

BANCO  
DE  
ESPAÑA

# boletín económico

noviembre 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 períodos.
- \* Indica que la serie se refiere a datos desestacionalizados.
- mm 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).
- $T_j^i$  Tasa de la media móvil de  $i$  términos, con  $j$  de desfase, convertida a tasa anual.

## Indice

	<u>Página</u>
Intervención del Gobernador del Banco de España en el acto organizado por APD, con motivo de la presentación de «Los resultados de la Central de Balances»	5
Intervención del Gobernador del Banco de España en la clausura de la V Conferencia organizada por el «Financial Times»	11
Evolución monetaria	17
Evolución de los flujos de capitales en la CEE: 1980-1988	25
Información del Banco de España	41
Tipos de interés activos libres declarados por bancos, cajas de ahorro y entidades oficiales de crédito. Situación a 31 de octubre de 1990	42
Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España	47
Registros oficiales de entidades. Variaciones producidas durante el mes de noviembre de 1990	48
Indicadores económicos	49
Artículos y publicaciones del Banco de España	97



# Intervención del Gobernador del Banco de España en el acto organizado por APD, con motivo de la presentación de «Los resultados de la Central de Balances»

Señoras y señores:

Por octavo año consecutivo nos reunimos, bajo los auspicios de la Asociación para el Progreso de la Dirección (APD), para comentar los resultados de las empresas no financieras que envían su información a la Central de Balances del Banco de España. La monografía distribuida en esta ocasión recoge una amplia síntesis de toda la información disponible en la Central de Balances, referida a los años 1982-1989. Con ello, el Banco de España trata de estimular el análisis del comportamiento de la empresa española en un período tan importante para la reflexión como el referido.

La Central de Balances ha seguido contando, en 1990, con la colaboración de las empresas en la misma medida que en años anteriores. Sin embargo, su contribución ha supuesto, esta vez, un esfuerzo especial, ya que el proceso de recogida de información ha coincidido con la entrada en vigor de la ley 19/1989, de adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la Comunidad Económica Europea en materia de sociedades.

Este texto legal establece que las empresas deben depositar sus estados contables en los Registros Mercantiles, lo cual implica una nueva carga para ellas y sugiere la conveniencia de coordinar las acciones de aquellas instituciones que, desde una u otra posición, hacen este tipo de requerimientos. Por esta razón, la Dirección General de los Registros y del Notariado, el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas y el Banco de España están estudiando la manera de conciliar la obligación legal con el aprovechamiento estadístico de los datos proporcionados por las empresas.

La magnífica colaboración del Instituto de Contabilidad y de la Dirección General de Registros nos permite abrigar esperanzas muy fundadas de que, en el futuro, los analistas tendrán amplio acceso a una información que cada día se revela más necesaria para el análisis económico. Quiero, pues, aprovechar esta ocasión para agradecer a ambas instituciones la ayuda que nos están prestando.

El mantenimiento e incremento de la información contable no es un problema circunscrito a nuestras fronteras. Concretamente, se está trabajando en la creación de la Central de Balances Europea. El Banco de España se propone consultar próximamente a las empresas colaboradoras sobre su disposición a contribuir a la formación de dicha Central y los términos en que desearían hacerlo, con el fin de decidir su adscripción o no al proyecto. La consulta es necesaria, ya que dicha asociación implica, en la práctica,

un convenio de intercambio de información que, en nuestro caso, ha sido obtenida con garantías de confidencialidad.

\* \* \*

Permítanme pasar sin más dilaciones al comentario de los rasgos más destacables de los resultados de las empresas no financieras que remiten información a la Central de Balances. Los datos recibidos, relativos a 1989, ponen de manifiesto que en este año se produjo una quiebra en la trayectoria de mejora continuada de la situación de las empresas, que había fundamentado uno de los períodos más brillantes de crecimiento de la actividad, formación de capital y, sobre todo, de creación de empleo de la historia española contemporánea. Esta ruptura se hace patente en la caída de las tasas de actividad, rentabilidad y autofinanciación de las empresas, que ha originado, a su vez, un mayor endeudamiento y un aumento significativo de los gastos financieros.

