

BANCO
DE
ESPAÑA

boletín económico

enero 1990

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_6^1 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 $\left[\left(\frac{\text{Feb} + \text{Mar} + \text{Abr}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar}} \right)^2 - 1 \right] \cdot 100$. 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_1^{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 política monetaria en 1989 y los objetivos para 1990	5
Los ingresos por turismo en la economía española: evolución reciente y análisis causal	15
Ajuste en la paridad central y reducción en la amplitud de la banda de fluctuación de la lira italiana en el SME	23
Regulación financiera: cuarto trimestre de 1989	33
Información del Banco de España	43
Tipos de interés activos libres declarados por bancos, cajas de ahorro y entidades oficiales de crédito. Situación a 31 de diciembre de 1989	44
Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España	49
Registros oficiales de entidades. Variaciones producidas durante el mes de enero de 1990	50
Publicaciones recientes del Banco de España	51
Indicadores económicos	53
Artículos y publicaciones del Banco de España	101

La política monetaria en 1989 y los objetivos para 1990

1. LA EVOLUCION MONETARIA EN 1989

El agregado ALP, ampliado con las transferencias de activos, creció un 10,5 % a lo largo de 1989, según datos provisionales; esta cifra se sitúa por encima del límite superior de la banda de objetivos fijada para el año, que se estableció inicialmente entre el 6,5 % y el 9,5 % (1). Entre las contrapartidas, el crédito interno recibido por el sector de familias y empresas, incluyendo asimismo las transferencias, creció un 16,5 %, lo que representa, también, una expansión más rápida de la prevista cuando se elaboró la programación monetaria para 1989, si bien muy cercana a los objetivos establecidos para esta magnitud en el mes de julio. Por su parte, el crédito interno a las Administraciones Públicas aumentó en el año un 8,6 %, a un ritmo inferior al inicialmente previsto (11 %).

Esta evolución se correspondió con un aumento del gasto nominal a lo largo del año muy superior al esperado. La presión de la demanda nacional indujo un crecimiento de la actividad económica, medido en términos del PIB, del 5,2 %, mayor que el previsto a comienzos del año, cuando se estimó en torno al 4 %. Asimismo, se produjo un agravamiento de las tensiones inflacionistas, de forma que el aumento del IPC en 1989 fue del 6,9 %, a lo largo del año, frente al 5,8 % en el año anterior. Por lo que respecta a los desequilibrios financieros, este rápido ritmo de expansión de la economía fue acompañado de un apreciable deterioro del ahorro del sector de familias y empresas y del saldo de la balanza por cuenta corriente, cuyo déficit se estima situado en torno a 3 % del PIB. Estos procesos condicionaron la evolución monetaria en el año.

La correcta valoración de la evolución de los agregados y del papel de la política monetaria en 1989 exige, no obstante, un examen más detallado de determinadas circunstancias que, a lo largo del año, han cambiado de forma radical. Tanto en lo que se refiere a los condicionantes externos de la política monetaria y a su propio diseño e instrumentación, como a la evolución efectiva de los agregados monetarios, pueden distinguirse dos fases perfectamente diferenciables en 1989, delimitadas, a comienzos del verano, por la entrada de la peseta en el Sistema Monetario Europeo, a la que, casi inmediatamente, siguió el establecimiento de una limitación al crédito

(1) El objetivo fue establecido en términos de ALP. Sin embargo, los intensos desplazamientos, en la primera parte del año, desde instrumentos incluidos en ALP hacia transferencias de activos y, sobre todo, su reversión, a partir del mes de julio, aconsejan tomar, como magnitudes de referencia más estables, los agregados monetarios y crediticios ampliados con transferencias de activos.

otorgado por las instituciones financieras a las familias y las empresas.

La programación monetaria diseñada para 1989 pretendía incidir sobre el ritmo de crecimiento del gasto de la economía, que se juzgaba excesivamente rápido, y que se estaba reflejando en una intensificación de las tensiones inflacionistas y en un deterioro del saldo de la balanza por cuenta corriente. Con este fin, se estableció una banda de crecimiento de ALP entre el 6,5 y el 9,5, que resultaba coherente, dadas las previsiones con respecto a la financiación de las necesidades públicas, con un aumento del crédito interno a las familias y las empresas en torno al 11,5 %. Sin embargo, según fueron transcurriendo los primeros meses del año se pudo observar un desbordamiento creciente de los objetivos establecidos.

En la vertiente exterior, y a pesar de que el rápido crecimiento de la economía española tenía su contrapartida en un deterioro acelerado del saldo de la balanza por cuenta corriente, los elevados tipos de interés requeridos para controlar la aceleración monetaria inducían, en la primera parte del año, una fuerte tendencia hacia la apreciación de la peseta —especialmente manifiesta en los meses de transición entre 1988 y 1989—. El propósito de mantener la peseta relativamente estable frente al marco obligaba a intervenciones masivas con una gran acumulación de reservas.

En este contexto, ya a finales de enero, el Banco de España aprobó un conjunto de medidas con un doble objetivo: por un lado, atajar la expansión monetaria mediante el endurecimiento de las condiciones crediticias y, por otro, disminuir las entradas de capitales, especialmente a corto plazo. Para ello,

se elevó en un punto y medio el coeficiente de caja en su tramo no remunerado, se elevaron los tipos de intervención y los tipos de emisión de los títulos públicos y se impusieron depósitos obligatorios no remunerados (del 20 % sobre el endeudamiento en divisas de la banca y del 30 % sobre la captación de recursos exteriores por el sector privado no financiero). Si estas medidas tuvieron un éxito, al menos temporal, en lo que respecta a las entradas de capitales, no ocurrió lo mismo por lo que se refiere al control de la liquidez interna. El primer semestre de 1989 se cerró con un crecimiento acumulado de ALP del 14,6 % (15 % incluyendo las transferencias de activos) y un ritmo rapidísimo de expansión del crédito a familias y empresas (del 21,8 % en tasa anual y del 22 % si se agregan las transferencias a esta magnitud).

En consecuencia, la presión ejercida por las autoridades monetarias no se transmitió debidamente a la demanda de bienes y servicios. La propia naturaleza e importancia del auge inversor y la fortaleza del ritmo de crecimiento de la demanda interna, son factores que han venido limitando en los últimos años la capacidad de la política monetaria; algo que tradicionalmente sucede cuando la fase expansiva del ciclo se muestra con todo su vigor. Es evidente que un auge tan intenso como el registrado en los cuatro últimos años, que alcanzó su cenit en la primera mitad de 1989, ha estado asociado a tasas de rentabilidad esperada de los proyectos de inversión y a expectativas de aumento de los precios de los activos muy elevados. Para incidir sobre estas decisiones son precisos aumentos de los tipos de interés muy intensos y sostenidos, pero la presencia de otros factores —innovación financiera, tratamiento fiscal de los pagos por intereses o apertura al exterior— resta virtualidad o dificulta estas subidas, o

1. Agregados monetarios y crediticios

%

	1988 Acumulada en el año	1989				Acumulada en el año (p)
		Tasas de variación intertrimestral (T ₃)				
		I TRI	II TRI	III TRI	IV TRI (p)	
ALP + Transferencias	12,1	14,5	14,4	12,5	5,3	10,5
M3	11,2	9,5	10,9	14,3	8,5	10,5
M2	17,7	12,5	13,3	15,4	5,8	11,2
M1	22,0	12,6	14,5	17,0	12,2	14,1
Otros activos líquidos	14,5	28,5	23,7	8,3	-2,3	10,3
Crédito interno	15,7	16,6	17,6	18,9	8,0	14,2
Familias y empresas ampliado con transferencias	17,6	22,1	19,7	18,4	9,9	16,5
Administraciones Públicas	11,2	3,9	12,3	20,0	3,4	8,6

hace que sean percibidas por los inversores como transitorias, con el descenso consiguiente de la elasticidad de la demanda de fondos al tipo de interés. Si se tiene en cuenta, además, que el auge inversor sólo se ha producido después de un saneamiento importante de la posición financiera de las empresas, que ha colocado a éstas en una posición de menor dependencia relativa de la financiación ajena, el resultado es asimismo un descenso significativo en la sensibilidad de la demanda de capital fijo a los tipos de interés.

El propio saneamiento financiero de las empresas, la mejora en las expectativas de rentas y la elevación registrada en el valor de la riqueza de empresas y familias —acciones e inmuebles— son factores que, en esa fase del ciclo, reducen el número previsto de fallidos y aumentan el valor de las garantías; y, por consiguiente, desplazan la oferta de crédito, de modo que, para cada tipo de interés, las entidades de crédito estén dispuestas a poner más crédito a disposición de sus demandantes.

Las crecientes demandas financieras de las empresas y, especialmente, de las familias, fueron satisfechas, en este período de 1989, a través de distintos mecanismos puestos en marcha por las instituciones

financieras para disminuir el efecto negativo de las restricciones monetarias sobre sus cuentas de resultados, de forma que pudieran continuar expandiendo sus operaciones. Por un lado, las entidades desarrollaron una política de canalización del crédito hacia las unidades familiares, que, en unas condiciones muy optimistas sobre ingresos futuros, se mostraban menos sensibles que las empresas al coste de la financiación obtenida. En segundo lugar, la evolución favorable de la actividad posibilitaba la generación de un cuantioso flujo de recursos propios por parte de las entidades que, por un lado, disminuía su dependencia de la financiación interbancaria y, por otro, les permitía amortiguar el impacto sobre los tipos activos del encarecimiento del pasivo inducido por la política monetaria. Así, mientras que los tipos de los préstamos de regulación y los del mercado interbancario subieron, según los distintos plazos, entre 3 y 4 puntos en el período comprendido entre septiembre de 1988 y junio de 1989, los tipos activos de la banca y las cajas no se elevaron, por término medio, más de 1,5 puntos. Por último, las instituciones financieras, a lo largo del primer semestre del año, intensificaron la captación de pasivo a través de vías que evitaran el sometimiento de los recursos captados a los coeficientes de caja y de inversión. Para ello recurrieron a diversas operaciones: tras-

2. Tipos de interés (Ø)

	Plazo d=día m=mes a=año	1988				1989			
		MAR	JUN	SEP	DIC	MAR	JUN	SEP	DIC
BANCO DE ESPAÑA:									
Préstamos de regulación monetaria	1 d.	11,4	10,5	10,5	12,4	13,8	13,8	14,5	14,5
Intervención con deuda	3 m.	11,4	10,3	10,8	12,3	13,3	13,8	13,8	13,8
TESORO:									
Subasta de pagarés	18 m.	5,8	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Subasta de letras	12 m.	10,8	10,0	10,4	12,7	13,9	14,5	13,6	13,1
INTERBANCARIO:									
Depósitos	1 d.	11,4	10,5	10,6	12,4	13,9	14,4	15,0	15,5
	3 m.	11,1	10,4	11,2	13,7	15,1	14,9	15,0	16,0
	6 m.	11,0	10,5	11,4	13,8	15,4	15,0	14,9	15,9
BANCARIOS:									
Depósitos de la banca	1-2 a.	9,3	9,0	9,0	9,0	9,5	9,8	9,8	10,2
Depósitos de las cajas	1-2 a.	9,3	9,2	9,1	9,1	9,4	9,6	9,7	10,0
Crédito de la banca residente									
<i>A interés fijo</i>	1-3 a.	15,9	15,2	14,5	15,0	15,7	16,3	17,1	17,1
<i>Preferencial</i>	3 m.	16,2	15,0	12,8	13,2	13,9	13,9	14,4	14,5
Cto. de la b. extranjera a int. vble.		12,3	11,4	11,8	13,7	15,5	15,9	16,2	17,1
Crédito de las cajas									
<i>A interés fijo</i>	1-3 a.	15,2	14,7	14,3	14,8	15,6	15,7	16,8	17,0
MERCADO DE VALORES:									
Deuda pública	2 a. o más	11,6	10,9	11,4	12,8	13,6	13,8	13,7	14,5
Obligaciones eléctricas	2 a. o más	15,3	14,4	13,9	14,5	15,8	15,8	16,1	15,9

vases de depósitos desde entidades sujetas a coeficiente a entidades del grupo todavía exentas de su cumplimiento, la expansión de instrumentos como las transferencias de activos, formalmente fuera del balance pero que, en muchas ocasiones, son equivalentes a instrumentos u operaciones tradicionalmente incluidos en balance, y, finalmente, la sustitución masiva de depósitos y otros instrumentos sujetos a coeficiente, por las cesiones temporales de títulos públicos.

De esta forma, hacia el final del primer semestre de 1989 se configuraba un cuadro de aceleración excesiva del gasto nominal, con repercusiones muy negativas sobre los precios y la balanza de pagos.

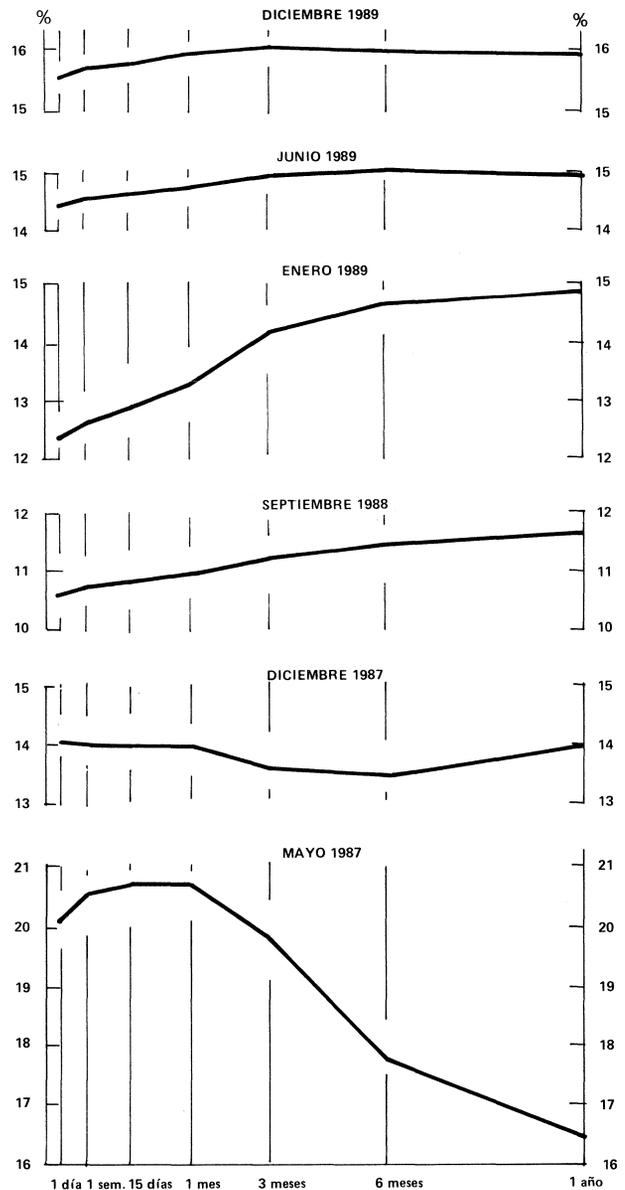
Dada esta situación, las autoridades económicas decidieron intensificar el carácter restrictivo de su política, de forma que pudiera doblegarse la tendencia expansiva de la demanda y quebrar, así, unas expectativas inflacionistas en continuo ascenso.

En este contexto, la incorporación de la peseta al SME, a mediados del mes de junio, supuso, por un lado, un refuerzo de la credibilidad de la política antiinflacionista y, por otro, condicionó la configuración final de las medidas adoptadas, haciendo especialmente necesaria una aportación significativa de la política presupuestaria a la contención de la demanda. En esta vía ya se había avanzado en el mes de mayo, cuando se aprobó un conjunto de medidas que suponían una cierta reducción del gasto público y un incremento de los ingresos a cuenta por el impuesto de sociedades. En el mes de julio se aumentaron hasta el 25 % las retenciones de las rentas del capital mobiliario, y se incrementaron los precios de los carburantes.

En cuanto a las medidas de orden monetario, el Banco de España elevó moderadamente los tipos de intervención, subió de nuevo el coeficiente de caja en un punto y restringió la utilización de formas de captación de pasivo —tales como las cesiones de crédito y las operaciones de seguros—, que permitían a las instituciones financieras abaratar el coste de su pasivo eludiendo el coeficiente de caja y ofreciendo a su clientela instrumentos que, dada su escasa transparencia fiscal, eran remunerados por debajo de la rentabilidad nominal de mercado.

Finalmente, la medida de mayor repercusión de las tomadas fue, seguramente, la fijación de pautas para el crecimiento del crédito concedido por las instituciones financieras a las familias y las empresas (incluyendo las transferencias de activos), de forma que el crecimiento total de esta magnitud en 1989 que-

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



dase limitado al 17 %, lo que implicaba un crecimiento en torno al 13 % para el segundo semestre.

Después de seis meses desde la adopción de este conjunto de medidas, se ha conseguido una desaceleración significativa de los ritmos de avance de las magnitudes monetarias y crediticias. Los ALP, ampliados con las transferencias de activos, que en el

período enero-julio habían crecido a una tasa del 14,6 %, en el período agosto-diciembre han moderado este crecimiento hasta el 5 %, aproximadamente. El crédito interno a empresas y familias, asimismo ampliado con las transferencias, creció, hasta el mes de julio, a una tasa del 21,7 %; la tasa media de crecimiento entre los meses de agosto y diciembre se situó en torno al 8 %, de forma que, finalmente, el aumento de esta magnitud en 1989 se situó por debajo del 17 %, que fue el objetivo de referencia para la fijación de los límites del crédito.

Estas cifras reflejan la rápida respuesta de las entidades financieras a la petición de colaboración por parte del Banco de España, que no sólo se reflejó en un aumento notorio del grado de racionamiento del crédito, sino, también, en un sensible encarecimiento

de su coste; a partir del mes de julio, los tipos activos de la banca y las cajas se han elevado, aproximadamente, un punto, en un contexto de mayor estabilidad relativa de los tipos en los mercados a corto.

Como es lógico, gran parte de la desaceleración experimentada en el crecimiento de ALP debe atribuirse al cumplimiento, por parte de las instituciones, de las directrices establecidas para el crecimiento del crédito al sector privado. No obstante, debe destacarse la contribución a este proceso del comportamiento moderado de otros factores de creación de liquidez, como el crédito frente a las Administraciones Públicas y los activos netos del sistema crediticio frente al exterior.

A partir del mes de agosto, y hasta el final del año, la presión ejercida por las Administraciones Públicas sobre los mercados crediticios se redujo muy significativamente, tras los meses de junio y julio, en los que una cierta aceleración del gasto público coincidió con la ausencia de recaudación de la cuota diferencial del IRPF, trasladada hacia finales del año.

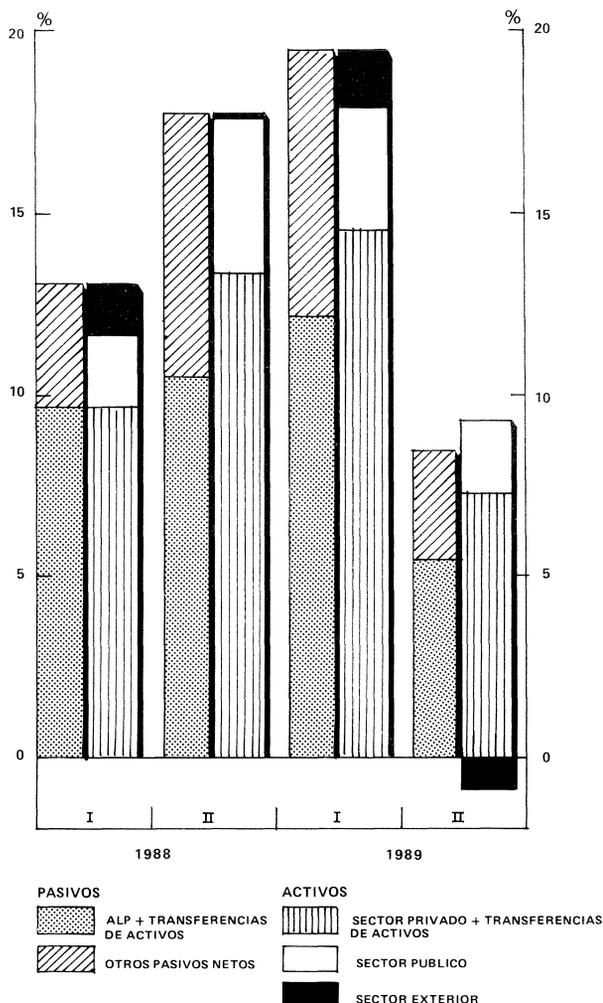
También el comportamiento de los activos netos del sistema crediticio frente a los no residentes se modificó de forma significativa en los últimos meses del año. La aportación del sector exterior a la generación de liquidez, que había sido creciente desde comienzos de 1989, invirtió su signo a partir del mes de julio, pasando a una contribución negativa al crecimiento del balance del sistema crediticio.

