
GALICIA .....	12,55	24,32	23,00	(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 .....	13,64	21,00	21,00	22,71	21,00
INMACULADA ARAGON .....	12,55	23,21	—	(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 .....	14,00	23,88	22,00	(6,14)	—
MALAGA .....	9,52	23,21	—	(4,00)	—
MANLLEU .....	13,37	26,84	—	26,84	—
MANRESA .....	14,00	23,21	22,00	(3,00)	—
MEDITERRANEO .....	14,48	22,71	21,00	21,55	20,00
MURCIA .....	13,50	22,71	—	(5,00)	—
NAVARRA .....	12,55	23,21	22,00	24,36	22,00
ONTENIENTE .....	11,46	21,55	—	21,55	—
ORENSE .....	16,42	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 .....	15,30	23,88	—	23,88	—
PONTEVEDRA .....	14,75	22,00	—	22,00	—
POSTAL .....	13,92	22,00	—	(2,00)	—
RIOJA .....	12,55	22,00	—	22,00	—

(Continuación) 5  
Situación al día 31 de agosto de 1989

CAJAS DE AHORRO	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
RONDA .....	12,55	21,00	20,00	21,55	20,00
SABADELL .....	13,65	23,88	22,00	(3,00)	-
SAGUNTO .....	13,65	26,25	-	23,28	-
SALAMANCA .....	12,55	22,10	-	(4,00)	-
SAN SEBASTIAN MUNICIPAL .....	13,00	21,00	-	(4,06)	-
SANTANDER .....	14,75	21,00	21,00	(6,00)	-
SEGORBE .....	13,21	21,55	-	21,55	-
SEGOVIA .....	13,92	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	25,65	-
TOLEDO .....	13,50	22,10	-	(6,00)	-
TORRENTE .....	14,48	22,71	21,00	21,55	20,00
VALENCIA .....	10,56	25,06	23,00	25,06	23,00
VALENCIA PROVINCIAL .....	14,00	23,88	22,00	23,88	22,00
VALLADOLID POPULAR .....	12,01	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 .....	13,10	20,45	-	(2,00)	-
ZAMORA .....	13,65	23,00	-	(5,00)	-
<b>TOTAL</b>					
<i>Media simple</i> .....	13,00	22,58	21,53	23,08	21,42
<b>ENTIDADES OFICIALES DE CREDITO</b>					
BANCO DE CREDITO AGRICOLA .....	12,82	21,00	-	19,25	-
BANCO DE CREDITO INDUSTRIAL .....	13,65	24,32	-	25,06	-
BANCO HIPOTECARIO .....	-	21,00	20,00	(6,14)	(6,00)
BANCO DE CREDITO LOCAL .....	-	17,72	17,00	18,11	17,00
<i>Media simple</i> .....	13,23	21,01	18,50	20,81	17,00

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

## CIRCULARES Y COMUNICACIONES VARIAS PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

### CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	CONTENIDO	PUBLICACION EN EL «BOE»
12/89, de 7 de julio	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Coeficiente de caja.	8 julio 1989
13/89, de 7 de julio	Entidades de depósito. Participaciones y transferencias de crédito. Modificación de la circular 22/87, de 29 de junio.	10 julio 1989
14/89, de 27 de julio	Entidades delegadas. Modificando parcialmente las circulares 27/87, sobre mercado de divisas, y 10/89, sobre pesetas convertibles.	31 julio 1989
15/89, de 27 de julio	Entidades delegadas. Cobertura de riesgos de tipos de interés (convenios de tipos de interés futuros –FRA– y operaciones en futuros financieros).	1 agosto 1989
16/89, de 27 de julio	Entidades de depósito. Contabilización de la cartera de negociación y de los futuros financieros.	2 agosto 1989

### COMUNICACIONES VARIAS DEL BANCO DE ESPAÑA

COMUNICACIONES VARIAS	CONTENIDO
Instrucción de 20 de junio de 1989	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Obligaciones del Estado, al 10,75 %, emisión de 30 de enero de 1989, subasta de julio.
Instrucción de 30 de junio de 1989	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Bonos del Estado, al 12 % a tres años, emisión de 18 de febrero de 1989, subasta de julio.
Instrucción de 4 de agosto de 1989	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Bonos del Estado, al 12,50 % a tres años, emisión de 25 de agosto de 1989, subastas de agosto, septiembre y octubre.
Instrucción de 10 de agosto de 1989	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Obligaciones del Estado, al 10,75 % a 10 años, emisión de 30 de enero de 1989, subastas de septiembre y noviembre.

## REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas durante el mes de agosto de 1989

Código	Nombre	Fecha	Concepto
<b>COOPERATIVAS DE CREDITO</b>			
3142	CAJA RURAL DE ALMENAR, S.C.L.C. AGRARIO	04.08.89	Baja por absorción por la Caja de Ahorros de Barcelona.
<b>DEMÁS ENTIDADES (Ley 26/1988)</b>			
4732	VELAZQUEZ, S.A. DE FINANCIACIONES	03.08.89	Cambio de denominación social por GESAF LEASING, S.A. y cambio de domicilio social a Plaza de las Cortes, 4. – Madrid.
4721	TRANSLEASING, S.A.	08.08.89	Cambio de denominación social por BANESTO LEASING, S.A. y cambio de domicilio social a Comandante Zorita, 2, 2.º – Madrid.
4753	EDAM, S.A.	08.08.89	Cambio de denominación social por EDAMLEASING, S.A.
8384	INVERMI, S.A., ENTIDAD DE FINANCIACION	09.08.89	Cambio de domicilio social a Mallorca, 214. – Barcelona.
4302	TASACIONES HIPOTECARIAS, S.A.	09.08.89	Cambio de domicilio social a Génova, 10. – Madrid.

## REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas durante el mes de septiembre de 1989

Código	Nombre	Fecha	Concepto
<b>BANCOS</b>			
0062	BANCA MAS SARDA, S.A.	07.09.89	Baja por absorción, sin liquidación, por Banca Catalana, S.A.
0112	BANCO URQUIJO UNION, S.A.	11.09.89	Cambio de denominación social por BANCO URQUIJO, S.A.
0190	BANCO DE FOMENTO NACIONAL- PORTUGAL, Suc. en España	12.09.89	Alta con domicilio social en Serrano, 49, 3.ª planta.–Madrid.
0190	BANCO DE FOMENTO NACIONAL- PORTUGAL, Suc. en España	15.09.89	Concesión de funciones delegadas en el Mercado de Divisas.
<b>COOPERATIVAS DE CREDITO</b>			
3003	CAJA RURAL DEL BIERZO, S.C.C.L.	11.09.89	Cambio de denominación social por CAJA RURAL DEL BIERZO, S.C.C.L., en liquidación
<b>DEMÁS ENTIDADES (Ley 26/1988)</b>			
4831	EUROPEA POPULAR DE LEASING INMOBILIARIO, S.A.	04.09.89	Alta con domicilio social en Núñez de Balboa, 56.–Madrid.
8232	EUROPEA POPULAR HIPOTECARIA, S.A., S.C.H.	04.09.89	Alta con domicilio social en Núñez de Balboa, 56.–Madrid.
8517	FUNDACION HIPOTECARIA, ENTIDAD DE FINANCIACION, S.A.	07.09.89	Cambio de domicilio social a Balmes, 262.–Barcelona.
4368	CIA. HISPANA DE TASACIONES, S.A.	07.09.89	Alta con domicilio social en Avda. Reina Victoria, 5.–Madrid.
4719	SOGELEASING INDUSTRIAL, S.A.	08.09.89	Cambio de denominación social por BANSABADELL SOGELEASING, S.A., y cambio de domicilio social a Avda. Diagonal, 477, 9.º.–Barcelona.
4369	ESTUDIOS Y PROYECTOS TECNICOS INDUSTRIALES, S.A.	12.09.89	Alta con domicilio social en Arapiles, 14.–Madrid.
8230	HIPOTECARIO 86, S.A., S.C.H.	14.09.89	Alta definitiva con domicilio social en Lagasca, 73.–Madrid.
4370	MHP TASACIONES, S.A.	21.09.89	Alta con domicilio social en Arenal, 3.–Málaga.

## PUBLICACIONES RECIENTES DEL BANCO DE ESPAÑA

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

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

### JUAN J. DOLADO

#### COINTEGRACION: UNA PANORAMICA.—DOCUMENTO DE TRABAJO, N.º 8902

Este trabajo contiene una panorámica de desarrollos recientes en la teoría de la cointegración entre un conjunto de series temporales no estacionarias, ampliando el contenido del Documento de Trabajo 8708. La cointegración de dichas series implica la existencia de relaciones entre las mismas que tienen carácter estacionario y por tanto representa una forma natural de definir relaciones de equilibrio a largo plazo entre las variables. En el trabajo se recogen aportaciones recientes referentes a la representación, estimación, contrastación y predicción en sistemas cointegrados, incorporando la posibilidad de cointegración en diferentes frecuencias temporales.

realizar un diagnóstico estadístico de los resultados. Tercero, permite calcular los errores con que se estiman los componentes y sus diversas tasas, y conocer, pues, la precisión de cada medición. Permite también conocer las propiedades de los distintos componentes y comparar, por ejemplo, la serie desestacionalizada con la tendencia.

Al final presenta un breve ejemplo orientado a la interpretación de la serie mensual del Índice de Precios al Consumo.

### AGUSTIN MARAVALL

#### LA EXTRACCION DE SEÑALES Y EL ANALISIS DE COYUNTURA.—DOCUMENTO DE TRABAJO, N.º 8903

La información que proporciona la observación del mundo está siempre contaminada por distintos tipos de ruidos, que deben ser eliminados con objeto de extraer la «señal». El problema de extraer señales contenidas en series temporales es muy general. En economía tiene una larga tradición en la estimación de componentes en series. Un caso particular, de importancia en el análisis de coyuntura, es la desestacionalización, o extracción de la señal estacional.

Este trabajo explica, en forma intuitiva, cómo el problema de estimar tendencia, estacionalidad o ruido en series económicas puede resolverse utilizando técnicas estadísticas de extracción de señales aplicadas a modelos ARIMA. El método que resulta ofrece varias ventajas. Primero, permite adaptarse a las peculiaridades de cada serie. Segundo, permite