El *producto* de las empresas no financieras —medido por el valor añadido bruto al coste de los factores— redujo su tasa de avance desde el 11 % en 1988 al 9 % en 1989. Al mismo tiempo, los *gastos de personal* intensificaron su ritmo de aumento desde el 10 % en 1988 al 13 % en 1989; y ello, en parte, como resultado del crecimiento del *empleo*, que llegó a alcanzar el pico más elevado de los últimos años, un 2,4 %, pero sobre todo como consecuencia de un fuerte crecimiento de la *remuneración media* por trabajador, que aumentó un 10 %, frente al 8 % en 1988. Este efecto cruzado de desaceleración del producto y de fuerte empuje de los salarios disminuyó el crecimiento de los *resultados brutos de explotación* desde el 13 % en 1988 al 4,5 % en 1989.

Al margen de las rentas generadas en su actividad productiva, las empresas reciben intereses, dividendos y otros productos de sus colocaciones financieras y, como Vds. bien saben, pagan intereses a sus acreedores. Pues bien, mientras que en los años anteriores a 1989 el neto de estas partidas contribuyó a acrecentar el flujo total de recursos generados por las empresas y a hacerlo crecer a ritmos superiores a los resultados de explotación, el pasado año las tasas de avance de ambos fueron muy similares. Así, el crecimiento del flujo de *recursos generados*, que había sido del 22 % en 1988, cayó también al 4,5 % en 1989.

Esta evolución se explica, fundamentalmente, por un aumento de los *gastos financieros* del 9 % en 1989. Con ello se rompió el «círculo virtuoso» de años precedentes, en los que los buenos resultados de explotación contribuyeron a reducir la dependencia de las empresas de la financiación ajena, a

disminuir sus gastos financieros y a aumentar el total de recursos generados por ellas.

Gracias, sin embargo, a una cifra moderada de amortizaciones, y sobre todo a la reducción de la dotación de provisiones y provisiones de explotación e insolvencia, el resultado neto antes de impuestos creció un 12 %. Esta cifra, si bien muy inferior a la de 1988, da una impresión menos dramática sobre el cambio de tendencia de los resultados de las empresas en 1989.

Cabe sospechar, sin embargo, que la partida de provisiones y amortizaciones, se han infravalorado por muchas empresas para mejorar sus resultados. De ser así, los recursos generados nos darían una visión más exacta del empeoramiento que se produjo el año pasado en la evolución financiera de las empresas, que tuvo un claro reflejo en la política de distribución de dividendos: éstos aumentaron sólo un 3,5 %. A pesar de ello, el ahorro bruto aumentó un 5,5 %, frente al 23 % en 1988.

Todo parece indicar que, en 1990, ha continuado la tendencia iniciada en 1989. Según la información proporcionada por la Comisión Nacional de Valores, la desaceleración del producto se ha acentuado, el aumento de los costes laborales ha seguido incrementándose a tasas del orden del 10 % y el resultado bruto de explotación ha mostrado tasas de aumento muy similares a las del año anterior. No parece, pues, aventurado pronosticar que las cuentas de resultados de este año mostrarán una acentuación de los fenómenos surgidos en 1989.

Como ya he señalado antes, el debilitamiento de la autofinanciación condujo, en 1989, a una mayor dependencia de la financiación ajena. En efecto, los recursos internos disponibles para hacer frente a la inversión —es decir, la autofinanciación bruta más las transferencias de capital— crecieron sólo un 2 % (frente al 25 % de 1988) y resultaron insuficientes para financiar la adquisición de equipos productivos, que siguió mostrando un gran dinamismo. La formación de capital de las empresas incluidas en la Central de Balances mantuvo, de hecho, en 1989 una tasa de crecimiento muy elevada: 35 %, frente al 27 % en 1988.

En definitiva, por primera vez desde 1985, las empresas necesitaron financiación ajena neta para cubrir el flujo anual de formación de capital. A pesar de la reducción operada en los fondos de tesorería y de la moderación del crecimiento de las carteras de títulos y de crédito comercial, las empresas hubieron de intensificar su recurso a los mercados crediticios. Durante los tres años del período 1986-1988, el con-

junto de empresas de la Central tuvo una capacidad de financiación del orden de los doscientos mil millones por año, mientras que en 1989 tuvo una necesidad de financiación de cerca de trescientos mil millones. Este vuelco financiero explica las tensiones en los últimos tiempos en los tipos de interés y el empeoramiento del déficit corriente de la balanza de pagos.