Esta inflexión es altamente significativa porque se produjo tras la entrada de la peseta en el Sistema Monetario Europeo y tras la adopción de las medidas de julio, contradiciendo la experiencia de los últimos años, según la cual todo endurecimiento de las condiciones monetarias se traducía en fuertes tensiones apreciatorias de la peseta y en la acumulación de un volumen muy elevado de reservas.

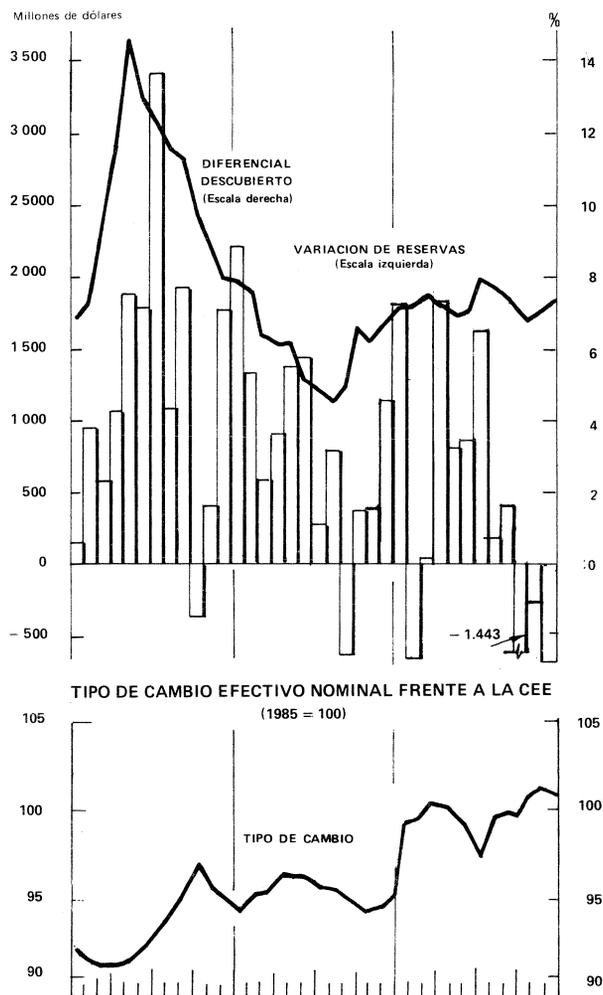
En la caída de la contribución exterior a la generación de liquidez contribuyeron, por una parte, la propia entrada de la peseta en el Sistema Monetario Europeo, que redujo radicalmente los márgenes de posible apreciación de la peseta y, por otra, la propia instrumentación de las restricciones monetarias. El establecimiento de las limitaciones al crédito disminuyó el papel desempeñado por los movimientos de los tipos de interés en el control de la liquidez. En consecuencia, a lo largo del segundo semestre, el Banco de España se limitó a mantener estacionarios sus tipos de intervención en un nivel considerado como suficiente para mantener el grado requerido de tensión monetaria.

2. Estructura del balance del sistema crediticio ampliado

Crecimiento acumulado respecto al período anterior



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



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

Ciertamente, desde el momento de su incorporación al mecanismo de cambios la peseta tendió a situarse cerca del extremo superior de la banda de fluctuación, sostenida por una ampliación del diferencial de tipos de interés entre los mercados nacionales y los internacionales. No obstante, las necesidades de intervención, aunque importantes, se redujeron a episodios muy puntuales. A partir de mediados de septiembre, la peseta registró una sensible disminución de la presión apreciatoria y, gradualmente, fue deslizándose hacia la cotización central con respecto al marco, tendencia en la que influyeron la elevación de los tipos europeos a partir de septiembre, la extraordinaria fortaleza del marco,

derivada en buena parte de los acontecimientos en el Este de Europa, el empeoramiento del saldo exterior de la economía española y, sobre todo, la difusión de la tesis alemana sobre la necesidad de un realineamiento de paridades dentro del Sistema. En este contexto, la peseta se ha visto sujeta a tensiones depreciatorias en momentos determinados. Las fuertes intervenciones del Banco de España indujeron, especialmente en los meses de octubre y diciembre, una disminución de las reservas exteriores que acentuó el carácter contractivo, en lo que respecta a la creación de liquidez, del sector exterior en la última parte del año. Tras el reajuste de la paridad de la lira estas tensiones han desaparecido.

Como resumen de la evolución anteriormente descrita, debe destacarse que tras la aplicación de medidas restrictivas de política fiscal, y tras el endurecimiento de la política monetaria a partir del verano, con el establecimiento de limitaciones al crédito, se han obtenido unos resultados enormemente alentadores desde el punto de vista de las magnitudes monetarias y crediticias. Sin embargo, no puede decirse lo mismo de la evolución de las variables que constituyen los objetivos finales de la política monetaria. En efecto, la acusada desaceleración de los activos líquidos en manos del público y de la financiación recibida por el sector privado no se corresponde, por el momento, con un freno en el gasto y la actividad productiva de la magnitud deseada. A pesar de que, en este terreno, las incertidumbres son todavía muy grandes, la evolución de los indicadores de demanda y de producción, así como los datos más recientes sobre el empleo, reflejarían una modesta reducción del ritmo de actividad, insuficiente para contener el deterioro manifiesto de la balanza de pagos por cuenta corriente y para reconducir la tasa de inflación hacia ritmos más acompasados con los de los países de nuestro entorno.

Existe una gran incertidumbre, además, acerca de si la moderación obtenida en el crecimiento del gasto nominal en los últimos meses pudiera tener un carácter temporal. La naturaleza de las restricciones impuestas a la financiación de familias y empresas podría haber conseguido aplazar, pero no disuadir, las decisiones de gasto. Ello obliga a persistir en el control estricto de la oferta de recursos prestables para evitar la aparición rápida de un rebrote inflacionista y la expansión del ya abultado déficit exterior.

Por último, debe destacarse que, en los cuatro últimos años, la economía española ha registrado tasas de crecimiento real muy superiores a las del núcleo central del SME, mientras se mantenían diferenciales también elevados de la inflación y los costes laborales. Los compromisos contraídos con el

acceso de España a la Comunidad Económica Europea exigen un esfuerzo muy considerable de aproximación, que va tomando un carácter más urgente a medida que se avanza en el proceso de integración de las economías europeas. Por ello se hace inaplazable un avance significativo en la reducción de tales divergencias ya en 1990, lo que, a su vez, implica la continuación de la tónica estricta de instrumentación de la política económica seguida en la segunda mitad de 1989.

2. LOS OBJETIVOS DE POLÍTICA MONETARIA PARA 1990

De acuerdo con estas premisas, el objetivo de crecimiento de ALP para 1990 se ha fijado en un 8 %, con un margen de fluctuación de + 1,5 puntos. Al propio tiempo, se ha establecido un límite del 10 % a la expansión del crédito concedido por las instituciones financieras al sector de empresas y familias.

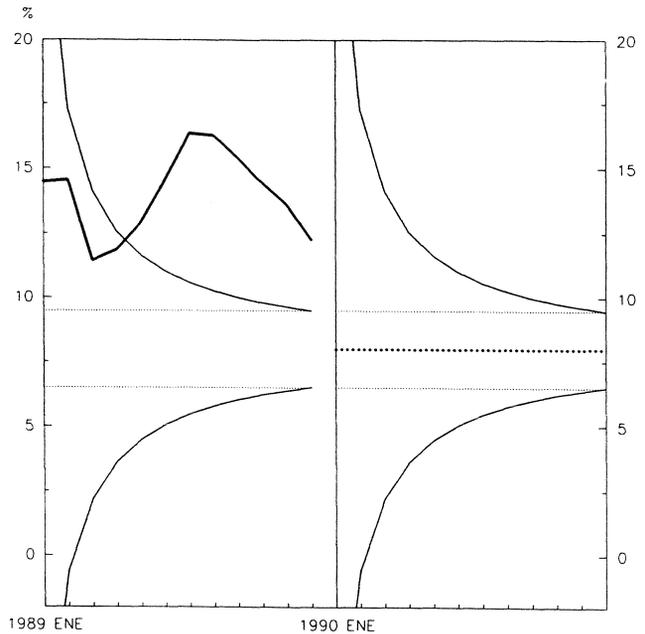
Esta formulación de los objetivos se apoya, por una parte, en la utilidad instrumental de las limitaciones del crédito para el control de ALP, dados los condicionamientos que la permanencia de la peseta en el Sistema Monetario Europeo impone para controlar su evolución a través de los tipos de interés. Por otra parte, los límites del crédito al sector privado garantizan que el esfuerzo que las Administraciones Públicas realicen en el sentido de disminuir sus necesidades financieras no revertirá, inmediatamente, en una mayor disposición de recursos para financiar el gasto del sector privado. Por último, el levantamiento de este tipo de restricciones establecidas en julio de 1989, antes de que se haya producido una moderación significativa y de carácter permanente de la demanda nominal, podría originar el desencadenamiento brusco de una corriente de gasto temporalmente contenida, con efectos muy peligrosos en el medio plazo.

Se estima que este objetivo es coherente con una reducción del ritmo de avance de la demanda interior nominal entre tres y cuatro puntos y del PIB nominal en torno a dos puntos, con una moderación del crecimiento real de esta variable y con un descenso de la tasa de inflación. La disminución de la divergencia entre la tasa de aumento del gasto nominal en España y en el conjunto de países que forman el núcleo del SME debe colaborar decisivamente a la contención del desequilibrio exterior y a consolidar la estabilidad de la peseta dentro del marco de los compromisos adquiridos con el Sistema Monetario Europeo.

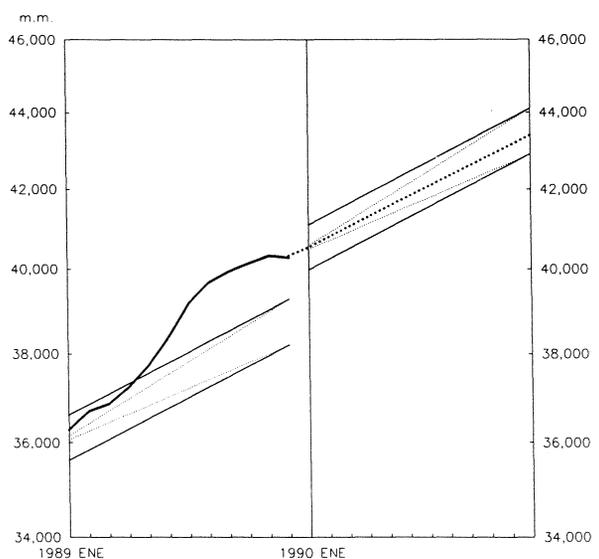
Los objetivos monetarios para 1990 incorporan la previsión de un cierto aumento de la velocidad de

4. ALP Y OBJETIVOS DE CRECIMIENTO (a)

Tasa acumulada sobre diciembre anterior



Medias mensuales de datos diarios



1989 bandas entre el 6,5% y el 9,5%.
1990 bandas entre el 6,5% y el 9,5%.

(a) El origen del cono y túnel para 1990 está referido al dato provisional de diciembre de 1989.

circulación de ALP, frente a la leve caída de esta magnitud para el conjunto del año 1989. Este fenómeno resulta coherente con los principales desarrollos que se esperan en los mercados financieros y con la evolución que se ha detectado en la segunda mitad de 1989, que, a su vez, se relaciona con el establecimiento de limitaciones a la concesión de crédito a las familias y las empresas. En efecto, la imposición de una restricción de oferta de recursos prestables al sector privado obliga a los agentes de éste bien a restringir sus planes de gasto, bien a financiarlos por vías alternativas, o bien a reducir sus posiciones líquidas. En una situación de auge económico, con rápido aumento de los recursos generados por las empresas y de la renta de las familias, estos agentes pueden tender a financiar sus planes de gasto con cargo a los recursos generados en el período o la riqueza financiera acumulada en períodos anteriores (en buena parte, materializada en instrumentos bancarios). Esta descripción cuadra bastante con lo ocurrido en el segundo semestre de 1989, en el que la disminución del ritmo de aumento del gasto nominal no ha guardado proporción con la fuerte reducción de las tasas de expansión de ALP y de su principal contrapartida, el crédito interno al sector privado. Así, la restricción de oferta de crédito a las

familias y las empresas induce un estancamiento relativo de los pasivos bancarios, que es tanto más acusado cuanto más moderadamente se comporte la demanda de recursos por parte del sector público, de forma que las instituciones no puedan sustituir su negocio crediticio por la compra de títulos de deuda, financiados a través de cesiones temporales.

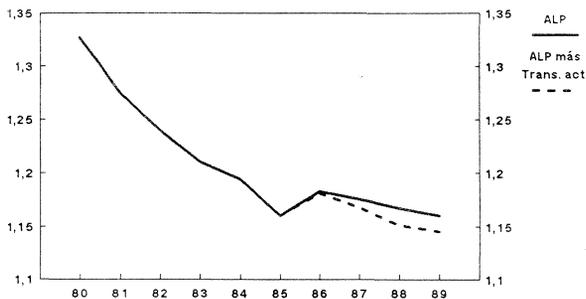
Es de esperar, por otra parte, que la persistencia de los controles de crédito, necesaria por los motivos anteriormente expuestos, origine, finalmente, una reactivación de mercados alternativos a los depósitos y créditos bancarios, como el de pagarés de empresa y, eventualmente, los de obligaciones y títulos de renta variable, en la medida en que las vías de financiación actualmente utilizadas tiendan a agotarse. Junto a estos mercados, es previsible que continúe el auge de los pagarés forales, instrumentos no incluidos en ALP y que, dado el creciente control fiscal sobre los pasivos bancarios, se han convertido en una de las escasas opciones para los demandantes de instrumentos fiscalmente opacos.

En contrapartida, la disminución del coeficiente de caja supondría una reducción notable de la desventaja comparativa de la emisión de pasivos bancarios computables, y, por tanto, un estímulo a la demanda de ALP. Ello tendería a disminuir la magnitud del aumento previsible en la velocidad de circulación de ALP, pero, en unas circunstancias de escasez de colocaciones de activo por parte de las instituciones bancarias, este factor podría ser, verosímelmente, más utilizado por las instituciones para mejorar sus márgenes o, en su caso, reducir su dependencia del mercado interbancario, que para estimular el crecimiento de su pasivo.

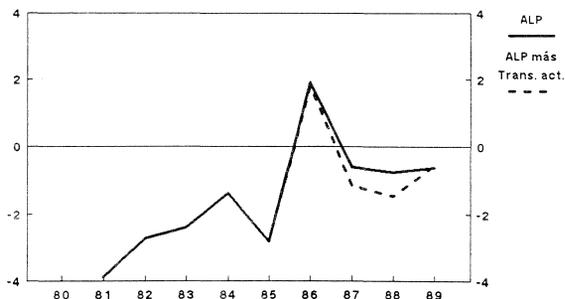
Es evidente que la importancia relativa de los factores antes reseñados a lo largo de 1990 presenta cierto grado de incertidumbre. Sin embargo, la banda de fluctuación establecida en torno al objetivo central de ALP se pretende que proporcione a la autoridad un margen de maniobra suficiente para mantener el grado de tensión monetaria requerido de acuerdo con la evolución de la demanda de ALP y de instrumentos alternativos.

En definitiva, el objetivo de ALP programado para 1990 sigue una línea de continuidad con el crecimiento moderado de esta magnitud, que se viene produciendo desde julio de 1989. La limitación al 10 % del crédito interno a las familias y las empresas es, asimismo, coherente con la tendencia seguida en la última parte del año pasado y se establece dentro de un contexto de freno al deterioro progresivo de la capacidad financiera del sector y de acuerdo con el cuadro de los flujos financieros programados para

5. Evolución de la velocidad de circulación respecto al PIB



TASAS DE VARIACION



1990, en términos de las restantes contrapartidas de ALP: las contribuciones a la creación de liquidez del sector exterior y del sector público, así como los recursos generados por las propias instituciones financieras.

La evolución previsible del sector exterior en 1990 está enmarcada por la tendencia al deterioro del saldo por cuenta corriente, que pasó de un déficit del 0,9 % del PIB en 1988, al 3 % en 1989. Para 1990 se prevé una moderación apreciable de esta tendencia, en buena parte determinada por la política financiera programada para este año, de forma que el déficit se sitúe en torno al 3,5 % del PIB.

En cuanto a las entradas de capitales, seguirán produciéndose a buen ritmo, pero no es previsible que aumenten en cuantía significativamente superior a la del déficit exterior, de forma que en 1990, al contrario que en 1989, no se debería producir una acumulación cuantiosa de reservas. Las inversiones extranjeras deben seguir alcanzando niveles elevados, y, dentro de ellas, tanto las inversiones directas como en cartera, tenderán a estabilizarse en torno a los niveles actuales, o con avances modestos. Los créditos exteriores, por su parte, podrían experimentar un cierto incremento. En dirección contraria operarían los flujos de capitales de España hacia el exterior, para los que puede preverse un aumento significativo. Las entradas de capital a corto, dentro de la elevada incertidumbre a que siempre están sujetas, es previsible que experimenten una cierta reducción, dadas las expectativas de menor firmeza de la peseta, y dado que la acción más contractiva de la política fiscal disminuye la probabilidad de nuevas alzas de los tipos de interés, aunque éstos deberán continuar en niveles elevados.

Las previsiones para el déficit público en 1990 permiten cifrar el aumento del crédito interno a las Administraciones Públicas en torno al 9-10 %.

Al propio tiempo, es de esperar que se produzca una reducción apreciable en los elevados ritmos de aumento de los otros pasivos y de los recursos propios de las entidades financieras. De esta forma, las instituciones financieras verían disminuido su actual grado de independencia relativa de las condiciones en los mercados monetarios para la concesión de créditos y se ligarían más estrechamente la evolución de ALP y la del crédito interno a empresas y familias.

El cuadro de flujos financieros compatible con los objetivos monetarios para 1990 presenta, por tanto, un panorama más estricto, que debe, finalmente, incidir sobre las decisiones de gasto de los agentes, a

medida que se agoten los márgenes para la financiación del gasto a través de los recursos generados en el período o de la riqueza financiera acumulada en períodos anteriores. Este marco, favorecedor del ahorro, establece las condiciones precisas para detener el empeoramiento de las cuentas financieras del sector privado y, paralelamente, reducir las tensiones inflacionistas y el crecimiento acelerado del déficit exterior. De esta forma, a lo largo de 1990 se pretende impulsar un avance sensible en la convergencia de la evolución económica española con la de los países centrales del SME, que permita la sostenibilidad del tipo de cambio en niveles compatibles con los compromisos adquiridos y, sobre todo, mejore la posición competitiva de nuestra economía ante la perspectiva del mercado europeo integrado.

22-I-1990.

Los ingresos por turismo en la economía española: evolución reciente y análisis causal

Este artículo, elaborado por Antoni Espasa, Rosa Gómez-Churruca y Javier Jareño, es un resumen del Documento de Trabajo n.º 9002, «Un análisis económico de los ingresos por turismo en la economía española», realizado por los mismos autores.

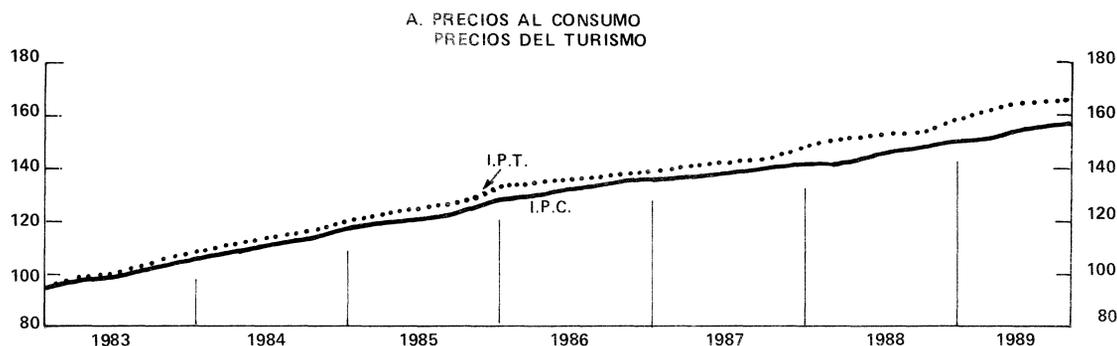
Para analizar la evolución de los ingresos por turismo en España se dispone, principalmente, de dos fuentes de información: los ingresos nominales por motivo de turismo, procedente del registro de caja del Banco de España, y el número de turistas entrados, facilitada por el INE.

Analizando los datos del registro de caja del Banco de España a través de un modelo ARIMA univariante, se viene prediciendo que el ritmo de variación del total de ingresos nominales por turismo en 1989 sobre el total de 1988 será negativo, alrededor del $-0,9\%$, con la información disponible hasta noviembre de 1989. Asimismo, si a partir de un modelo ARIMA se predice la tasa de variación del número de turistas en 1989 sobre el de 1988 se obtiene que será también negativa, del $-0,6\%$. Además, esta predicción, que en enero de 1989 se cifraba en un aumento del $4,8\%$, se ha ido revisando a la baja a lo largo del año.

Las predicciones anteriores indican que 1989 y 1988 son los años de la década de los ochenta en los que los ingresos por turismo corregidos de inflación (es decir, en términos reales) registran variaciones negativas. Pero, además, los ingresos nominales, en 1989, pueden experimentar unos resultados desfavorables sin precedentes en muchos años.

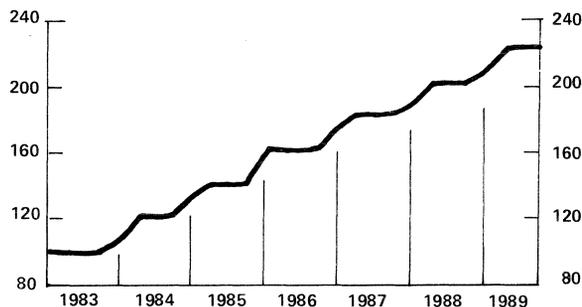
El análisis de las causas de la evolución que está experimentando el turismo en España requiere, entre otros factores, la consideración del comportamiento de los precios de dicho sector. Para ello, se ha utilizado un índice de precios del turismo elaborado por el Servicio de Estudios del Banco de España, siguiendo la metodología proporcionada por la Subdirección General de Planificación y Prospectivas Turísticas. Dicho índice se representa, junto con el IPC, en el gráfico 1.A, donde se detecta que, desde 1983, el índice de precios de turismo viene registrando incrementos superiores al IPC. Por ejemplo, en 1988, frente a un incremento acumulado del IPC del $5,8\%$, el índice de precios de turismo creció el $7,03\%$. En la evolución del índice de precios de turismo tienen especial importancia los precios de «hoteles y alojamientos» y los de «viajes turísticos (todo incluido)» que tienen una ponderación del $17,84\%$ y del $13,80\%$, respectivamente. La evolución de dichos componentes se refleja en los gráficos 1.B y 1.C, donde se observa el fuerte crecimiento de ambas variables en los últimos seis años.

1. Índices de precios

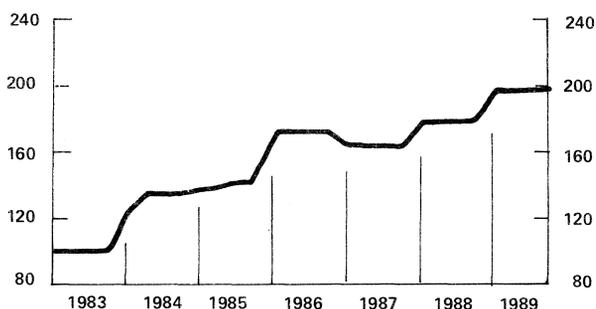


Componentes del índice de precios del turismo

B. INDICES DE PRECIOS DE HOTELES Y ALOJAMIENTOS
PONDERACION 17,84 %



C. INDICES DE PRECIOS DE VIAJES TURÍSTICOS
PONDERACION 13,80 %



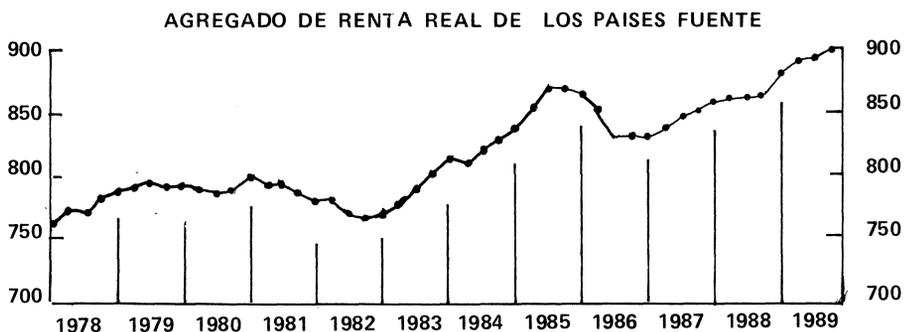
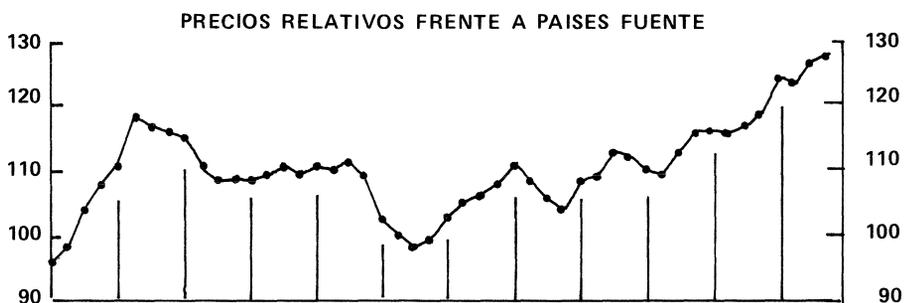
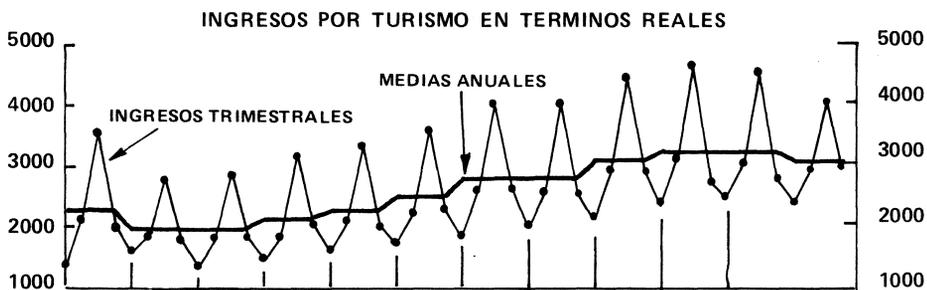
A partir de esta descripción de los ingresos por turismo, y de sus precios, y para analizar con más profundidad las causas de su situación presente, se ha elaborado un modelo econométrico sobre su comportamiento —véase Espasa *et al.* (1989)—, con el que se puede analizar la evolución de los ingresos reales por turismo en los últimos años. El modelo econométrico mencionado se ha construido partiendo del trabajo de Padilla (1987). Las variables explicativas del modelo son: la renta de los turistas, los precios relativos en España respecto de los de los países de origen de los turistas y respecto de los de otros países oferentes de servicios turísticos (véase gráfico 2), una tendencia lineal truncada, que recoge las mejoras en comercialización, infraestructura y calidad en la oferta turística española y un elemento residual que recoge el efecto de «Otras causas» no explicitadas en el modelo. A partir del modelo mencionado se puede establecer en qué medida las distintas variables explicativas están determinando el crecimiento del turismo en España y, muy especialmente, en 1989. El modelo econométrico se refiere a global de ingresos turísticos, y para tener una visión

del comportamiento del turismo en función de los países de origen de los turistas, en la sección III del citado documento se estudia también, a partir de modelos univariantes, el comportamiento de los turistas entrados en España por países de procedencia.

Las principales conclusiones que se derivan del trabajo señalado son:

- Los ingresos reales por turismo han registrado, en 1989, al menos, un descenso estimado en torno a 5,5 % sobre la cifra media del año anterior.
- Los ingresos turísticos son muy sensibles a los precios relativos, con unas elasticidades negativas de 0,8 respecto de los países de origen de los turistas y de 0,5 respecto de los países competidores.
- La renta de los turistas tiene también un efecto importante, con una elasticidad positiva de 0,8.

2. Variables económicas del modelo econométrico



NOTA: Los valores para 1989 (IV) son predicciones.

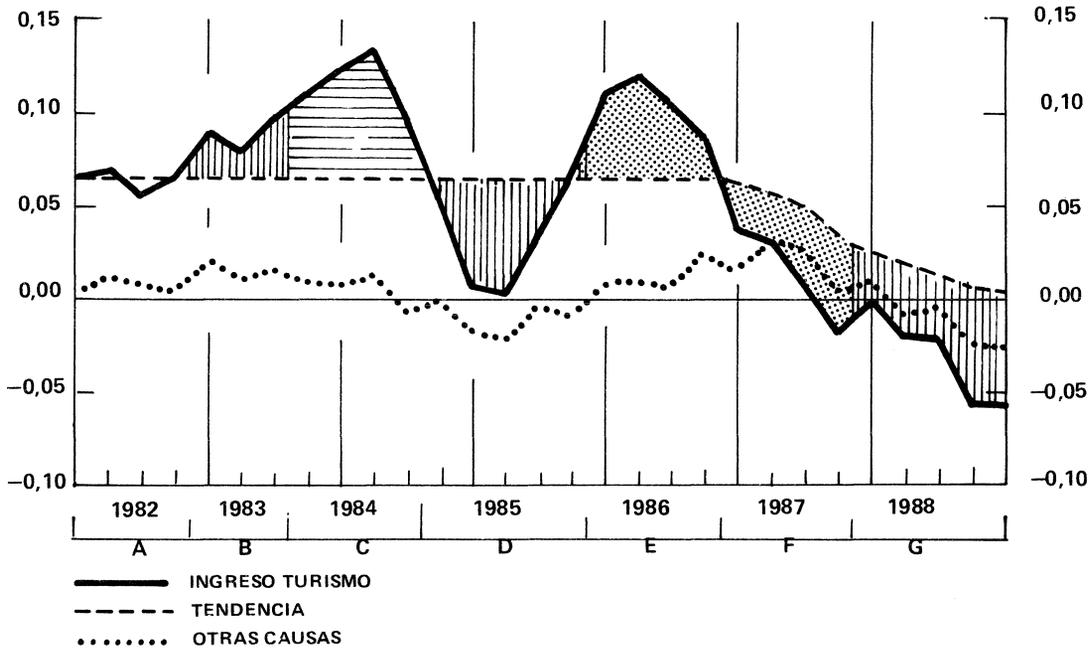
- d) La tendencia que mostraban los ingresos reales por turismo, debida a otros factores no recogidos en las variables anteriores, que estuvo contribuyendo positivamente al crecimiento anual de dichos ingresos, se truncó a partir de 1987, pasando a tener un efecto nulo desde finales de 1988.
- e) Durante el período 1987(IV)-1989(I), el crecimiento de los ingresos reales ha sido negativo (véase gráfico 3), alcanzando valores próximos al -6% en los últimos meses de 1988 y primeros de 1989. Esta situación se debe a que, por una parte, ha dejado de operar el efecto tendencial mencionado y, por otra, a que los precios relativos, tanto respecto a países de origen como competidores, están teniendo una fuerte contribución negativa al crecimiento turístico.
- f) La contribución tendencial, que podría ser debida a las mejoras en infraestructura y calidad en la oferta de servicios turísticos, parece haberse agotado (véase gráfico 3), lo cual, en buena medida, es un hecho inevitable en un plazo más o menos próximo. Así, aunque puede darse un resurgir de dicha tendencia, su efecto será ya, probablemente, menor de lo habitual en la experiencia histórica pasada, por lo que la evolución del sector va a depender, sobre todo, de los principales factores determinantes de la demanda: la renta y los precios relativos. En consecuencia, la evolución actual de dichas variables recobra especial importancia. Sobre la renta de los turistas no pueden influir los agentes económicos españoles, por lo que el centro de atención radica en los precios relativos.
- g) En 1989, factores específicos no explicitados en el modelo, y, por tanto, incluidos en el elemento residual denominado «otras causas», han contribuido en 2,7 puntos porcentuales al incremento negativo de los ingresos reales del sector. Estos factores han podido ser: las huelgas de transporte aéreo, las denuncias de grandes irregularidades en las reservas hoteleras, el excelente clima registrado durante el verano en Europa, las expectativas sobre el tipo de cambio, etc. Además, los ingresos turísticos se deben de estar infravalorando en lo referente a alquileres imputables a apartamentos cuyos propietarios son los propios turistas. Su contabilización adecuada exigiría registrar, en la balanza de pagos, una salida de divisas por rentas (alquileres) de capital (apartamentos turísticos cuya propiedad es de turistas) y un ingreso de divisas, por el mismo importe, en concepto de turismo.
- h) No obstante, en 1989, han sido los precios relativos, frente a países competidores y de origen, la variable que más ha contribuido al descenso de los ingresos medios de 1989 sobre los de 1988 -5,1 puntos porcentuales-. Además, la contribución más negativa ha sido la de los precios relativos con los países de origen de los turistas. Este aspecto es importante si consideramos que dichos países son, principalmente, los de menor inflación de la CEE y que nuestro tipo de cambio está ligado con los suyos a través del mecanismo cambiario SME. Esto implica que la política de contención de precios debe tener como meta lograr diferenciales de inflación muy moderados o nulos con los principales países con los que existe un compromiso de estabilidad cambiaria.

Actualmente la renta de los turistas está creciendo, lo que implica que la demanda turística debe de estar aumentando a nivel internacional y es, por tanto, un momento especialmente importante para ampliar la cuota de turismo de España. No obstante, con la actual evolución desfavorable de nuestros precios relativos, tanto respecto de los países origen como de los competidores, dicha cuota debe de estar reduciéndose, lo que implicaría que el sector turístico español no se está aprovechando de la expansión turística internacional. Se puede afirmar que el futuro del sector depende, más que nunca, de una política de contención de precios que, para que se mantenga en el tiempo, tendrá que basarse en una moderación de los costes y en incrementos significativos en la productividad.

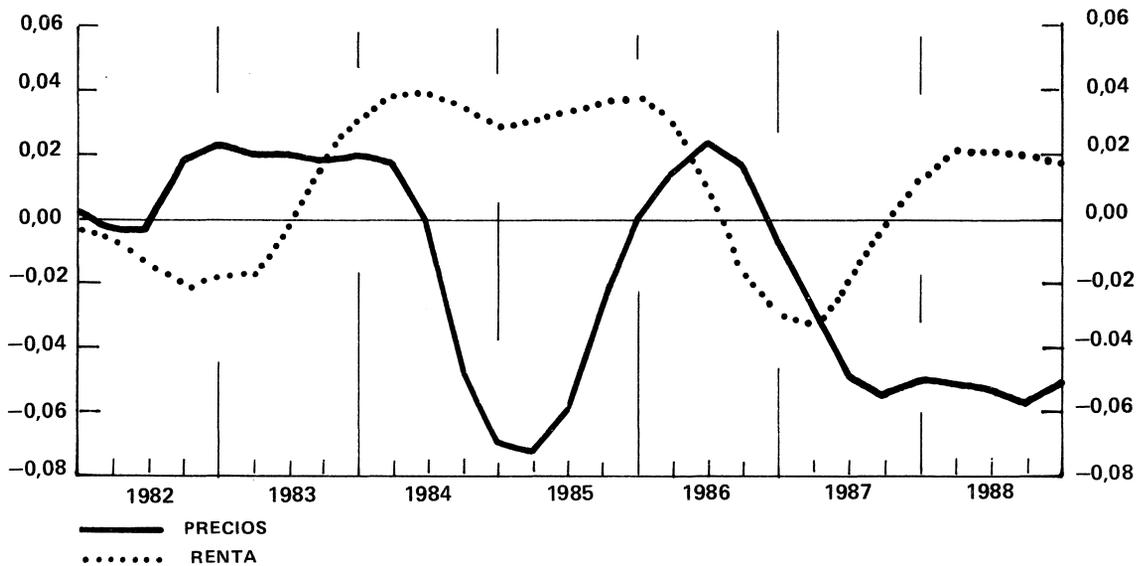
- i) En cuanto a los turistas que vienen a España (gráfico 4) se ha detectado una desaceleración durante 1988 y primer cuatrimestre de 1989, por lo que el crecimiento del total de turistas en 1989 sobre el total de 1988 se espera que sea negativo (-0,6%). Este valor corresponde al que se recoge en el mes de enero de 1989 en el primer panel del gráfico 4. En un análisis por países de procedencia se observa que el número de turistas de varios países registra una situación de crecimiento prácticamente estancado. Solamente el número de turistas alemanes muestra una recuperación sostenida, con tasas de crecimiento cada vez más positivas en los últimos meses, pues la posible recuperación en el crecimiento del número de turistas procedentes de Francia y los Países Bajos

3. Crecimiento anual de los ingresos reales por turismo

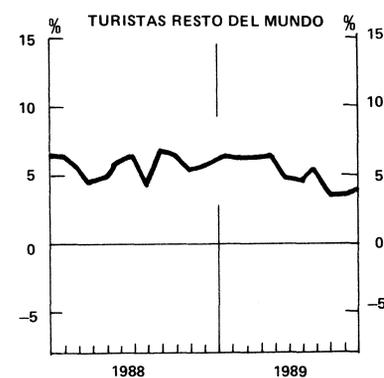
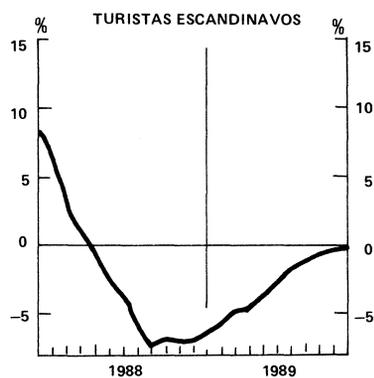
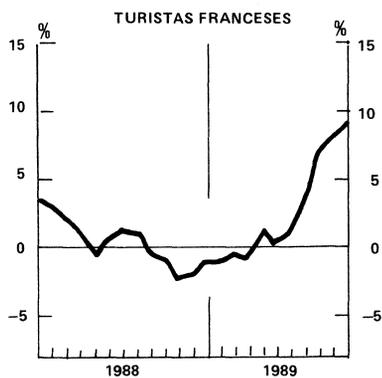
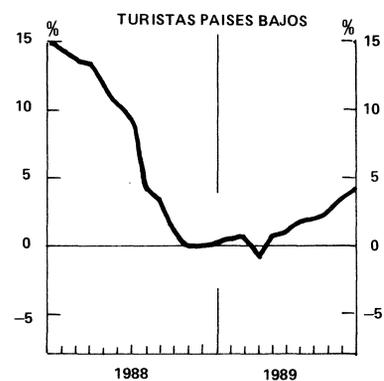
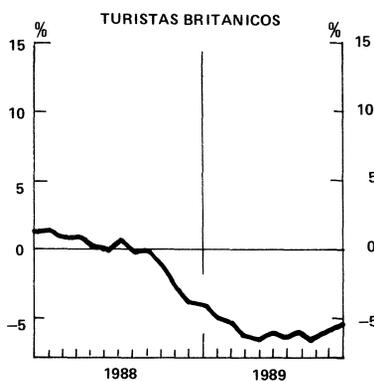
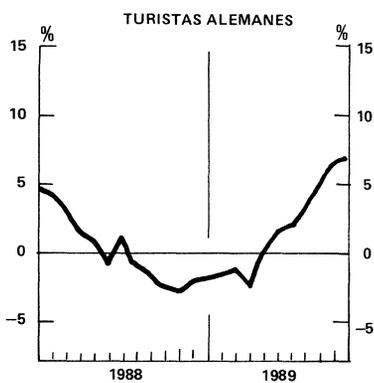
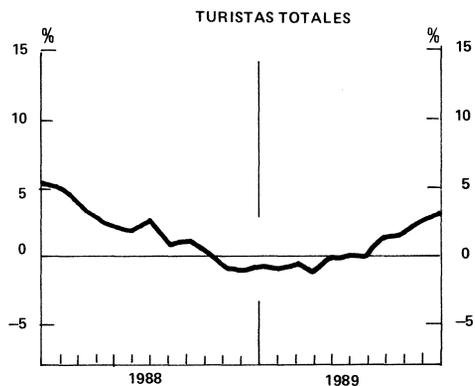
CONTRIBUCION DE LA TENDENCIA Y OTRAS CAUSAS