Si analizamos ahora la distribución del valor añadido bruto de las empresas, es decir, del producto que han generado una vez deducido el consumo de materias primas y los impuestos indirectos, resulta que en 1989 el 58% fue a gastos de personal, el ahorro bruto ascendió al 24% y a la distribución de dividendos se dedicó el 7%. Creo que estas cifras son bastante indicativas de lo que ocurrirá si los gastos de personal siguen creciendo a tasas elevadas. Como en las condiciones actuales de los mercados las empresas no podrán trasladar totalmente el aumento de los costes unitarios a los precios, el valor añadido continuará creciendo menos que los costes laborales. Ello supondrá que el ahorro bruto caerá fuertemente, ya que por mucho que se reduzcan los dividendos el resultado sería necesariamente pequeño, dado el reducido volumen de esta magnitud. La caída del ahorro bruto reducirá, a su vez, los fondos disponibles para financiar nuevas inversiones, ya que no podrá ser compensado con un crecimiento suficiente del endeudamiento de las empresas en la coyuntura financiera actual.

\* \* \*

Para no aburrirles a Vds. con un análisis detallado de las cifras contenidas en la monografía que hoy se publica, me limitaré al comentario que acabo de hacer de los resultados principales de las cifras de 1989 y previsiones para 1990, y pasaré ahora a señalar algunas conclusiones que de ellas se deducen.

Las empresas incluidas en la Central de Balances representan, por sus características —empresas básicamente manufactureras, de gran tamaño, con elevado porcentaje de personal fijo y relativamente expuestas a la competencia exterior—, el entramado industrial más sensible a la creciente apertura de nuestra economía en su trayectoria hacia la Unión Económica y Monetaria. En ese sentido, el análisis de sus resultados arroja una luz temprana muy valiosa sobre la evolución previsible del resto de la economía nacional, difícil de detectar, a veces, con precisión en el análisis habitual de las grandes cifras macroeconómicas.

La primera conclusión que cabe sacar de la serie de cifras que se inicia en 1982 es, como ya he co-

mentado, el enorme auge por el que ha pasado la industria española, reflejado en la expansión de su actividad y en el fortalecimiento de su situación financiera. La mejora de sus resultados ha sido aprovechada, en primer lugar, para llevar a cabo un enorme esfuerzo de modernización, que se ha materializado en un volumen de inversiones muy alto. Conviene insistir en este punto porque a menudo los problemas del día a día nos hacen perder de vista el avance que ha tenido lugar durante estos años, que ha permitido a la industria española colocarse en unas condiciones de competencia mucho más favorables.

Pero los datos de la Central de Balances muestran también cómo un aumento demasiado rápido del gasto nominal, si bien en un primer momento puede dar lugar a un aumento de los beneficios empresariales, acaba por generar intensas presiones salariales que desbordan las mejoras de productividad y terminan por generar un crecimiento acelerado de los costes laborales por unidad de producto, una pérdida de competitividad y un deterioro de los resultados. Las consecuencias finales no pueden ser otras que la caída del ritmo de inversión y de creación de empleo.

Las cifras de la Central muestran, además, cómo ese encadenamiento de efectos se abre paso tanto más rápidamente cuanto más abierta al exterior es la economía. En este caso, la presión de los costes se traduce de inmediato en reducción de márgenes empresariales, en sustitución de producción interior por importaciones y en dificultad de exportar. De hecho, la desaceleración en 1989 del producto de las empresas no se debió a un menor aumento de las ventas, sino al fuerte crecimiento de los consumos intermedios, en particular de los procedentes de la importación. La información adicional obtenida de las estadísticas de comercio exterior muestra, asimismo, que el estrechamiento de márgenes comerciales ha sido mayor en las ventas dirigidas a la exportación y que éstas han perdido impulso en relación al crecimiento de los mercados exteriores.

Es importante insistir en que, precisamente el mayor grado de apertura de las empresas y sectores productivos mejor representados en la Central de Balances permite detectar, con cierta antelación respecto de sectores con una menor apertura al exterior, los riesgos de mantenimiento por los agentes económicos de pautas de conducta similares a las que preveían en la economía española en un período histórico de mayor protección frente al exterior. En este sentido, es preocupante que los datos disponibles sobre la evolución de las empresas españolas en 1990, no sólo confirman la trayectoria apun-

tada por la evolución de los resultados de las empresas en 1989, sino que la acentúan.