CONTRIBUCION DE PRECIOS RELATIVOS FRENTE A PAISES FUENTE Y COMPETIDORES, Y DE LA RENTA GLOBAL

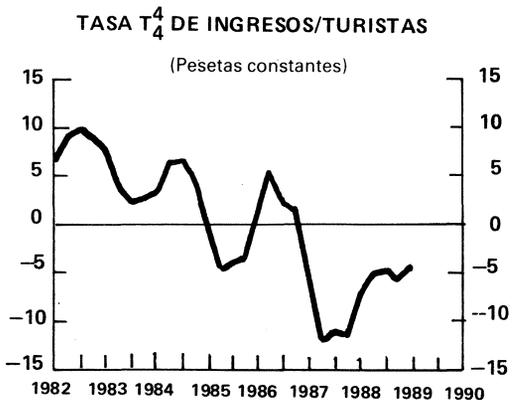
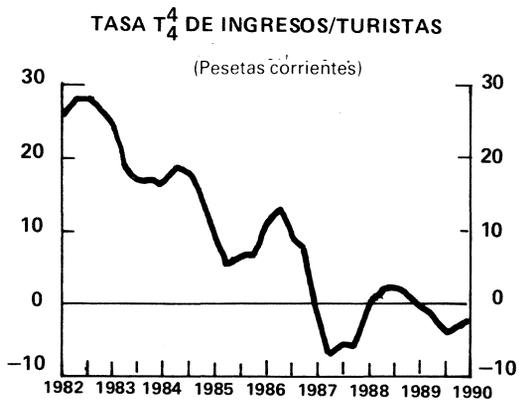
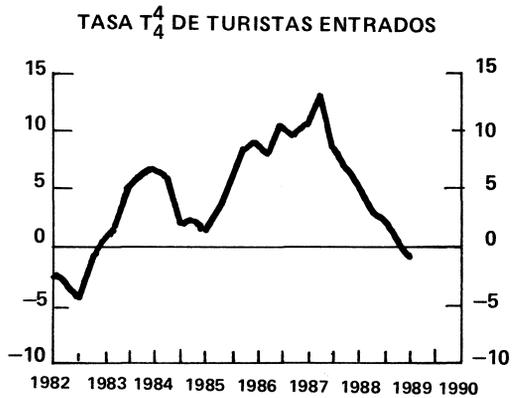
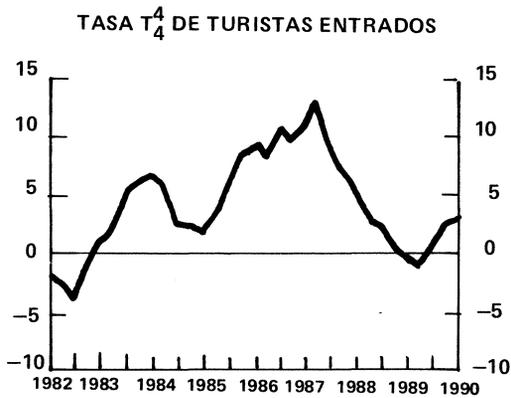
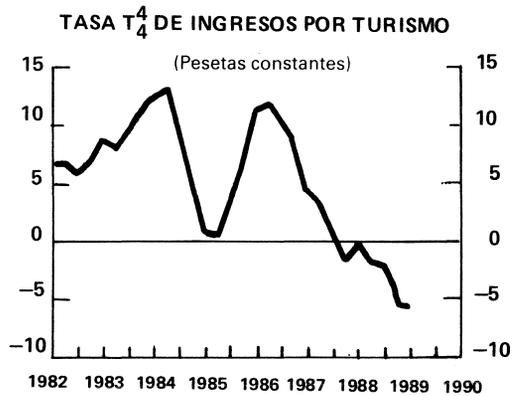
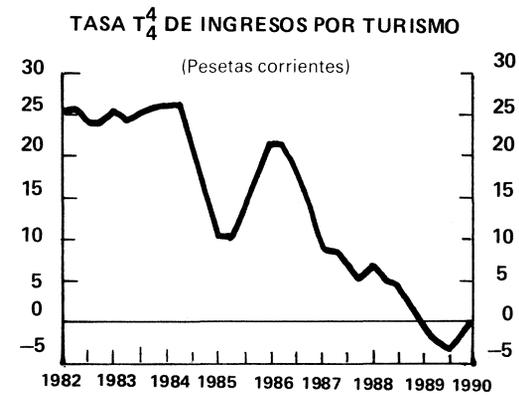


4. Tasas de crecimiento del número de turistas entrados en España, clasificados por países de procedencia (a)



(a) Las líneas continuas representan las tasas de crecimiento, calculadas con información hasta noviembre de 1989, de la media de las doce observaciones que comienzan en el mes t, sobre la media de las doce observaciones anteriores. En el cálculo de dichas tasas para los últimos once meses (enero de 1989 a noviembre de 1989) se utilizan predicciones.

5. Ingresos por turismo y turistas entrados (a)



(a) Las tasas T_4^4 se dan centradas, por lo que el cálculo de sus valores a partir de 1989 requiere predicciones de la correspondiente serie original. Sobre los ingresos reales sólo se dispone de la predicción del último trimestre de 1989, mientras que sobre ingresos nominales y número de turistas se dispone de predicciones hasta finales de 1990. Por ello, las tasas representadas en los gráficos de la derecha acaban un año antes que las tablas representadas en la izquierda.

es todavía muy incipiente (1). Con todo ello, el número total de turistas parece encontrarse en el comienzo de una fase de recuperación, registrando en la actualidad tasas de crecimiento muy próximas al 3 %, con expectativas de que dicha tasa se mantenga en el futuro próximo.

- j) El número de turistas ha tenido una evolución distinta a la de los ingresos reales, lo que implica que los incrementos de los ingresos, tanto nominales como reales, por turista están teniendo valores negativos (gráfico 5). La conclusión es que no sólo se están deteriorando los ingresos por turismo, sino que también se está deteriorando la calidad del turismo, ya que, el gasto por turista, en términos nominales y reales, está descendiendo y se espera que dicho proceso continúe en el futuro inmediato. Así pues, la posible recuperación en cuanto al número de turistas no parece arrastrar, al menos por el momento, una recuperación de los ingresos reales totales, ya que el gasto nominal aparente por turista está descendiendo de nuevo.

BIBLIOGRAFIA

ESPASA, A., GOMEZ-CHURRUCA, R. y JAREÑO, J. (1990): «Un análisis econométrico de los ingresos por turismo en la economía española», Documento de Trabajo 9002, Servicio de Estudios del Banco de España.

PADILLA, R. (1987): «La demanda de servicios turísticos en España», tesis doctoral, Facultad de CC.EE., Universidad Complutense, Madrid.

22-I-1990.

(1) Es decir, la recuperación que aparece en los gráficos referentes a Francia y a los Países Bajos se obtiene solamente al utilizar predicciones basadas en noviembre de 1989 sobre el nivel de las series para calcular las correspondientes tasas.

Ajuste en la paridad central y reducción en la amplitud de la banda de fluctuación de la lira italiana en el SME

Este artículo ha sido elaborado por Javier Maycas Tarascón, del Departamento Internacional del Banco de España.

1. INTRODUCCION

Los Ministros de Economía y Finanzas y los Gobernadores de los bancos centrales de los países de la CEE aprobaron por unanimidad (1), el pasado día 5 de enero, la decisión del gobierno italiano de reducir la amplitud de la banda de fluctuación de la lira italiana en el SME. Al mismo tiempo, se decidió devaluar en un 3,68 % la paridad central bilateral de la divisa italiana respecto al resto de las monedas participantes en el acuerdo cambiario del SME, de forma que el límite inferior de la nueva banda de fluctuación coincidiera con el existente anteriormente (2). Se trata, por lo tanto, de dos decisiones simultáneas: un ajuste en la paridad central de la lira italiana y una reducción en la amplitud de su banda de flotación. Las paridades centrales bilaterales del resto de las monedas no sufrieron alteración.

La existencia de bandas de fluctuación superiores al $\pm 2,25\%$ es considerada en los textos legales que definen la operativa del SME como una situación transitoria, a la que podían recurrir inicialmente los países con el compromiso de ir reduciéndola en la medida en que lo permitieran las condiciones económicas. Las autoridades italianas han estimado que había llegado el momento de proceder a tal reducción, incluso con antelación a que se produzca la plena liberalización en los movimientos de capital entre Italia y el exterior, lo que demuestra el grado de confianza de las autoridades italianas (y del resto de los países de la CEE) respecto a la evolución futura del tipo de cambio de la lira, y constituye un claro progreso en el proceso de reforzamiento del SME, en el contexto de avance hacia la creación de una Unión Económica y Monetaria Europea.

La decisión de las autoridades italianas de reducir la amplitud de su banda de fluctuación en el SME tendrá, en principio, como consecuencia una intensi-

(1) De acuerdo con el procedimiento comunitario pertinente y una vez consultado el Comité Monetario de la CEE. El acuerdo no exigió la reunión física de los Ministros y Gobernadores, ni del Comité Monetario, sino que se alcanzó telefónicamente. Esta situación ya se había planteado en algún realineamiento anterior, como, por ejemplo, el que se produjo en agosto de 1986, que sólo implicó el cambio en la paridad central de la libra irlandesa respecto a las demás monedas participantes.

(2) Excepto para la banda de la lira italiana con la peseta, ya que al mantenerse en dicho caso la oscilación de $\pm 6\%$, el límite inferior para la lira (superior para la peseta) se modificó en igual dirección y magnitud que la paridad central lira-peseta.

ficación del efecto disciplinario que ejerce sobre la economía italiana su pertenencia al acuerdo cambiario del SME. El reforzamiento de los compromisos cambiarios adquiridos por el gobierno italiano tenderá a aumentar la credibilidad de su política monetaria, orientada hacia la estabilidad de precios, lo que es de prever que tenga unos efectos beneficiosos sobre las expectativas de inflación en Italia.

Desde el pasado 8 de enero, la peseta se convierte en la única moneda actualmente participante en el mecanismo de cambios del SME que goza de una banda de fluctuación más amplia. Uno de los objetivos de las autoridades económicas españolas consiste en proceder a una reducción de la amplitud de dicha banda de oscilación, cuando las condiciones generales de la economía española lo permitan. Sin embargo, dadas las importantes diferencias en el proceso de integración de nuestra economía en la CEE y de nuestra moneda en el SME, respecto al caso italiano, la posibilidad de que las autoridades españolas decidan reducir en el futuro los límites de fluctuación de la peseta en el SME no se han visto afectadas por la decisión recientemente acordada respecto a la lira italiana.

El ajuste de la paridad central de la lira italiana se ha producido tres años después del realineamiento general de paridades que tuvo lugar en enero de 1987. El simple hecho de que no se haya aprovechado esta ocasión para modificar los tipos centrales bilaterales de otras monedas, permitiría concluir que las expectativas de que se produzca un nuevo realineamiento en el SME en un próximo futuro han tendido a disminuir notablemente, tras el ajuste en la paridad de la lira italiana.

El objetivo de este artículo es analizar las principales implicaciones que el ajuste en la paridad central y la reducción en la amplitud de la banda de oscilación de la lira italiana han tenido sobre los mecanismos operativos del SME —especialmente en lo que se refiere a las condiciones de participación de la peseta—. El trabajo consta de cuatro apartados además de esta introducción. En la sección 2 se examinan cómo se han visto afectados los mecanismos de cambios, intervención y créditos como consecuencia de la reciente decisión. La sección 3 señala las implicaciones que tal decisión ha tenido, en particular, sobre las condiciones de participación de la peseta y se comentan las razones que justifican el mantenimiento de una banda de fluctuación más amplia para nuestra moneda. En la sección 4 se analiza el comportamiento de los tipos de cambio de mercado de las distintas monedas participantes en el acuerdo cambiario, tras el ajuste en la paridad de la lira italiana. El artículo finaliza con un apartado de conclusiones.

2. IMPLICACIONES SOBRE LOS MECANISMOS DE FUNCIONAMIENTO DEL SME

La decisión simultánea de devaluar la paridad central de la lira italiana en un 3,68 % respecto al resto de las monedas participantes, al tiempo que se reducía la amplitud de la banda de fluctuación de la moneda italiana a $\pm 2,25$ %, ha implicado una modificación en los tipos centrales bilaterales y en los límites superiores (1) de intervención obligatoria de la lira respecto a las demás monedas de la banda estrecha, mientras que el límite inferior de intervención obligatoria permaneció inalterado. Respecto a la banda de fluctuación de la lira italiana con la peseta, cuya amplitud permanece en ± 6 %, la alteración ha afectado a la paridad central y a ambos límites de intervención obligatoria. En el cuadro 1 se presenta la nueva parrilla de paridades, que recoge los tipos centrales y los límites de intervención bilaterales de todas las monedas participantes, vigente a partir del día 8 de enero de 1990 (2).

Por lo tanto, desde un punto de vista técnico, se trata de un realineamiento (el duodécimo en la historia del SME) que afecta a una sola moneda, ya que la paridad central bilateral de la lira italiana respecto a todas las demás monedas participantes se ha visto modificada. Sin embargo, desde un punto de vista operativo, el margen de depreciación de la lira italiana respecto a las demás monedas de la banda estrecha permanece inalterado (3), como consecuencia de que los límites inferiores de intervención obligatoria no se han modificado. Esta situación, inédita hasta la fecha, que queda reflejada en la parte A del gráfico 1, se ha producido como consecuencia de la decisión conjunta de devaluar la paridad central y estrechar los márgenes de oscilación de la lira italiana al 2,25 %. Como se puede apreciar en el gráfico 1, las nuevas bandas de fluctuación de la lira italiana están totalmente contenidas en las antiguas bandas, excepto en lo que se refiere a su relación con la peseta, en este caso la nueva banda de fluctuación aparece desplazada hacia abajo, solapándose parcialmente con la anterior banda de fluctuación.

A diferencia de anteriores realineamientos, para determinar la nueva paridad central de la lira italiana se partió de su límite inferior de intervención obliga-

(1) Límite inferior de intervención obligatoria de las demás monedas respecto a la lira italiana.

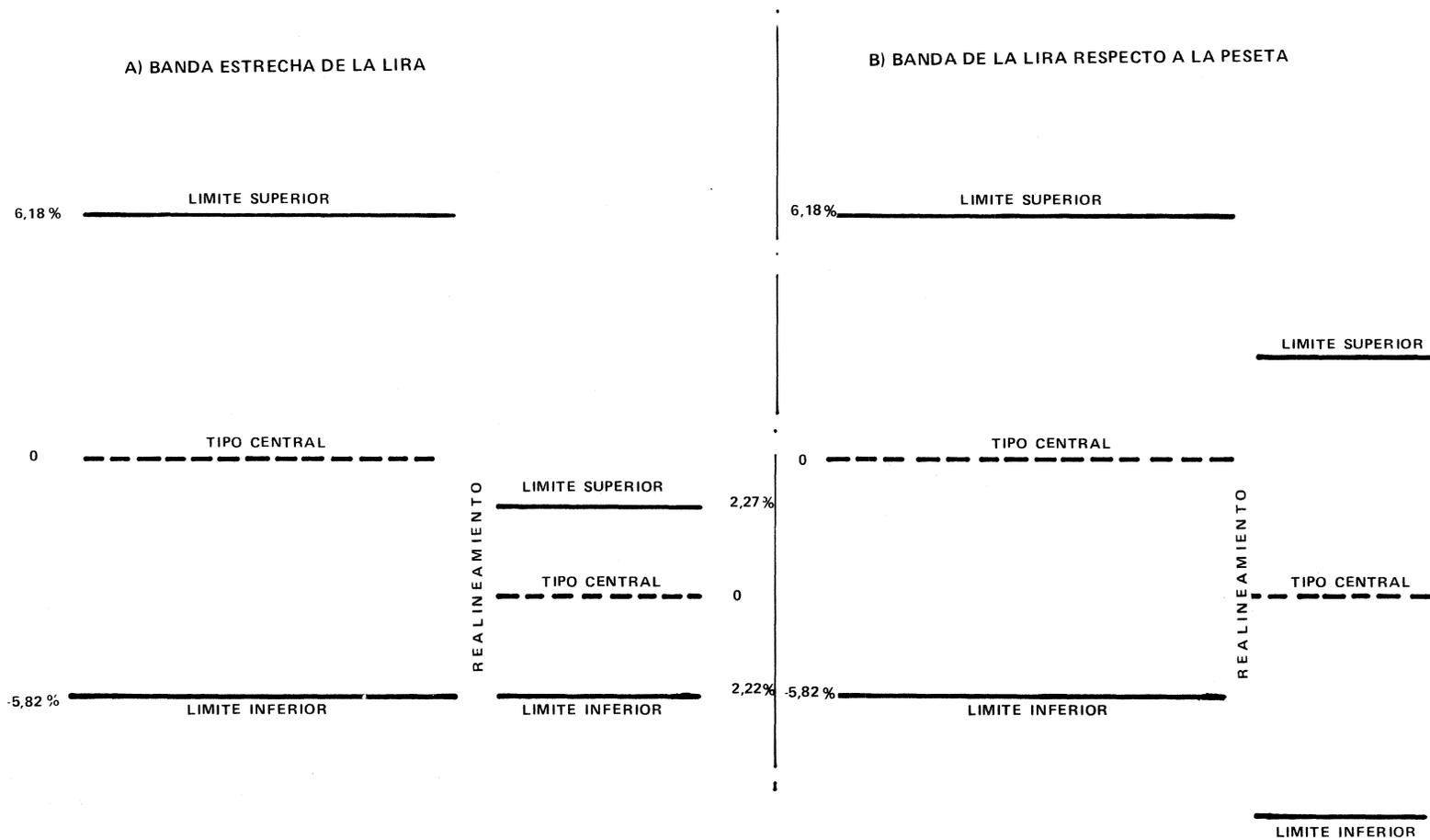
(2) La parrilla de paridades previa se encuentra recogida en el *Boletín Económico* del Banco de España de julio-agosto de 1989 (página 75), así como en el *Boletín Estadístico* en la sección de notas.

(3) Por el contrario, el margen de apreciación de la lira italiana en las bandas de fluctuación del SME se ha reducido notablemente.

1. Tipos centrales bilaterales y tipos de intervención obligatoria para las monedas participantes en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo (vigente desde 8-1-90)

		ECU	FB 100 =	KRD 100 =	DM 100 =	FF 100 =	LIR 1 =	LIT 1000 =	FL 100 =	PTA 100 =	L 1 =	DR 100 =	ESC 100 =
Bélgica-Luxemburgo	+ 2,25 %		-	553,000	2109,50	628,970	56,5115	28,1930	1872,15	33,6930			
(en francos)	Tipo central	42,1679	-	540,723	2062,55	614,977	55,2545	27,5661	1830,54	31,7316	57,8741	22,4376	23,7241
	- 2,25 %		-	528,700	2016,55	601,295	54,0250	26,9530	1789,85	29,8850			
Dinamarca	+ 2,25 %		18,9143	-	390,160	116,320	10,4511	5,2140	346,240	6,23100			
(en coronas)	Tipo central	7,79845	18,4938	-	381,443	113,732	10,2186	5,09803	338,537	5,86837	10,7031	4,14957	4,38749
	- 2,25 %		18,0831	-	373,000	111,200	9,99130	4,98500	331,020	5,52600			
Alemania	+ 2,25 %		4,95900	26,8100	-	30,4950	2,74000	1,36700	90,7700	1,63300			
(en marcos)	Tipo central	2,04446	4,84837	26,2162	-	29,8164	2,67894	1,33651	88,7526	1,53847	2,80595	1,08786	1,15023
	- 2,25 %		4,74000	25,6300	-	29,1500	2,61900	1,30650	86,7800	1,44900			
Francia	+ 2,25 %		16,6310	89,9250	343,050	-	9,18900	4,58450	304,440	5,48000			
(en francos)	Tipo central	6,85684	16,2608	87,9257	335,386	-	8,98480	4,48247	297,661	5,15981	9,41079	3,64853	3,85773
	- 2,25 %		15,8990	85,9700	327,920	-	8,78500	4,38300	291,040	4,86000			
Irlanda	+ 2,25 %		1,85100	10,0087	38,1825	11,3830	-	0,510246	33,8868	0,609772			
(en libras)	Tipo central	0,763159	1,80981	9,78604	37,3281	11,1299	-	0,498895	33,1293	0,574281	1,04741	0,406078	0,429361
	- 2,25 %		1,76950	9,56830	36,4964	10,8825	-	0,487799	32,3939	0,540858			
Italia	+ 2,25 %		3710,20	20062,0	76540,0	22817,0	2050,03	-	67912,0	1222,30			
(en liras)	Tipo central	1529,70	3627,64	19615,4	74821,7	22309,1	2004,43	-	66405,3	1151,11	2099,46	813,954	860,622
	- 2,25 %		3546,90	19179,0	73157,0	21813,0	1959,84	-	64928,0	1084,10			
Holanda	+ 2,25 %		5,58700	30,2100	115,235	34,3600	3,08700	1,54000	-	1,84050			
(en florines)	Tipo central	2,30358	5,46286	29,5389	112,673	33,5953	3,01848	1,50590	-	1,73345	3,16159	1,22574	1,29602
	- 2,25 %		5,34150	28,8825	110,1675	32,8475	2,95100	1,47250	-	1,63250			
España	+ 6,00 %		334,619	1809,40	6901,70	2057,88	184,892	92,2400	6125,30	-			
(en pesetas)	Tipo central	133,889	315,143	1704,05	6500,00	1938,06	174,131	86,8726	5768,83	-	182,386	70,7104	74,7647
	- 6,00 %		296,802	1604,90	6121,70	1825,30	163,997	81,8200	5433,10	-			
Reino Unido		0,728615	1,72789	9,34307	35,6385	10,6261	0,954735	0,476312	31,6297	0,548288	-	0,387697	0,409926
(en libras)													
Grecia		187,934	445,680	2409,89	9192,35	2740,83	246,258	122,857	8158,34	141,422	257,933	-	105,734
(en dracmas)													
Portugal		177,743	421,513	2279,21	8693,88	2592,20	232,904	116,195	7715,95	133,753	243,946	94,5774	-
(en escudos)													

1. Bandas de fluctuación antes del realineamiento



toria, en relación a la moneda cuyo tipo de mercado con la ECU se encontraba más próximo a su tipo central, en este caso la libra irlandesa (1). Dividiendo este límite inferior bilateral por uno más el margen de depreciación (+ 2,2753 %) se obtuvo la nueva paridad central de la lira italiana con la libra irlandesa, que implicó una devaluación del 3,68 % de la moneda italiana en relación a su antigua paridad central bilateral. Una vez determinada dicha paridad central, se aplicó el procedimiento habitual en los realineamientos de paridades en el SME, que consiste en obtener, a partir de los nuevos tipos centrales bilaterales de la libra irlandesa, el tipo central de esta última con la ECU. Cruzando este tipo con las paridades centrales bilaterales de la libra irlandesa se obtienen los nuevos tipos centrales de la ECU en relación al resto de las monedas, y a partir de ellos se determina la nueva parrilla de paridades. En el Anexo se ofrece con detalle la aplicación del proceso a través del cual se determina dicha parrilla de paridades.

El ajuste en la paridad de la lira italiana ha provocado la modificación del tipo central de la ECU en relación a todas las monedas participantes en el acuerdo de cambios. En concreto, la paridad central de la lira italiana se depreció un 3 % en relación a la

(1) En anteriores realineamientos se decidió primero el porcentaje de apreciación o depreciación de la(s) moneda(s) a ajustar, en relación a aquella cuyo tipo de mercado con la ECU se encontrara más próxima a su tipo central, para después determinar los límites de intervención, aplicando los correspondientes márgenes de fluctuación máxima.

ECU, mientras que el resto de las monedas sometidas a la disciplina cambiaria se apreciaron ligeramente (un 0,7 %) en relación a su paridad central con la moneda ceca comunitaria. Los tipos nocionales de la ECU respecto a sus monedas componentes que no participan en el mecanismo de cambios del SME —es decir, libra esterlina, dracma griega y escudo portugués— se ajustaron teniendo en cuenta sus respectivos tipos de mercado. En el cuadro 2 se reflejan las nuevas paridades centrales de la ECU y su modificación relativa, así como las ponderaciones de cada moneda en la ECU a tipos centrales.

Como puede observarse en el cuadro 2, las monedas que han visto apreciada su paridad central con la ECU aumentan su ponderación en la moneda ceca comunitaria, ocurriendo, obviamente, lo contrario para aquellas monedas cuyo tipo central se ha depreciado en relación a la ECU. La modificación de la ponderación a tipos centrales de las distintas monedas en la ECU ejercen su efecto sobre el cálculo del indicador de divergencia y del tipo de interés oficial de la ECU.

El cambio en las ponderaciones de la ECU a tipos centrales afecta al indicador de divergencia en un doble sentido: *a)* alterando la «diferencia máxima de divergencia» de las monedas sometidas a la disciplina cambiaria; y *b)* modificando la magnitud de las correcciones que se aplican a la variación en exceso de los límites en la cotización de las monedas que no pertenecen al mecanismo de cambios del SME. El hecho de que la ponderación conjunta de las monedas no pertenecientes al acuerdo cambiario haya disminuido del 13,82 % al 13,61 %, junto al acerca-

2. Tipos centrales de la ECU

	Tipos centrales		Variación relativa (a)	Ponderaciones a tipos centrales en la ECU		Pro memoria Unidades por ECU
	Hasta 8-1-90	Desde 8-1-90		Hasta 8-1-90 (b)	Desde 8-1-90	
Franco belga-luxemburgués (FB)	42,4582	42,1679	0,69 %	8,08 %	8,14 %	3,431
Corona danesa (KRD)	7,85212	7,79845	0,69 %	2,52 %	2,53 %	0,1976
Marco alemán (DM)	2,05853	2,04446	0,69 %	30,32 %	30,53 %	0,6242
Peseta española (PTA)	133,804	132,889	0,69 %	5,15 %	5,18 %	6,885
Franco francés (FF)	6,90403	6,85684	0,69 %	19,29 %	19,43 %	1,332
Libra irlandesa (LIR)	0,768411	0,763159	0,69 %	1,11 %	1,12 %	0,008552
Lira italiana (LIT)	1483,58	1529,7	-3,01 %	10,23 %	9,92 %	151,8
Florín holandés (FL)	2,31943	2,30358	0,69 %	9,48 %	9,54 %	0,2198
Dracma griega (DR)	150,792	187,934	-19,76 %	0,95 %	0,77 %	1,440
Escudo portugués (ESC)	172,085 (c)	177,743	-3,18 %	0,81 %	0,78 %	1,393
Libra esterlina (L)	0,728627 (c)	0,728615	0,00 %	12,06 %	12,06 %	0,08784

(a) El signo (+) indica apreciación de la moneda en cuestión respecto a la ECU y el signo (-) indica, obviamente, una depreciación frente a la ECU.

(b) Estas ponderaciones estaban vigentes desde el 21 de septiembre de 1989, fecha de recomposición de la ECU.

(c) Vigente desde la fecha de recomposición de la ECU, en que se modificó ligeramente el tipo central de la ECU frente a la libra esterlina, y se asignó, por vez primera, un tipo central a la ECU en relación al escudo portugués.

Fuentes: Comisión de la CEE y elaboración propia.

3. Diferencias máximas de divergencia frente a la ECU

	Hasta 8-1-90 (a)	Desde 8-1-90
FB	2,07 %	2,07 %
KRD	2,19 %	2,19 %
DM	1,57 %	1,56 %
PTA	5,69 %	5,69 %
FF	1,82 %	1,81 %
LIR	2,22 %	2,22 %
LIT	5,39 %	2,03 %
FL	2,04 %	2,04 %

(a) Vigentes desde el 21 de septiembre de 1989, fecha de recomposición de la ECU.

Fuentes: Comisión de la CEE y elaboración propia.

miento de sus tipos centrales a los de mercado, ha permitido aumentar ligeramente la significatividad del indicador de divergencia (1). El cuadro 3 recoge las «diferencias máximas de divergencia» existentes antes y después del reajuste de la lira italiana. Como puede apreciarse, las alteraciones para la mayoría de las monedas son mínimas, excepto para la lira italiana. Como es obvio, la mayor parte de la modificación en la «diferencia máxima de divergencia» de la lira italiana es atribuible a la reducción en la amplitud de su banda de fluctuación.

El tipo de interés oficial de la ECU, que se aplica para la retribución de los saldos de la financiación a muy corto plazo y de las posiciones netas en ECU oficiales, se obtiene como promedio ponderado de los tipos más representativos del mercado monetario de cada una de las monedas componentes, utilizando como ponderación el peso de cada moneda en la ECU a tipos centrales. Es obvio, que al cambiar las ponderaciones de dicho promedio, el resultado del mismo se verá afectado. Utilizando las nuevas ponderaciones con los tipos de interés de las monedas componentes vigentes en noviembre de 1989, se obtiene un tipo de interés oficial de la ECU de 10,82 %, frente al 10,86 % vigente con las ponderaciones entonces aplicables. Como dicho tipo de interés se redondea al cuarto por ciento inferior, su efecto en dicho mes habría sido nulo (2).

(1) Respecto al cálculo del indicador de divergencia, así como las deficiencias que le caracterizan, véase J. Maycas y J. L. Alzola: «La incorporación de la peseta al mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo», en *Boletín Económico*, Banco de España, julio-agosto 1989.

(2) El efecto de un realineamiento sobre el indicador de divergencia y sobre el tipo de interés oficial de la ECU tienden a ser los contrarios a los que se producen ante una recomposición en la ECU. En este sentido, véase M. L. Leyva y J. Maycas: «La ECU: evolución y perspectiva de futuro», en *Boletín Económico*, Banco de España, mayo 1989.

De todo lo anterior, puede concluirse que los efectos cuantitativos sobre los mecanismos operativos del SME, como consecuencia del ajuste de la lira italiana, han tendido a ser muy moderados.

3. IMPLICACIONES PARA LA PESETA

Desde un punto de vista meramente operativo, la situación de la peseta en el mecanismo cambiario del SME se ha visto afectada, por el ajuste de la lira italiana, en los siguientes términos: a) la paridad central y los límites superior e inferior de la peseta en relación con la lira italiana se han apreciado en un 3,82 % (1); b) el tipo central de la peseta respecto a la ECU se ha apreciado en un 0,69 %; y c) la ponderación de la peseta en la ECU a tipos centrales ha aumentado de un 5,15 % a un 5,18 % (2).

Por otra parte, el margen de maniobra de las autoridades españolas dentro de las bandas de fluctuación del SME se amplía, como consecuencia del estrechamiento del margen de oscilación de la lira italiana. En efecto, dada una posición determinada de la peseta en las bandas de fluctuación del SME, la suma del margen máximo de apreciación y depreciación de la peseta (sin salirse de la banda), respecto a cualquier otra moneda, variará entre un 9,75 % (cuando otras dos monedas cualesquiera se encuentren en su límite bilateral máximo del 2,25 %) y el 12 % (cuando el resto de las monedas se encuentren alineadas entre sí). Anteriormente, la suma del margen máximo de apreciación y depreciación de la peseta en las bandas podía variar entre un 6 % y un 12 %.

Otra consecuencia, quizás más importante, es que, tras la decisión de las autoridades italianas, la peseta se convierte en la única moneda entre las que participan actualmente en el mecanismo de cambios del SME que goza de una banda de fluctuación más amplia. Uno de los objetivos de las autoridades económicas españolas consiste en proceder a una reducción en la amplitud de dicha banda de oscilación, cuando las condiciones generales de la economía es-

(1) Recuérdese que aritméticamente el porcentaje de depreciación de una moneda respecto a otra no coincide con el porcentaje de apreciación de la segunda respecto a la primera. En este sentido, véase J. Maycas y J. L. Alzola, *op. cit.*

(2) Igualmente, para el cálculo del indicador de divergencia de la peseta, las correcciones a aplicar por las variaciones de la libra esterlina, dracma griega y escudo portugués en exceso del límite de $\pm 6\%$ se modifican ligeramente, ya que dichas variaciones relativas se determinarían en relación a la peseta, mientras que anteriormente se obtenían en relación a la más débil (en el caso de apreciación) o la más fuerte (en el caso de depreciación) de las dos monedas que gozaban de banda ancha en el sistema (es decir, la lira italiana y la peseta).

pañola lo permitan. En este sentido, hay que subrayar que las causas que justificaron la elección de una banda de $\pm 6\%$ para la peseta, cuando ésta se incorporó a la disciplina cambiaria del SME en junio de 1989, siguen estando, en gran medida, vigentes apenas seis meses después.

A diferencia de la situación italiana, España debe completar un proceso de ajuste de su economía, tras su integración en la CEE, en un período de tiempo sensiblemente más corto, en comparación con el que utilizaron otros países de la CEE en el pasado. En concreto, la economía española está embarcada en dos procesos de ajuste. En primer lugar, el ajuste comercial que se deriva del proceso de desarme arancelario, al que resta una reducción del 35% y que finalizará el 1 de enero de 1993. En segundo lugar, el proceso de liberalización de las transacciones de capital entre nuestra economía y el exterior, cuya fecha límite ha sido fijada en el 31 de diciembre de 1992. Estos dos procesos deberán completarse, al tiempo que se sigue progresando en la convergencia de nuestra economía hacia la situación promedio en la CEE. Así pues, nuestro país deberá realizar, en el próximo futuro, un esfuerzo importante de adaptación de su economía, de forma que se encuentre preparado para afrontar el reto que supondrá la construcción de una Unión Económica y Monetaria en Europa.

4. EVOLUCION DE LOS TIPOS DE CAMBIO DE MERCADO

Desde septiembre de 1989 el marco alemán inició un fuerte proceso de apreciación en los mercados internacionales de cambios. En concreto, entre el mes de septiembre y la primera semana de enero de 1990, el marco alemán se apreció en un 14,8% frente al dólar y en un 14,2% en relación al yen japonés. El fortalecimiento del marco alemán, que fue particularmente intenso desde el pasado mes de noviembre, se ha debido tanto al estrechamiento en los diferenciales de interés entre el dólar y el marco, como a las expectativas de que se mantenga un fuerte crecimiento económico a medio plazo en Alemania, como consecuencia de la posición privilegiada de la economía germana ante el nuevo mercado potencial que se vislumbra, tras los recientes acontecimientos políticos que se han vivido en los países de Europa del Este.

La fortaleza del marco alemán frente a terceras monedas también se reflejó en una ganancia de posiciones de la divisa alemana en las bandas del mecanismo de cambios del SME, a pesar de que se realizaron intervenciones vendedoras de cierta envergadura

4. Posición frente al marco alemán de las distintas monedas del SME (a)

	SEP	1.ª semana ENE 1990	2.ª semana ENE 1990	Porcentaje 16-1-90
FB	-1,47	-1,92	-1,73	-1,56
KRD	-1,84	-1,96	-1,71	-1,48
PTA	+3,83	+0,52	-0,37	+0,39
FF	-0,67	-1,84	-1,59	-1,40
LIR	-0,40	-1,57	-1,55	-1,34
LIT	+0,16	-3,89	+0,12	+0,43
FL	-0,07	-0,23	-0,17	-0,09

(a) Apreciación o depreciación de cada moneda en relación a su paridad central con el marco alemán. El signo (+) indica apreciación y el signo (-) depreciación de la moneda en cuestión.

Fuentes: Comisión de la CEE y elaboración propia.

en algunos países y de las elevaciones en los tipos de interés internos en otras economías (1). El cuadro 4 refleja la apreciación o depreciación de las distintas monedas participantes frente a su paridad central con el marco alemán a los tipos de mercado promedio de septiembre de 1989, primera semana de enero de 1990 (inmediatamente antes del reajuste), segunda semana de enero del presente año (inmediatamente después del reajuste) y a la fecha de cierre de este artículo. Como puede observarse en dicho cuadro, entre septiembre de 1989 y la primera semana de enero de 1990, el marco alemán ganó posiciones respecto a todas las monedas del SME, especialmente en relación a las monedas que gozaban de mayores márgenes de fluctuación, y particularmente frente a la lira italiana.

La reacción inmediata del mercado tras el reajuste permitió que tendieran a reducirse, en general, la distancia entre los tipos de cada moneda y sus respectivas paridades centrales. En concreto, la lira italiana se fortaleció sensiblemente, apreciándose su tipo de mercado respecto al marco en 0,34% en relación a la semana previa. Igualmente, la cotización del franco francés se recuperó, si bien en menor medida, tras el reajuste. Esta evolución de los tipos de cambio de mercado parece responder, en parte, a la práctica desaparición de expectativas de que se pueda producir un nuevo realineamiento en el SME en un próximo futuro. Con posterioridad, y a la fecha de cierre de este artículo, el marco alemán se debilitó ligeramente, lo que permitió que se acercaran más las posiciones de las distintas monedas a sus respectivas paridades centrales.

Tras el ajuste de la lira italiana, la posición de las distintas monedas en la banda de fluctuación del SME

(1) No obstante, y como es obvio, el conjunto de monedas del acuerdo cambiario del SME registró una fuerte apreciación frente al dólar y yen japonés.

se ha configurado momentáneamente con cuatro monedas en la parte superior de la banda (lira italiana, peseta, marco alemán y florín holandés) y otras cuatro monedas en la parte inferior (libra irlandesa, franco francés, corona danesa y franco belga-luxemburgués). La peseta, que inicialmente se debilitó, ha vuelto a recuperar terreno, y comparte en la actualidad con la lira italiana la posición de máxima fortaleza en las bandas del SME. En cualquier caso, la evolución en el tipo de cambio de la peseta ha permitido que, en los últimos tiempos, se situase en las proximidades de su paridad central con el marco alemán.

5. CONCLUSIONES

La decisión de reducir la amplitud de la banda de flotación de la lira italiana en el SME al 2,25 % constituye un claro avance en el proceso de reforzamiento del Sistema. La decisión simultánea de devaluar la paridad central de la lira italiana responde al hecho de que la divisa italiana se encontraba, en el momento de tomar la decisión, depreciada en un porcentaje sensiblemente superior al 2,25 %, respecto a su paridad central con el marco alemán. No obstante, en la práctica, el margen de depreciación de la lira italiana en las bandas del 2,25 % se ha mantenido inalterado, lo que pone de manifiesto que el ajuste trata, sobre todo, de intensificar la disciplina financiera en la economía italiana, de reforzar el funcionamiento del SME y de impulsar, en fin, el avance hacia la creación de la Unión Económica y Monetaria Europea.

ANEXO

PROCEDIMIENTO PARA LOS REALINEAMIENTOS DE PARIDADES EN EL SME

El objeto de este anexo es el de explicar detalladamente cómo, a partir de la decisión de ajustar en una determinada magnitud la paridad de ciertas monedas, se llegan a obtener los tipos centrales de la ECU y los tipos centrales bilaterales de todas las monedas participantes, es decir, la denominada parrilla de paridades del SME.

Habitualmente, lo primero que se decide es qué monedas se van a reevaluar o devaluar y en qué proporción. A continuación, para el cálculo de los nuevos

tipos centrales de la ECU y los tipos centrales bilaterales, se toma como moneda de referencia la divisa que, a los tipos de cambio oficiales de las 14,15 horas del viernes anterior al reajuste (en este caso, el día 5 de enero de 1990), se encontrase más próxima a su paridad central con la ECU (en este caso, la libra irlandesa, que se encontraba depreciada un 0,11 % en relación a su paridad central con la ECU).