Quizá algunos de Vds. se preguntarán si en estas circunstancias no ha llegado el momento de modificar el rumbo de la política monetaria, como algunos piden, para dar un mayor pulso a la economía. En mi opinión, hacer eso antes de que hayan cambiado claramente las tendencias inflacionistas sería un profundo error, que pagaríamos muy caro; el resultado sería una mayor inflación y un menor crecimiento, seguidos en poco tiempo de una crisis de nuestra balanza de pagos, que nos obligaría a adoptar medidas de emergencia. Tenemos, pues, que aceptar que en una economía muy abierta, como lo es ya la economía española, la estabilidad es imprescindible para colocarnos en una senda de crecimiento sostenible.

No podemos, además, olvidar los compromisos que España ha adquirido con relación a la Unión Económica y Monetaria. Y en este sentido conviene señalar que, en contra de lo que algunos comentarios parecen indicar, los acuerdos de la reunión de Roma del Consejo Europeo, lejos de suponer un retroceso en los compromisos de convergencia, enfatizan su importancia como condición para no quedar al margen de un proceso que, en todo caso, acometerán los países con mayor estabilidad.

Por todo ello, la política económica para 1991 perseguirá, como lo señala el proyecto de Presupuesto actualmente en vías de aprobación, una reducción del orden de dos puntos del crecimiento nominal del producto interior bruto, lo que se espera permita un aumento en términos reales del orden del 3 %, siempre, por supuesto, que los costes no se alejen de las previsiones de base.

Dicho en otros términos, la estabilidad no puede conseguirse si la política monetaria se adapta a las decisiones inflacionistas tomadas por los agentes económicos y sociales. Precisamente la razón por la que muchos países europeos han tenido un mayor éxito que nosotros en la lucha por la estabilidad de precios ha sido, sencillamente, porque en ellos los agentes económicos y sociales han comprendido que, de no adaptarse al marco creado por la política económica, sólo conseguirían generar estancamiento y paro.

Y no recurramos al fácil expediente de que «España es diferente». Tenemos ejemplos muy cercanos de países que también tenían una tradición inflacionista muy arraigada y que han logrado adaptar la evolución de sus economías a las exigencias de la Unión Económica y Monetaria, gracias a una política

firme y a una comprensión por parte de las empresas y sindicatos del nuevo marco en que deben desenvolverse.

Estrechamente ligado al problema de la inflación está el de la apreciación de la peseta, sobre el que desearía hacer un breve comentario. Comprendo perfectamente la frustración de aquellas empresas que han hecho un mayor esfuerzo para abrirse mercado en el exterior ante la subida de la peseta y el de aquellas que sufren más directamente la competencia de unas importaciones baratas. En el caso del dólar, el fenómeno ha sido general en toda Europa, puesto que la mayoría de las monedas europeas se han apreciado fuertemente durante estos años frente a él. Pero en nuestro caso, las cosas han sido más graves, puesto que la peseta ha subido también en los últimos tiempos frente a las otras monedas de la Comunidad.

Esta paradoja del fortalecimiento de la peseta, cuando los precios interiores suben deprisa, es el resultado inevitable de la combinación de una política monetaria antiinflacionista y de la liberalización de los movimientos de capital en todo el mundo, y una prueba más de la urgencia de colocarnos en una senda de estabilidad. Con todo, se ha intentado, con éxito, limitar la subida de la peseta recurriendo a tres medidas: la primera, la entrada de la peseta en el Sistema Monetario Europeo; la segunda, introduciendo el depósito previo para los créditos de no residentes, y la tercera, interviniendo fuertemente el Banco de España en el mercado de divisas. Curiosamente, sin embargo, la entrada en el SME fue calificada de oportunista por algunos medios empresariales, que obviamente no comprendieron las enormes ventajas que tiene el Sistema para luchar contra la inflación sin someter a la industria a un trauma de grandes dimensiones.

\* \* \*

Para terminar, haré un breve comentario sobre cómo veo el año próximo. Sin duda, existen nubarrones en el horizonte, debido tanto a la evolución reciente de la economía española, como al impacto de la posible evolución del precio del petróleo y, en último término, al deterioro general del clima económico en el mundo.