En el caso que nos ocupa, la magnitud de la devaluación en la paridad de la lira italiana se determinó de forma que su límite inferior bilateral no se alterara. Al tomar como referencia la libra irlandesa, se partió del límite superior de ésta en relación a la lira italiana (límite inferior de la segunda respecto a la primera). Como el límite superior de la banda estrecha se obtiene multiplicando el tipo central bilateral por 0,977752, la nueva paridad central se obtuvo dividiendo el límite superior existente por dicho factor. Es decir:

$$\begin{aligned} \text{nueva paridad central} &= \\ &= (0,487799/0,977752) = 0,498895, \end{aligned}$$

determinando el nuevo tipo central bilateral de 1.000 LIT = 0,498895 LIR, que comparando con el anterior tipo central (0,517943), implicaba una devaluación de la lira italiana de 3,677... %.

Una vez determinado el margen de devaluación, el siguiente paso consiste en tomar los tipos centrales bilaterales de cada una de las divisas respecto a la libra irlandesa y aplicarles la modificación acordada. Por lo tanto:

	Tipos centrales anteriores	× Variación	=	Nuevos tipos bilaterales de LIR
100 FB	1,80981	100/100		1,80981
100 KRD	9,78604	100/100		9,78604
100 DM	37,3281	100/100		37,3281
100 PTA	0,574281	100/100		0,574281
100 FF	11,1299	100/100		11,1299
1 LIR	1	100/100		1
1000 LIT	0,517943	96,32/100		0,498895
100 FL	33,1293	100/100		33,1293
100 DR	-	-		0,406081
100 ESC	-	-		0,429362
1 L	-	-		1,04741

Para las monedas que no pertenecen al acuerdo cambiario del SME se toman sus tipos de mercado con la libra irlandesa del viernes 5 de enero a las 14,15 horas. Estos tipos se obtienen cruzando los tipos de mercado de la ECU, que eran: 1 ECU = 0,769275 LIR, 1 ECU = 189,439 DR, 1 ECU = 179,167 ESC y 1 ECU = 0,734454 L.

Calculados los nuevos tipos bilaterales respecto a la libra irlandesa, se halla el valor de la ECU en libras irlandesas, de la siguiente manera:

	Composición de la ECU	×	Tipo central bilateral de la LIR	=	Valor de la ECU en LIR
FB	3,431		(1,80981/100)		0,062095
KRD	0,1976		(9,78604/100)		0,019337
DM	0,6242		(37,3281/100)		0,233002
PTA	6,885		(0,574281/100)		0,039539
FF	1,332		(11,1299/100)		0,148250
LIR	0,008552		1		0,008552
LIT	151,8		(0,498895/100)		0,075732
FL	0,2198		(33,1293/100)		0,072818
DR	1,440		(0,406081/100)		0,005848
ESC	1,393		(0,429362/100)		0,005981
L	0,08784		1,04741		0,092004
	1 ECU				0,763159

De esta forma se obtiene el nuevo tipo central de la ECU en libras irlandesas. A partir de este tipo central, se obtienen inmediatamente los restantes tipos centrales de la ECU. Para ello basta con dividir el tipo central de la ECU frente a la libra irlandesa por cada uno de los tipos centrales bilaterales de la divisa irlandesa. Por ejemplo, el tipo central de la ECU en relación a la peseta se obtendría:

$$\begin{aligned} \text{tipo central de la ECU} &= \\ &= (0,763159/0,00574281) = 132,889 \text{ PTA.} \end{aligned}$$

El resto de los tipos centrales de la ECU se obtendría de forma similar.

Cruzando los tipos centrales de la ECU respecto a cada divisa se obtendrían los tipos centrales bilaterales de todas ellas, que aparecen reflejados en el cuadro 1. Por ejemplo, el tipo central de la peseta con relación a la lira italiana sería el resultado de la siguiente operación:

$$1.000 \text{ LIT} = (132,889/1529,7) \times 1000 = 86,8726 \text{ PTA.}$$

Problemas de redondeo pueden explicar que el resultado de esta operación no coincidiera exactamente con el tipo central bilateral del cuadro 1, ya que los tipos centrales bilaterales del resto de las divisas diferentes de la lira se decidió que se mantuvieran inalterados.

Finalmente, los límites de intervención obligatoria se obtienen aplicando a los tipos centrales bilaterales los correspondientes márgenes máximos de apreciación y depreciación. En la práctica, los bancos centrales deciden en teleconferencia redondear dichos límites, para asegurar que se alcancen simultáneamente en todas las plazas financieras de Europa.

16-I-1990.

Regulación financiera: cuarto trimestre de 1989

Tras un tercer trimestre durante el cual, con objeto de encauzar la evolución de las principales magnitudes económicas y monetarias, las autoridades introdujeron un buen número de modificaciones sobre la normativa reguladora de la actividad financiera, el último trimestre de 1989 se ha caracterizado por la escasez de novedades reseñables, ya que las pocas disposiciones que han aparecido o bien afectan marginalmente a los distintos mercados e instituciones o bien se trata de desarrollos de la normativa anterior.

El Banco de España ha realizado una leve modificación de índole técnica sobre la estructura del coeficiente de caja, estableciendo su nivel en el 17 % para todos los intermediarios sujetos, lo que implica una reducción de dos puntos porcentuales en el caso de bancos y cajas de ahorro, de un 1 % en el de cajas rurales y de un 1,5 % en el resto de supuestos. Además, un real decreto ha extendido a las sociedades de arrendamiento financiero la obligación de mantener coeficiente de caja, aunque queda pendiente la concreción de tal obligación.

Se han extendido a todas las entidades de crédito las obligaciones anteriormente existentes para las entidades de depósito en lo relativo a transparencia de las relaciones con clientes, refundiéndose en una única norma el contenido de disposiciones anteriores y liberalizándose la publicidad de las entidades de crédito, salvo en el caso de aquella que haga referencia a costes o rendimientos, que queda sujeta a previa autorización del Banco de España. Por otra parte, esta institución ha dictado una nueva circular sobre recursos propios mínimos de las entidades de crédito, que refunde el contenido de las anteriores y lo adapta a las particularidades que presentan las entidades de crédito de ámbito operativo limitado, sujetas a obligaciones en esta materia desde el pasado verano. Finalmente, el Banco de España también ha dictado normas, dirigidas a las entidades de depósito, en orden a la contabilización de las operaciones de arrendamiento financiero y de las opciones.

Se ha modificado la regulación sobre cuentas financieras, aparecida en el bloque de medidas financieras y fiscales de julio pasado, en el sentido de introducir un requisito adicional para considerar un contrato como cuenta financiera, ya que ahora resulta necesario que el plazo de las sucesivas recompras de los activos financieros por la entidad sea, o pueda resultar, inferior a quince días, o, alternativamente, que la inversión de la totalidad o parte de los fondos se efectúe, o pueda efectuarse, en régimen de copropiedad. Además, quedan sometidos a la autorización previa de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera los modelos de contratos relativos a la distribución de deuda del Estado bajo forma distinta de cuenta financiera.

En lo relativo al control de cambios, hay que hacer constar el levantamiento de la obligatoria constitución de un depósito previo no remunerado sobre el 20 % del contravalor en pesetas del incremento experimentado por las posiciones cortas de las entidades delegadas, y la autorización que se concede a estas últimas para conceder préstamos hipotecarios en pesetas convertibles a no residentes para la adquisición de inmuebles en España, aunque se establecen límites cuantitativos a los mismos. También se han dictado normas en relación con las emisiones de no residentes en el mercado español, que se refieren tanto a los sujetos que pueden realizarlas como al régimen fiscal de las mismas.

El decreto-ley que prorroga los presupuestos generales del Estado para 1989 durante el ejercicio de 1990, contiene varias normas fiscales de interés, como la desaparición de la desgravación fiscal por la adquisición de segunda vivienda, la elevación de la cuantía de los pagos a cuenta del impuesto de sociedades, la modificación del régimen fiscal de cooperativas y del correspondiente a fusiones y escisiones de empresas, y la elevación de algunas de las tasas de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Ha continuado el flujo de disposiciones que desarrollan la ley 24/1988 del mercado de valores. En esta ocasión hay que reseñar una orden ministerial relativa a las emisiones de valores, cuya principal característica es la prohibición de las emisiones indicadas, y varias circulares de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre diferentes aspectos de las sociedades y agencias de valores –comunicación de participaciones en el capital social de las mismas, relaciones de representación, modelos contables públicos y auditorías– y sobre comunicación de participaciones significativas en el capital de sociedades admitidas a negociación en una bolsa de valores.

Finalmente, en el ámbito de la actividad aseguradora se han concretado el plazo y el componente de riesgo de las operaciones que quedaron prohibidas el pasado julio por su similitud con operaciones típicamente bancarias, y se ha aclarado el tratamiento fiscal de los denominados contratos de seguro de vida a prima única, sometiénolos a retención como a cualquier activo financiero.

1. COEFICIENTE DE CAJA: DISMINUCION DEL NIVEL

En las últimas semanas del año, la fuerte demanda de recursos por parte de las instituciones financieras

al Banco de España estaba provocando crecientes dificultades para ser atendidas, dados los límites existentes de préstamo con garantía y el nivel de la cartera de títulos de las entidades. Una vez hechos públicos los objetivos monetarios para 1990, el Banco de España ha considerado que era el momento oportuno para introducir una corrección técnica en el coeficiente de caja de los intermediarios financieros, consistente en una reducción de su nivel, que se ha materializado por medio de la *CBE 21/1989, de 29 de diciembre*. Esta medida fue acompañada por una reducción de los préstamos concedidos por el Banco de España de un importe equivalente al de los recursos liberados, por lo que no debe entenderse como una disminución del grado de tensión monetaria sugerido por las autoridades, sino como una actuación de carácter técnico orientada a normalizar el funcionamiento de los mercados monetarios y a facilitar la instrumentación de la política monetaria.

La disminución, que afecta al tramo remunerado del coeficiente, es de dos puntos porcentuales en el caso de los bancos y cajas de ahorro, de uno y medio en el caso de cooperativas de crédito no rurales, sociedades mediadoras en el mercado de dinero, sociedades de crédito hipotecario y entidades de financiación, y de un punto en el supuesto de las cajas rurales, de manera que el nivel del coeficiente queda fijado en el 17 % para todos los intermediarios sujetos, aunque el tramo remunerado queda establecido en el 9,5 % para los bancos y cajas de ahorro, en el 12,5 % para las cajas rurales y en el 11 % para el resto de intermediarios sujetos. El cumplimiento del nuevo nivel del coeficiente se está exigiendo desde la primera decena de enero de 1990 a los bancos, cajas de ahorro y sociedades mediadoras en el mercado de dinero, mientras que para el resto de entidades se comenzó a aplicar con ocasión del ajuste de depósitos bloqueados correspondiente al pasado 15-1-90.

En otro orden de cosas, el *RD 1530/1989, de 15 de diciembre*, ha extendido a las sociedades de arrendamiento financiero el régimen de coeficiente de caja establecido en la ley 26/1983, de 26 de diciembre, y en las disposiciones que la desarrollan, habida cuenta de que son las únicas entidades de crédito de ámbito operativo limitado que no se encontraban sujetas al mismo. El real decreto citado encomienda al Banco de España la fijación de un calendario, que no excederá de tres años, para la aplicación de tal coeficiente a los pasivos computables de las sociedades de arrendamiento financiero existentes a su entrada en vigor.

2. ENTIDADES DE CREDITO: TIPOS DE INTERES, COMISIONES, NORMAS DE ACTUACION, INFORMACION A CLIENTES Y PUBLICIDAD

La preocupación de las autoridades económicas por la transparencia en las relaciones de las entidades de depósito con sus clientes se reflejó en las órdenes ministeriales de 3 de marzo de 1987 (1) y de 16 de junio de 1988 (2), y en la circular del Banco de España 15/1988, de 5 de diciembre (3). En esta línea de protección de los derechos e intereses de los clientes, se ha publicado una *orden de 12 de diciembre de 1989* que, además de refundir el contenido de las dos órdenes más arriba citadas, da la correcta cobertura jurídica a las normas contenidas en las circulares del Banco de España relativas a tipos de interés, comisiones, normas de actuación e información a clientes, extiende a todas las entidades de crédito las obligaciones en tal materia, y, finalmente, atendiendo a las previsiones de las leyes 34/1988, de 11 de noviembre, general de publicidad, y 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito, liberaliza con carácter general la publicidad realizada por las entidades de crédito que no haga referencia a costes o rendimientos de las operaciones.

La nueva orden no introduce novedades significativas en cuanto a las obligaciones de las entidades con respecto a sus clientes, aunque se adapta a las nuevas prácticas y contiene referencias a operaciones surgidas del intenso proceso de innovación que está viviendo la actividad financiera y no sólo a las clásicas operaciones bancarias. En este sentido, se hace obligatoria la entrega al cliente, medie o no su petición, del documento contractual correspondiente en las operaciones de arrendamiento financiero y en las cesiones de activos no incorporados a valores negociables o de derechos o cuotas sobre cualquier clase de activo. En lo relativo al Servicio de Reclamaciones del Banco de España, la orden modifica el contenido de la memoria que debe publicar anualmente esta dependencia administrativa, ya que exige que en la misma aparezcan los criterios justificativos de las resoluciones favorables a los reclamantes, y un resumen de los criterios aplicados en las resoluciones favorables a las entidades cuando presenten interés general para el público.

Por lo demás, quizá lo más novedoso de la orden radique en que, haciendo uso de la habilitación con-

tenida en el artículo 48.2 d) de la ley de disciplina e intervención de las entidades de crédito para desarrollar la normativa aplicable a la publicidad realizada por dichas entidades, liberaliza con carácter general la publicidad que realicen las entidades de crédito de operaciones, servicios o productos financieros, aunque mantiene la autorización previa del Banco de España en aquella que contenga referencias a costes o rendimientos para el público, y faculta a esta última institución para requerir de las entidades de crédito la rectificación o el cese de la publicidad que no respete las condiciones de autorización y de la que no la hubiese obtenido siendo exigible, y para ejercitar las acciones legales correspondientes.

Se ha aprovechado la ocasión para eliminar algunas de las limitaciones que existían para el reparto o imputación a resultados de los dividendos de los bancos, de las aplicaciones a la obra benéfico social de las cajas de ahorro y de los retornos cooperativos de las cooperativas de crédito, y, en especial, el previo conocimiento de los resultados por parte del Banco de España para anunciar o hacer efectivos tales dividendos, aplicaciones o retornos.

Aunque la entrada en vigor de la orden se produjo el pasado primero de enero, las entidades de crédito distintas de las de depósito tienen un plazo, que caduca el 15 de marzo de 1990, para publicar sus reglas sobre fechas de valoración de cargos y abonos y sus tarifas de comisiones, y otro plazo más dilatado, hasta el 1 de julio de 1990, para dar cumplimiento de sus obligaciones en cuanto a entrega de documentos contractuales y documentos de liquidación de intereses a sus clientes, sin perjuicio de las obligaciones vigentes en el momento de entrada en vigor de la orden.

3. ENTIDADES DE CREDITO: RECURSOS PROPIOS MINIMOS

El régimen vigente sobre recursos propios mínimos a mantener por bancos privados, cajas de ahorro y cooperativas de crédito, arranca de la ley 13/1985, de 25 de mayo (1), y del RD 1370/1985, de uno de agosto (2), y ha sido desarrollado por varias circulares del Banco de España, entre las que resulta especialmente significativa la 25/1987, de 20 de octubre (3). Por su parte, el RD 1044/1989, de 28 de

(1) *Boletín Económico*, Banco de España, abril de 1987, pág. 46.

(2) *Boletín Económico*, Banco de España, julio-agosto de 1988, página 78.

(3) *Boletín Económico*, Banco de España, enero de 1989, páginas 50 y 51.

(1) *Boletín Económico*, Banco de España, julio-agosto de 1985, páginas 51 y 52.

(2) *Boletín Económico*, Banco de España, octubre de 1985, páginas 52 y 53.

(3) *Boletín Económico*, Banco de España, enero de 1988, páginas 45 y 46.

agosto (1), dispuso la sujeción del resto de entidades de crédito a tal régimen de recursos propios mínimos. Ante esta nueva situación, el Banco de España, con la finalidad de refundir el contenido de la dispersa normativa sobre recursos propios por él dictada y de adaptarla a las particularidades que presentan los nuevos intermediarios sujetos a la misma, ha publicado la *CBE 19/1989, de 13 de diciembre*.

En estas condiciones, la nueva circular se limita a concretar y detallar los recursos propios computables; la clasificación de las diferentes clases de activos por grupos de riesgo; los coeficientes específicos aplicables a cada uno de tales grupos, que no sufren variación; el coeficiente genérico que deben cumplir bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito, y que continúa establecido en el 5 %; el método para establecer el límite máximo de concentración de riesgos; las instrucciones para el cálculo de los recargos por grupo o por concentración de riesgos, cuyas cuantías permanecen invariables; y, en fin, la información a rendir al Banco de España en relación con este tema. Únicamente cabe reseñar como novedades dignas de mención la nueva consideración dada a las reservas de revalorización aflozadas con ocasión de procesos de fusión, que no se podrán contabilizar como recursos propios hasta que no se formalice la fusión; el encuadramiento, en uso de la competencia otorgada al Banco de España por el RD 1044/1989, de los créditos derivados de arrendamiento financiero de bienes inmuebles destinados a vivienda, oficinas o locales comerciales polivalentes, en el grupo c) de activos de riesgo, en lugar de hacerlo en el grupo d) con el resto de créditos derivados de bienes cedidos en arrendamiento financiero; la computabilidad a efectos de la determinación de los recursos propios mínimos de las opciones sobre cualquier clase de activo, y no sólo de las opciones sobre divisas; la inclusión de los intereses devengados en la valoración de los activos con intereses o productos anticipados y vencimiento residual superior a un año; y el establecimiento de un límite a la deducción del importe de las participaciones en entidades consolidadas poseídas por otras empresas del grupo no consolidables, fijado en el importe que alcancen las participaciones, apoyos dinerarios o avales creditivos de cualquiera de las entidades consolidadas en el conjunto de empresas del grupo no consolidables. Por lo demás, la circular, siguiendo el esquema del RD 1044/1989, dedica una sección aparte a las sociedades mediadoras en el mercado de dinero, en atención a sus especialidades operativas, y establece los criterios de ponderación de sus inversiones, aunque mantiene en cuarenta y

cinco el número de veces que, como máximo, puede exceder el conjunto de inversiones ponderadas a los recursos propios de la entidad.

También, en relación con los recursos propios de las entidades de crédito, hay que señalar, por último, que el *RD 1530/1989, de 15 de diciembre*, ha habilitado al Ministerio de Economía y Hacienda para desarrollar aspectos concretos del régimen aplicable a los mismos, con la finalidad de facilitar su rápida adaptación, dentro del marco definido por las normas ya vigentes, a las cambiantes realidades del mundo financiero.

4. CUENTAS FINANCIERAS RELATIVAS A DEUDA DEL ESTADO ANOTADA

La inexistencia de una regulación específica para las cuentas respaldadas con activos financieros y, en especial, con letras del Tesoro y otras deudas del Estado anotadas, fue paliada por una orden de 7 de julio de 1989 (1), que definió la cuenta financiera como cualquier contrato en cuya virtud una entidad de crédito u otra entidad financiera, con arreglo a la correspondiente normativa específica, reciba fondos del público para su inversión, por cuenta de sus clientes, en activos financieros, comprometiéndose frente a cada titular a efectuar regularmente, en las fechas o circunstancias estipuladas en el contrato y al precio o rentabilidad convenidos, la compra e inmediata reventa al titular de todo o parte de la inversión. Esta definición ha dado origen a algunas dudas interpretativas, que han obligado a precisar el contenido de la misma por medio de una *orden de 11 de diciembre de 1989* y la *CBE, 20/1989, de 19 de diciembre*.

La nueva orden introduce un requisito adicional en la definición de cuenta financiera, pues exige la concurrencia de una de las dos circunstancias siguientes: a) que el plazo de las sucesivas recompras de los activos financieros por la entidad sea, o pueda resultar, inferior a quince días, o b) que la inversión de la totalidad o parte de los fondos se efectúe, o pueda efectuarse, en régimen de copropiedad. El establecimiento de un plazo potencial máximo de recompra de los activos limita el ámbito de la definición, ya que antes únicamente se hacía una ambigua referencia a las fechas o circunstancias estipuladas en el contrato, mientras que con la declaración de la mera copropiedad de los activos como condición suficiente para la existencia de una cuenta financiera, dicho ámbito queda ampliado. Ambas circunstancias

(1) *Boletín Económico*, Banco de España, octubre de 1989, páginas 44 y 45.

(1) *Boletín Económico*, Banco de España, octubre de 1989, página 41.

son especialmente relevantes en el caso de cuentas financieras respaldadas con letras del Tesoro, debido a las especiales características fiscales y al elevado valor nominal de estos activos.

Por lo demás, la orden somete a la aprobación previa de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera los modelos de contratos relativos a la distribución a la clientela de deuda del Estado bajo forma distinta de cuenta financiera, de venta simple a vencimiento o de mera cesión temporal de carácter no regular, tal y como ya se venía exigiendo con respecto a los modelos de contratos de cuentas financieras respaldadas con deuda del Estado.

Por su parte, la CBE 20/1989, de 19 de diciembre, ha conciliado la normativa del Banco de España con la nueva definición de cuenta financiera. En concreto, dispone que no será de aplicación a las operaciones basadas en deuda del Estado formalizada en anotaciones en cuenta, o en los demás valores negociables cuando la cedente actúe como vendedora a través de un mercado secundario oficial, el encuadramiento en la rúbrica de participaciones de activo del balance de las entidades de depósito de aquellas transferencias de activos cuyo cesionario sea una sociedad perteneciente al grupo de la entidad de depósito, consolidable o no, no sometida al coeficiente de caja, o un fondo de inversión mobiliario cuya sociedad gestora esté controlada por dicho grupo.

Aunque la orden de 11 de diciembre de 1989 entró en vigor el día 15 de dicho mes, establece un plazo, que finaliza el 15 de febrero, para adaptar los contratos de cuentas financieras a la nueva definición y para aprobar los modelos de contratos relativos a la distribución de deuda del Estado entre la clientela. La CBE 20/1989 está vigente desde el pasado primero de enero.

5. ENTIDADES DELEGADAS: DEPOSITO PREVIO EN OPERACIONES DE FINANCIACION EXTERIOR

Los problemas causados por las cuantiosas entradas de divisas registradas a finales de 1988 y principios de 1989, motivaron que el Banco de España dictara la CBE 1/1989, de 31 de enero (1), que obligó a las entidades delegadas a constituir un depósito previo no remunerado en determinadas operaciones de financiación exterior realizadas por ellas mismas o a través de su mediación. La evolución de la situación monetaria interna y externa ha permitido que, por medio de la *CBE 17/1989, de 23 de noviembre*, se haya eliminado en parte aquella obligación.

(1) *Boletín Económico*, Banco de España, abril de 1989, páginas 33 y 34.

En concreto, a partir del 24 de noviembre de 1989 dejó de ser obligatoria para las entidades delegadas la constitución de un depósito en el Banco de España, en pesetas y sin remunerar, por un importe equivalente al 20 % del contravalor en pesetas experimentado por su posición corta vencida de divisas contra pesetas, según la definición de la misma ofrecida por la CBE 1/1987, de 7 de enero. La circular finaliza disponiendo lo necesario para la cancelación de los depósitos constituidos con anterioridad y para la devolución de sus importes a los correspondientes titulares.

6. ENTIDADES DELEGADAS: PRESTAMOS EN PESETAS A NO RESIDENTES

El continuo proceso liberalizador que está viviendo el régimen jurídico de nuestro control de cambios, derivado de unos ineludibles compromisos con el resto de países comunitarios, registró un nuevo avance con la publicación de una orden de 31 de julio de 1989 (1), que permitió a las entidades delegadas la libre concesión a no residentes de préstamos y créditos en pesetas convertibles hasta un monto global máximo del 25 % del saldo medio del importe pasivo diario en pesetas convertibles correspondiente al mes anterior. Recientemente, una *resolución de la Dirección General de Transacciones Exteriores, de 23 de octubre de 1989*, ha desarrollado el contenido de aquella orden.

Lo más significativo de la resolución estriba en la autorización que se concede a las entidades delegadas para otorgar a no residentes préstamos hipotecarios en pesetas convertibles para la adquisición de inmuebles en España, anteriormente sujetos a autorización individual, aunque se establece el mismo límite cuantitativo que para el resto de préstamos y créditos, de modo que su importe global no puede exceder del 25 % del saldo medio del pasivo diario en pesetas convertibles de la entidad prestamista durante el mes anterior.

La resolución aclara que los créditos a la exportación concedidos en pesetas por las entidades delegadas a los clientes no residentes de exportadores españoles, no incluidos en el porcentaje del 25 %, abarcan los créditos directos a compradores extranjeros, las líneas de crédito comprador otorgadas a compradores o entidades de financiación extranjeras, cualquiera que sea su plazo de amortización, y las refinanciaciones en pesetas de créditos documentarios. Por otra parte, también se aclara que si los

(1) *Boletín Económico*, Banco de España, octubre de 1989, páginas 45 y 46.

créditos vivos en pesetas convertibles a no residentes superan el límite del 25 % de los pasivos en dicha clase de moneda a consecuencia de un descenso de estos últimos, los créditos continuarán autorizados hasta su cancelación.

Por último, la resolución, que entró en vigor el pasado dos de noviembre, dicta las instrucciones relativas a la comunicación y control de los préstamos y créditos que nos ocupan.

7. ENTIDADES DE DEPOSITO: CONTABILIZACION DE LAS OPERACIONES DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO Y LAS OPCIONES

La ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito, autorizó a las entidades de depósitos a realizar operaciones de arrendamiento financiero a partir del 1 de enero de 1990. Por otro lado, una resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, de 21 de marzo de 1989, posibilitó la creación de un mercado español de opciones. Una y otra circunstancia hacen necesario ajustar las normas contables de las entidades de depósito a las nuevas operaciones y modificar, en consecuencia, la CBE 22/1987, de 29 de junio, sobre balance, cuenta de resultados y estados complementarios de las mismas. Tal ha sido la labor afrontada en la *CBE 18/1989, de 13 de diciembre*, que entró en vigor el pasado primero de enero.

Con respecto a las operaciones de arrendamiento financiero, la circular dispone, entre otros extremos, que los bienes cedidos en tal régimen deben reflejarse en el activo del balance como inversiones crediticias concedidas al sector que corresponda, valorándolos por el importe pendiente de amortizar sin deducir el valor residual señalado para la opción de compra ni las cargas financieras. El descuento de efectos, recibos u otros documentos representativos de las cuotas a cobrar, no originará la baja en el activo de los bienes cedidos en arrendamiento financiero, aunque deberá reflejarse en cuentas de orden el valor nominal de los efectos que la entidad mantenga en cartera. En cuanto a los bienes recuperados por incumplimiento de contrato por parte del arrendatario o por no haber hecho uso éste de su derecho de opción, la circular dispone su integración en el inmovilizado, contabilizándolos por el valor residual si se trata de no ejercicio del derecho de opción, y por el importe resultante de sumar las cuotas pendientes de cobro, en la parte del principal pendiente y valor residual, las cargas financieras ya devengadas y restar los fondos de cobertura que se hubieran constituido, si se trata de rescisión del contrato por incumplimiento. No obstante, la circular dispone, con

un ánimo cautelar, que tales valoraciones no serán en ningún caso superiores al valor que, mediante una prudente estimación, pudiera esperarse de su venta en el mercado o de su nueva cesión en régimen de arrendamiento financiero.

Para la contabilización de las operaciones de opción sobre valores, tipos de interés y divisas, la CBE 18/1989 dispone que el importe de las primas por compra de derechos de opción deberá incluirse en la cartera de títulos dentro del activo patrimonial, valorándose a los precios de mercado cuando se trate de operaciones contratadas en mercados organizados, y a los precios de coste si se adquieren en mercados no organizados, aunque en este último caso deberán dotarse provisiones con cargo a resultados si, de la diferencia entre el precio de ejercicio implícito en la opción y el valor de mercado del activo subyacente, se infiere que la opción no será ejercida. En cuanto a las primas por venta o emisión de opciones, se dispone su inclusión en la rúbrica efectos y demás obligaciones a pagar del pasivo patrimonial, debiendo contabilizarse con reglas simétricas de valoración a las expuestas para el caso de las opciones compradas. La circular también establece que, en el caso de opciones sobre valores o sobre divisas, si el derecho fuese ejercido por la entidad, su valor contable deberá incorporarse al coste del elemento subyacente adquirido o vendido, y que, en cualquier caso, el valor nominal de los elementos subyacentes comprometidos en los contratos de compra o venta de opciones se debe recoger en cuentas de orden, siendo el elemento subyacente de las opciones sobre tipos de interés el importe de los intereses pactados y el correspondiente a las opciones sobre divisas el contravalor en pesetas de las divisas comprometidas.

8. NORMAS FISCALES PARA EL EJERCICIO DE 1990

La disolución de las Cortes Generales, motivada por la convocatoria de elecciones generales para el pasado 29 de octubre, ha impedido la aprobación de una ley de presupuestos para 1990, lo que ha obligado a activar los mecanismos de prórroga de los presupuestos generales del Estado para 1989 durante el ejercicio de 1990, mediante la publicación del *RDL 7/1989, de 29 de diciembre*, que contiene, entre otros aspectos, varias normas fiscales de interés.

En el ámbito del impuesto sobre la renta de las personas físicas, lo más destacable, además de la adecuación a la evolución del nivel general de precios de la tarifa y del cuadro de deducciones, es la

desaparición de la deducción en la cuota del 10 % de las cantidades invertidas en la adquisición de una vivienda nueva distinta de la habitual. Se mantienen las deducciones en la cuota por adquisición o rehabilitación de vivienda que constituya o vaya a constituir vivienda habitual (15 %), por primas satisfechas por seguros de vida de duración superior a 10 años (10 %), por dividendos percibidos (10 %) y por aportaciones a planes de pensiones sujetos a la ley 8/1987 no deducidas previamente en la base (15 %), y los tipos de retención a cuenta sobre los rendimientos del capital mobiliario (25 %) y de retención en origen sobre los rendimientos de determinados activos financieros emitidos al descuento (55 %).

Se ha aumentado la cuantía de los pagos a cuenta del impuesto de sociedades, de modo que los sujetos pasivos de dicho impuesto deberán efectuar, en los primeros veinte días naturales de los meses de abril, octubre y diciembre, un pago, a cuenta de la liquidación correspondiente al ejercicio que esté en curso el día primero de cada uno de los meses indicados, del 20 % de la cuota a ingresar por el último ejercicio cerrado, cuyo plazo reglamentario de declaración estuviese vencido en dichas fechas, mientras que con anterioridad tales pagos a cuenta se realizaban en julio, octubre y diciembre, por unos importes del 10, 30 y 15 %, respectivamente, de tal cuota.

Se ha aprovechado el RDL 7/1989 para introducir algunas modificaciones en el régimen fiscal de las cooperativas, mientras que el relativo a las fusiones y escisiones de empresas ha sido conciliado con la ley de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las directivas de la Comunidad Económica Europea en materia de sociedades, definiéndose de una manera más precisa las operaciones que tienen la condición de fusiones y endureciendo el acceso a las bonificaciones fiscales derivadas de las mismas. Finalmente, el real decreto ley eleva la cuantía de las tasas a pagar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores por el registro de folletos y por la realización de ofertas públicas de adquisición o venta de valores.

9. MERCADO DE VALORES: EMISIONES

La libertad de emisión de valores en el mercado español fue establecida con carácter general por el artículo 25 de la ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores (1), que, sin embargo, habilitó al Ministro de Economía y Hacienda para prohibir o so-

(1) *Boletín Económico*, Banco de España, octubre de 1988, páginas 61 y 62.

meter a previa autorización las emisiones de determinadas clases de valores. Una *orden de 14 de noviembre de 1989* ha ejercido aquella habilitación prohibiendo las emisiones de valores cuyo principal o cuyos intereses sean revisables en función de la evolución de algún índice general de precios o del precio de algún bien o servicio, salvo si se trata de otro tipo de interés, y exigiendo autorización administrativa previa de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera en los siguientes casos: a) emisiones en el mercado nacional de valores denominados en moneda extranjera; b) emisiones realizadas por no residentes en el mercado nacional; y c) emisiones de valores que, teniendo un plazo de vencimiento superior a dieciocho meses, carezcan de rendimiento explícito o concedan un rendimiento explícito con periodicidad de devengo superior a un año o de cuantía inferior al tipo mínimo previsto para los activos financieros con retención en el origen en la ley 14/1985. La orden concreta que la denegación, o el condicionamiento, de la autorización para realizar las emisiones podrá basarse en su efecto perjudicial sobre la balanza de pagos, el mercado de divisas o los objetivos de la política monetaria, en el menoscabo que puedan suponer sobre el valor de la peseta, o en la inexistencia de un marco normativo y contable adecuado que garantice una prudente periodificación de las cargas financieras soportadas por el emisor y de los rendimientos devengados a favor del emisor, y permite a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera autorizar con carácter general emisiones en las que concurren determinadas circunstancias.

La orden comentada entró en vigor el pasado 26 de noviembre.

10. VALORES EMITIDOS EN ESPAÑA POR NO RESIDENTES

Una orden ministerial de 3 de febrero de 1987 (1) reguló la emisión, negociación y cotización en España de valores denominados en pesetas emitidos en España por organismos internacionales de carácter multilateral de los que España sea miembro, sometiendo a autorización previa de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera su emisión, liberalizando la adquisición de los valores por parte de inversores españoles, y declarando libre su cotización, negociación y circulación. En los últimos meses se han producido dos novedades respecto a este tipo de emisiones.

Por un lado, la disposición adicional de la *orden de 14 de noviembre de 1989* sobre emisiones de va-

(1) *Boletín Económico*, Banco de España, abril de 1987, páginas 52 y 53.

lores, más arriba comentada, extiende el régimen jurídico, establecido en la orden de 3 de febrero de 1987, a las emisiones en pesetas realizadas en España por los organismos internacionales de los que España no sea miembro y por los estados extranjeros o las agencias o instituciones que emitan con su garantía expresa, por lo que unas y otras quedan sujetas al requisito previo de la autorización de la Dirección General del Tesoro, al igual que cualquier otra emisión de valores realizada por no residentes en el mercado nacional, siendo libres la compra de valores así emitidos por parte de los inversores residentes y su cotización, negociación y circulación en España.

Por otra parte, el también comentado *RDL 7/1989, de 29 de diciembre*, aclara y concreta en una única disposición el tratamiento fiscal de los valores emitidos en España por personas físicas o jurídicas no residentes sin mediación de establecimiento permanente, de manera que los rendimientos de capital mobiliario y los incrementos y disminuciones patrimoniales derivados de tales valores obtenidos por no residentes, no se considerarán producidos en España a los efectos de los impuestos sobre la renta de las personas físicas y de sociedades, lo que implica una exención fiscal total. Por el contrario, en el caso de que tales rendimientos e incrementos y disminuciones de patrimonio correspondan a un residente, o a un establecimiento permanente en España de un no residente, sí que existirá una obligación tributaria de carácter personal en los impuestos correspondientes, por lo que la entidad financiera residente que actúe como depositaria de los valores vendrá obligada, si procede, a practicar la correspondiente retención a cuenta.

11. SOCIEDADES Y AGENCIAS DE VALORES: ASPECTOS VARIOS

El régimen jurídico establecido en la ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, para las sociedades y agencias de valores, fue reglamentado por el RD 276/1989, de 22 de marzo (1). En desarrollo del mismo, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) ha publicado últimamente cuatro circulares.

En primer lugar, la *CCNMV 5/1989, de 25 de octubre*, que entró en vigor el 1 de noviembre pasado, determina la forma en que deben ser comunicadas a la propia Comisión y el modo en que han de ser difundidas ciertas informaciones relativas a las socie-

dades y agencias de valores. Con respecto a la titularidad del capital social de unas y otras, la circular dispone que toda transmisión y suscripción de acciones representativas de su capital debe ser comunicada por la sociedad o agencia afectada a la CNMV en el pleno máximo de siete días hábiles a partir de que se tenga conocimiento de la operación, extendiendo tal obligación al adquirente o transmitente en determinados casos: *a)* cuando se trate de miembros del Consejo de Administración o representantes de la propia sociedad o agencia; *b)* cuando el adquirente o transmitente sea una entidad financiera; y *c)* cuando, a consecuencia de la adquisición o transmisión, el porcentaje de capital suscrito que quede en poder del adquirente alcance el 5 % o sus sucesivos múltiplos, o el porcentaje en poder del transmitente descienda por debajo de tales porcentajes. De este modo, la CNMV podrá hacer pública la relación de personas que ostentan una participación superior al 5 % en las sociedades y agencias de valores, y la relación de entidades financieras que son titulares de cualquier porcentaje de participación en las mismas. En lo relativo a altos cargos, la *CCNMV 5/1989* obliga a las sociedades y agencias de valores a la comunicación de los ceses y nombramientos que se produzcan, así como a la cumplimentación de un cuestionario sobre honorabilidad y de un historial profesional que también habrá de remitirse a la propia Comisión. También deben comunicarse a esta última las modificaciones que las sociedades y agencias deseen introducir en su declaración de actividades y la apertura y cierre de sucursales o de cualquier otro tipo de establecimientos secundarios, así como los cambios de domicilio, director y ámbito de actuación de los mismos.

Dado que las sociedades y agencias de valores pueden otorgar representaciones para actuar en el mercado de valores por su cuenta en aquellas actividades que la ley y su objeto social lo permiten, la *CCNMV 7/1989, de 5 de diciembre*, ha establecido el procedimiento a través del cual las sociedades y agencias deben comunicar a la Comisión y hacer públicas estas relaciones de representación. Además, la circular establece la obligatoria e inmediata contabilización en la sociedad o agencia representada de las operaciones realizadas por el representante.

En tercer lugar, la *CCNMV 8/1989, de 20 de diciembre*, ha regulado la forma, detalle, frecuencia y plazo de rendición de los modelos públicos de los estados financieros (balance y cuenta de pérdidas y ganancias) y de las cuentas anuales de carácter público (balance, cuenta de pérdidas y ganancias y memoria) concordantes con ellos de las sociedades y agencias de valores, y ha determinado el modo en que las sociedades rectoras de las bolsas de valores deben re-

(1) *Boletín Económico*, Banco de España, abril de 1989, páginas 36 y 37.

cibir y hacer pública la información contable referente a sus miembros. Finalmente, la *CCNMV 9/1989, de 20 de diciembre*, ha establecido el contenido mínimo de las auditorías de cuentas a que deben someterse obligatoriamente las sociedades y agencias de valores, y del correspondiente informe de las propias sociedades y agencias, así como la forma en que las sociedades rectoras de las bolsas de valores recibirán y harán públicos los informes de auditorías sobre las correspondientes cuentas anuales de sus miembros.

12. SOCIEDADES COTIZADAS EN BOLSA: PARTICIPACIONES SIGNIFICATIVAS

En las disposiciones adicionales y transitorias del RD 276/1989, de 22 de marzo, se fijó en el 5 %, y sus sucesivos múltiplos, el porcentaje de participación en el capital de sociedades con acciones admitidas a negociación en una bolsa de valores cuya adquisición obliga a informar a la sociedad emisora, a las bolsas donde se coticen las acciones y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y se habilitó a esta última para que estableciera el procedimiento para realizar estas comunicaciones, lo cual se ha realizado por medio de la *CCNMV 6/1989, de 15 de noviembre*.

La circular comienza aclarando que debe entenderse por adquisición de una participación no sólo la compra, sino también cualquier otra forma de obtención de una parte del capital de una sociedad cuyas acciones estén admitidas a negociación en una bolsa de valores, independientemente del título jurídico o del procedimiento utilizado y del modo de instrumentación de la titularidad resultante. En el caso de usufructo, se opta por considerar titular a quien ostente el derecho de voto, sea el propietario o el usufructuario, y en los supuestos de copropiedad se toma la misma opción cuando el derecho de voto sea mantenido por uno de los copropietarios.

Están obligados a comunicar las adquisiciones y transmisiones de acciones de sociedades cotizadas a la CNMV, a la sociedad afectada y a las correspondientes sociedades rectoras: *a)* los adquirentes o transmitentes directos de las acciones cuando su propia participación supere o descienda del 5 % o sus sucesivos múltiplos; *b)* la entidad dominante del grupo de entidades en que, teniendo en cuenta la participación de todas ellas en conjunto, se produzca igual circunstancia; *c)* las personas físicas que controlen una o varias sociedades cuando, sumando las participaciones de todas ellas, supera o desciende de los porcentajes señalados; *d)* las personas físicas o jurídicas que, en supuestos distintos de los ante-

rios, hayan adquirido o transmitido a través de una persona interpuesta superando o descendiendo de los porcentajes indicados; y *e)* los miembros de los consejos de administración que adquieran o transmitan acciones de la propia sociedad, por sí o por persona interpuesta, con independencia de la cuantía de la operación y del porcentaje final en su poder.

Por último la *CCNMV 6/1989*, que entró en vigor el 30 de noviembre de 1989, permite a la propia Comisión, a petición del obligado, exonerar del cumplimiento de la obligación de comunicación cuando estime que su divulgación sea contraria al interés público o que perjudica gravemente a las sociedades de que se trate.

13. ENTIDADES ASEGURADORAS: LIMITACIONES OPERATIVAS

Dada la similitud de determinadas operaciones de seguro con las operaciones típicamente bancarias, el RDL 5/1989, de 7 de julio (1), prohibió a las entidades aseguradoras realizar operaciones que implicaran recibir del público fondos reembolsables y cuya finalidad aseguradora apareciera desvirtuada por una insuficiente duración o por una reducida cobertura para los supuestos de muerte y/o invalidez. Últimamente, el *RD 1203/1989, de 6 de octubre*, ha fijado el plazo y el componente de riesgo de tales operaciones prohibidas.

En concreto, se prohíben las operaciones de seguro que combinen una prestación para caso de supervivencia con otra para caso de muerte o invalidez, y las de capitalización cuando unas y otras se realicen por un período inferior a un año, y, aun realizándose con una duración igual o superior a un año, cuando prevean alguna de las siguientes estipulaciones: *a)* el pago dentro del primer año de una parte de las prestaciones aseguradas para el supuesto de supervivencia superior al 50 % de las previstas para esta contingencia, salvo que se trate de capitales o rentas de invalidez; *b)* la entrega durante los tres primeros años de cantidades periódicas en efectivo en concepto de intereses o de cualquier otro equivalente; y *c)* el pago de alguna prestación asegurada para caso de supervivencia en cualquier momento antes del final del tercer año de vigencia del contrato, cuando la prestación total prevista para caso de muerte dentro del mismo plazo sea inferior al 150 % de la prevista para caso de supervivencia. Adicionalmente, el RD 1203/1989 dispone que, con independencia de la duración de la operación, en los

(1) *Boletín Económico*, Banco de España, octubre de 1989, pág. 49.

contratos de seguro que combinen prestaciones de supervivencia y muerte o invalidez, y en los de capitalización, la suma de los valores de rescate y de participación en beneficios, si la hay, no podrá exceder en el primer año del importe total satisfecho en concepto de primas correspondientes a dicho período, y en el segundo año del 93 % de la provisión matemática en el momento del rescate.

Por último, el real decreto, que está vigente desde el pasado 27 de octubre, excluye de su ámbito de aplicación las operaciones de seguro de vida que garanticen prestaciones derivadas de un plan de pensiones acogido a la ley 8/1987, de 8 de junio, sobre planes y fondos de pensiones.

14. FISCALIDAD DE LAS OPERACIONES DE SEGURO A PRIMA UNICA

Las actuaciones llevadas a cabo por la administración tributaria en torno a las operaciones de seguro de vida a prima única con capital diferido, han cristalizado en una *resolución de la Secretaría General de Hacienda de 14 de noviembre de 1989* que aclara el régimen fiscal de estas operaciones

En concreto, la resolución dispone que los contratos de seguro sobre la vida con capital diferido a prima única deberán calificarse con arreglo a su verdadera naturaleza, de modo que se considerarán un activo financiero, con rendimientos sujetos a retención a cuenta, cuando quede probado que se trata de una colocación de capitales retribuida financieramente con ausencia de un verdadero riesgo asegurado. A los efectos del impuesto sobre la renta de las personas físicas, los rendimientos procedentes de estas operaciones tendrán la consideración de rendimientos del capital mobiliario y se integrarán en la base imponible del titular por el importe íntegro correspondiente del que, una vez deducida la retención, resulte la cantidad percibida por el mismo. En el impuesto extraordinario sobre el patrimonio, estos activos se valorarán bien por el nominal del capital que la entidad se haya comprometido a reembolsar, bien por el importe del capital constituido, atendiendo al carácter implícito o explícito de la retribución de este capital.

15. CENTRAL DE ANOTACIONES EN CUENTA: OBLIGACIONES DE LA COMUNIDAD DE MADRID

Los artículos 55 y 56 de la ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, permiten la materialización en anotaciones en cuenta en la Central de

Anotaciones del Banco de España no sólo de la deuda del Estado, sino también de la deuda emitida por comunidades autónomas, por otras entidades y sociedades públicas y por organismos internacionales de los que España sea miembro, siempre que medie autorización del Ministerio de Economía y Hacienda. Recientemente, y cumplido el trámite de autorización previa, una orden de la Consejería y Hacienda de la Comunidad Autónoma de Madrid, de 25 de septiembre de 1989, dispuso la emisión de obligaciones, a 10 años y al 12,5 % de interés anual, representadas en anotaciones en cuenta en la Central de Anotaciones, cuyo interés radica en ser la primera emisión de deuda pública distinta de la del Estado que toma tal forma de representación.

22-I-1990.

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 diciembre de 1989

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
SEIS GRANDES					
BILBAO VIZCAYA	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
CENTRAL	14,06	29,86	27,00	29,86	27,00
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	31,25	27,50	30,47	27,50
SANTANDER	13,10	32,31	29,00	32,31	29,00
<i>Media simple</i>	<i>13,80</i>	<i>30,36</i>	<i>27,25</i>	<i>30,17</i>	<i>27,25</i>
COMERCIALES					
ABEL MATUTES TORRES	13,96	24,24	22,00	24,24	22,00
ALBACETE	-	-	-	-	-
ALCALA	13,65	25,00	-	(4,00)	-
ALICANTE	14,20	30,16	27,25	30,16	27,25
ALICANTINO DE COMERCIO	-	-	-	-	-
ANDALUCIA	13,65	31,25	27,50	30,47	27,50
ASTURIAS	13,92	30,60	27,00	29,86	27,00
ATLANTICO	13,10	26,25	24,00	26,25	24,00
B.N.P. ESPAÑA	16,25	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	30,16	27,25	30,16	27,25
CASTILLA	13,65	31,25	27,50	30,47	27,50
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	14,75	27,44	25,00	27,44	25,00
COMERCIO	14,09	28,65	26,00	28,65	26,00
CONDAL	-	-	-	-	-
CONSOLIDADO ESPAÑA	13,10	24,32	23,00	25,06	23,00
CREDIPAS	-	23,21	22,00	-	-
CREDIT & COMMERCE	14,93	26,56	25,00	27,44	-
CREDITO BALEAR	13,65	29,39	27,50	30,47	27,50
CREDITO CANARIO	15,03	31,08	28,00	31,08	28,00
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)	-
EUROHIPOTECARIA	15,50	19,50	-	-	-
EUROPA	14,20	30,47	27,50	30,47	27,50
EUROPEO DE FINANZAS	16,99	27,44	-	(4,06)	-
EXPORTACION	12,55	26,25	-	26,25	-
EXTERIOR DE ESPAÑA	14,20	30,16	27,25	30,16	27,25
EXTREMADURA	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
FINANZAS E INVERSIONES	14,20	20,97	19,50	20,97	19,50
GALICIA	13,65	31,25	27,50	30,47	27,50
GALLEGO	14,06	29,86	27,00	29,86	27,00
GENERAL	14,30	27,44	25,00	27,44	25,00
GUIPUZCOANO	14,20	27,41	25,75	(6,14)	(6,00)
HERRERO	15,02	27,44	25,00	27,44	25,00
HUELVA	-	-	-	-	-
IBERCORP	15,36	29,86	27,00	29,86	27,00
INTERNACIONAL DE COMERCIO	14,61	29,86	27,00	29,86	27,00
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 diciembre de 1989

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
COMERCIALES					
ISLAS CANARIAS	14,19	28,65	26,00	28,65	26,00
JEREZ	13,65	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	14,20	26,84	24,50	24,47	22,50
SANTANDER NEGOCIOS	18,11	22,71	21,00	18,11	17,00
SEVILLA	-	-	-	-	-
SIMEON	14,20	30,16	27,25	30,16	27,25
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	31,25	27,50	30,47	27,50
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>13,87</i>	<i>27,89</i>	<i>25,69</i>	<i>28,25</i>	<i>25,73</i>
INDUSTRIALES					
BANCAPITAL	14,75	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	14,30	22,71	21,00	22,71	21,00
EXPANSION INDUSTRIAL	12,55	23,00	-	23,00	-
FOMENTO	14,06	29,86	27,00	29,86	27,00
GRANADA	14,06	29,86	27,00	29,86	27,00
HISPAÑO 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	13,00	26,25	-	26,25	-
INDUSTRIAL DEL MEDITERRANEO	14,00	32,30	29,00	32,30	29,00
INDUSTRIAL DEL SUR	14,25	22,00	-	22,00	-
INTERCONTINENTAL ESPAÑOL	17,00	29,86	27,00	(8,50)	-
NOROESTE	-	-	-	-	-
OCCIDENTAL	16,99	28,65	-	28,65	-
PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA	15,44	26,56	25,00	26,56	25,00
POPULAR INDUSTRIAL	15,31	31,25	27,50	30,47	27,50
PROGRESO	15,86	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>14,53</i>	<i>27,14</i>	<i>25,27</i>	<i>27,15</i>	<i>25,31</i>

(Continuación) 3

Situación al día 31 de diciembre de 1989

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
EXTRANJEROS					
ALGEMENE BANK	16,87	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	27,44	25,00	(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 ..	17,83	23,88	22,00	(2,03)	(2,00)
CREDIT LYONNAIS	16,71	21,55	20,00	(1,01)	(1,00)
CREDITO ITALIANO	15,50	24,00	—	24,00	—
DEUTSCHE BANK	15,45	24,37	22,00	24,37	22,00
DRESDNER BANK	17,15	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	17,25	22,50	—	(5,00)	—
FIRST N. BANK OF CHICAGO	16,70	26,82	24,00	(4,06)	(4,00)
FOMENTO EXTERIOR PORTUGAL	15,22	32,30	29,00	32,30	29,00
GB BANCO BELGA	17,00	24,32	23,00	(3,04)	(3,00)
INDOSUEZ	—	20,00	—	—	—
INDUSTRIAL BANK OF JAPAN LTD.	16,50	26,82	24,00	26,82	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	15,50	25,22	—	(2,00)	—
mitsui BANK	—	23,00	—	—	—
MORGAN GUARANTY	15,00	19,00	—	19,00	—
NACION ARGENTINA	12,55	22,00	—	(4,00)	—
NAT. WESTMINSTER BANK	14,48	27,44	25,00	(4,58)	(4,50)
NATIONALE DE PARIS	16,25	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	17,75	24,00	—	(2,00)	—
SAUDI ESPAÑOL	16,85	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	17,27	24,32	23,00	(2,01)	(2,00)
<i>Media simple</i>	<i>15,69</i>	<i>24,32</i>	<i>23,16</i>	<i>24,87</i>	<i>23,41</i>
TOTAL					
<i>Media simple</i>	<i>14,54</i>	<i>26,70</i>	<i>25,06</i>	<i>27,54</i>	<i>25,41</i>

(Continuación) 4
Situación al día 31 de diciembre 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	12,36	23,21	22,00	23,21	22,00
ASTURIAS	14,00	23,21	22,00	(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	13,65	23,88	22,00	(3,00)	-
BURGOS C.C.O.	10,50	18,81	-	19,25	-
BURGOS MUNICIPAL	13,10	21,00	20,00	21,55	20,00
CACERES	9,52	20,00	-	(2,00)	-
CADIZ	12,96	25,00	-	(4,00)	-
CAIXA PENSIONES	14,20	27,44	25,00	27,44	25,00
CANARIAS GENERAL	14,20	22,10	-	(4,00)	-
CANARIAS INSULAR	13,92	25,44	-	26,25	-
CARLET	12,96	20,73	-	(6,00)	-
CASTELLON	13,64	24,00	-	24,00	-
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	14,20	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	14,19	21,00	21,00	22,71	21,00
INMACULADA ARAGON	12,55	23,21	-	(5,09)	-
JAEN	14,75	24,32	-	25,06	-
JEREZ	12,28	25,06	-	(2,02)	-
LAYETANA	14,50	29,86	27,00	29,86	27,00
LEON	12,89	21,00	20,00	(4,06)	(4,00)
MADRID	14,00	23,88	22,00	(6,14)	-
MALAGA	14,19	23,21	-	(4,00)	-
MANLLEU	14,47	29,25	-	29,25	-
MANRESA	14,00	23,21	22,00	(3,00)	-
MEDITERRANEO	14,48	25,06	23,00	25,06	23,00
MURCIA	13,50	26,25	-	(8,00)	-
NAVARRA	12,55	23,21	22,00	24,36	22,00
ONTENIENTE	11,46	25,06	-	25,06	-
ORENSE	16,98	25,44	24,00	26,25	24,00
PALENCIA	12,55	23,21	-	23,88	-
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	25,00	-	25,00	-
POSTAL	13,92	22,00	-	(2,00)	-
RIOJA	12,55	22,00	-	22,00	-

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

CAJAS DE AHORRO	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
RONDA	13,55	21,00	20,00	23,88	22,00
SABADELL	13,92	24,00	—	(5,00)	—
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	25,06	—	25,06	—
SEGOVIA	14,20	20,39	19,00	20,39	19,00
SEVILLA MONTE	10,00	23,21	22,00	(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	25,06	23,00	25,06	23,00
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	27,44	—	(3,00)	—
VITORIA	13,65	22,10	—	(4,00)	—
VIZCAINA	13,65	23,21	—	(2,00)	—
ZAMORA	13,65	23,00	—	(5,00)	—
TOTAL					
<i>Media simple</i>	13,16	23,36	22,20	23,82	22,42
ENTIDADES OFICIALES DE CREDITO					
BANCO DE CREDITO AGRICOLA	12,82	21,00	—	19,25	—
BANCO DE CREDITO INDUSTRIAL	14,20	24,32	—	25,06	—
BANCO HIPOTECARIO	—	21,00	20,00	(6,14)	(6,00)
BANCO DE CREDITO LOCAL	—	17,72	17,00	19,25	18,00
<i>Media simple</i>	13,51	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»
18/89, de 13 de diciembre	Entidades de depósito. Contabilización de las operaciones de arrendamiento financiero y las opciones.	16 diciembre 1989
19/89, de 13 de diciembre	Entidades de crédito. Sobre determinación y control de los recursos propios mínimos.	16 diciembre 1989
20/89, de 19 de diciembre	Entidades de depósito. Cuentas financieras.	20 diciembre 1989
21/89, de 29 de diciembre	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Coeficiente de caja.	30 diciembre 1989

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES DE CREDITO

Variaciones producidas durante el mes de enero de 1990

Código	Nombre	Fecha	Concepto
BANCOS			
0132	BANCO DE PROMOCION DE NEGOCIOS, S.A.	04.01.90	Cambio de domicilio social a Colón, 37.-46004 Valencia.
0193	BANCA FINESOR, S.A.	09.01.90	Alta con domicilio social en Príncipe de Vergara, 84.-28006 Madrid.
0190	BANCO DE FOMENTO NACIONAL-PORTUGAL. Sucursal en España	19.01.90	Cambio de denominación social por BANCO DE FOMENTO E EXTERIOR-PORTUGAL. Sucursal en España.
OFICINAS DE REPRESENTACION DE BANCOS EXTRANJEROS			
1181	BANCO DE FOMENTO NACIONAL-PORTUGAL	19.01.90	Cambio de denominación social por BANCO DE FOMENTO E EXTERIOR-PORTUGAL.
CAJAS DE AHORRO			
2068	CAJA DE AHORROS Y M.P. DE SEGORBE	19.01.90	Baja por fusión por absorción por la Caja de Ahorros de Valencia.
COOPERATIVAS DE CREDITO			
3003	CAJA RURAL DEL BIERZO, EN LIQUIDACION	08.01.90	Baja por cesión de activos y pasivos a la Caja de Ahorros y Monte de Piedad de León.
3105	SDAD. COOP. DE CTO. DE CALLOSA DE ENSARRIA, C.C.V.	25.01.89	Cambio de denominación social por CAJA DE CREDITO DE CALLOSA D'EN SARRIA, COOPERATIVA DE CREDITO VALENCIANA.
DEMÁS ENTIDADES (Ley 26/1988)			
8779	COMPAÑIA DE FINANCIACION MYRIAM, S.A.	05.01.90	Baja a petición propia.
4004	INTERMEDIACION DE ACTIVOS, S.A.-INTERACTIVOS	05.01.90	Baja a petición propia por modificación del objeto social.
4002	SDAD. DE INTERMEDIACION DE ACTIVOS FINANCIEROS	09.01.90	Baja a petición propia por modificación del objeto social.
4011	FINESOR, S.A. DE FINANCIACION Y TESORERIA	09.01.90	Baja a petición propia por modificación del objeto social.
4804	LEASCAR, S.A.	10.01.90	Baja a petición propia por modificación del objeto social.
8212	EXTERIOR HIPOTECARIO, S.A., S.C.H.	12.01.90	Cambio de domicilio social a P.º de la Castellana, 32.-28046 Madrid.
4782	LEASING DEL DUERO, S.A.	12.01.90	Cambio de domicilio social a Duque de la Victoria, 8.-47001 Valladolid.
4812	EUROLEASE ESPAÑA, S.A.	12.01.90	Cambio de domicilio social a Serrano, 21.-28001 Madrid.
8746	FINANCIERA BANZANO, ENT. DE FINANCIACION, S.A.	18.01.90	Cambio de domicilio social a P.º de la Castellana, 89.-28046 Madrid.
4378	TASACIONES CUANTO, S.A.	24.01.90	Alta con domicilio social en O'Donell, 30, 2.º-28009 Madrid.
8235	BILBAO HIPOTECARIA, S.A., S.C.H.	24.01.90	Alta con domicilio social en P.º del Puerto, 20.-48990 Neguri (Vizcaya).

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.

EDUARDO MORALES, ANTONI ESPASA y M.ª LUISA ROJO

MÉTODOS CUANTITATIVOS PARA EL ANÁLISIS DE LA ACTIVIDAD INDUSTRIAL ESPAÑOLA.—DOCUMENTO DE TRABAJO, N.º 8904

En este trabajo se aborda el estudio de la producción industrial a un nivel agregado siguiendo la metodología de análisis coyuntural de un fenómeno concreto expuesta en Espasa (1988). A partir de la información estadística disponible, se ha seleccionado el Índice de Producción Industrial (IPI) elaborado por el Instituto Nacional de Estadística para analizar la actividad industrial.

De acuerdo con las pautas marcadas en la metodología mencionada, se especifica un modelo univariante con análisis de intervención para el IPI con el que se estima la importancia que, en la evolución de esta variable, poseen hechos tales como: *a)* que la Semana Santa aparezca en momentos distintos del calendario (efecto Pascua); *b)* la distinta composición y duración de los meses (efecto calendario); *c)* la existencia de días festivos distintos de sábado y domingo (efecto debido a fiestas intrasemanales); *d)* el cambio tendencial que se produce en 1980, como consecuencia de la segunda crisis energética; *e)* los cambios estacionales acaecidos en los veranos de 1980 y 1986, consistentes en una mayor reducción de la producción en el mes de agosto.

Las intervenciones estimadas para el IPI, que han sido enumeradas en el párrafo anterior, indican que los componentes tendencial, estacional e irregular de dicha variable no son puramente estocásticos, sino que cada uno de ellos tiene una parte determinística importante, que conviene tener presente a la hora de estimar dichos componentes. Con ello, el modelo propuesto en este documento es un instrumento de especial interés para predecir y extraer señales (componentes) del IPI.

Finalmente, a partir del crecimiento de la tendencia o nivel subyacente estimado, se analiza la evolución de la actividad industrial española en 1988 y el primer semestre del año 1989.