Con todo, yo confío en que la propia experiencia de lo que está ocurriendo este año y el recuerdo de las consecuencias de las dos crisis anteriores del petróleo nos hagan a todos comprender mejor que en el pasado los límites de nuestra capacidad económica. Si así fuera, las perspectivas económicas podrían mejorar en el plazo de unos meses. Una combi-



nación más equilibrada de las políticas presupuestaria y monetaria, como la que se prevé para 1991, y una moderación de los precios y de los costes permitirían, mantener un nivel razonable de inversión y tasas satisfactorias de crecimiento del producto y del empleo, al tiempo que se moderarían las presiones alcistas sobre la peseta.

Obviamente, el contexto internacional tendrá una gran influencia, pero también en este sentido hay algunos indicios positivos. El precio del petróleo bajará probablemente si a principios de año se resuelve satisfactoriamente la crisis del Golfo; esto traería, sin duda, una mejora del clima económico en todo el mundo.

En resumen, la tarea que tenemos por delante no es fácil, pero estoy convencido de que podemos acometerla con éxito si nos lo proponemos. Espero, en todo caso, que las cifras que hoy se publican, gracias a la colaboración de Vds. y de sus colegas, ayuden a una discusión realista de los problemas planteados.

Madrid, 15 de noviembre de 1990.



# Intervención del Gobernador del Banco de España en la Clausura de la V Conferencia organizada por el «Financial Times»

El 1 de enero de 1993 se ha convertido en una fecha mítica, en la que se supone ha de producirse una transformación esencial en las condiciones de funcionamiento de los sistemas bancarios de la Comunidad Económica Europea. Aunque esa fecha marca, en efecto, el límite para la entrada en vigor de algunas normas muy importantes, me parece más realista verla como mero símbolo de un proceso —no por gradual menos importante— que, de hecho, ya está en marcha y que, por supuesto, tendrá prolongaciones más allá de esa referencia cronológica.

Ese proceso de unificación de la normativa bancaria dentro de la Comunidad se ha debido, en gran medida, a la sustitución de la regla de la unanimidad por la de la mayoría cualificada, lo que constituyó la gran novedad aportada por el Acta Unica Europea. Ese cambio ha permitido desbloquear muchos proyectos de directivas comunitarias. Por lo que se refiere a la esfera bancaria, ello se ha traducido en la adopción de normas que están ya configurando una escena muy distinta de la que ha dominado durante muchos años en las economías europeas. Dentro de ellas destacan, sin duda, por su importancia, la llamada segunda Directiva y la de Solvencia, que fueron aprobadas durante la presidencia española.

Todas las normas ya adoptadas o en curso de elaboración giran en torno a dos principios esenciales: la libertad de establecimiento y de prestación de servicios para todas las entidades de crédito de la Comunidad y la libertad de movimientos de capital. Todas las restantes normas pueden verse como corolarios de esos principios o requisitos necesarios para garantizar su efectividad.

Cronológicamente, el acuerdo sobre la libertad de movimientos de capital se adoptó antes, y de hecho esa libertad está ya implantada en la mayoría de los países de la Comunidad. Si la fecha mítica del 1 de enero de 1993 es relevante en nuestro caso, ello se debe a que esa es, en efecto, la fecha límite para que España se incorpore a ese régimen.

He de recordar, sin embargo, que España ya ha liberalizado determinados flujos de capital, que teóricamente se podrían mantener todavía bajo control, y que entra dentro de lo posible, como ya ha ocurrido con otros compromisos comunitarios, que la libertad total de movimientos de capital se introduzca antes de aquella fecha límite, aunque, como ha precisado recientemente el Ministro de Economía y Hacienda, el Gobierno todavía no se ha pronunciado sobre ello.

La vigencia del principio de libertad de establecimiento y de prestación de servicios también está potencialmente subordinada a la fecha límite del 1 de

enero de 1993. Pero no cabe duda de que, en unos casos por obligaciones colaterales impuestas por la Comunidad y, en otros, por decisiones de las autoridades españolas, las consecuencias de tal principio han llevado, o llevarán mucho antes de aquella fecha, a la adopción de decisiones de gran trascendencia.

Me referiré, ante todo, a las decisiones que no derivan de compromisos adquiridos con la Comunidad. Todos los sistemas bancarios han estado sometidos tradicionalmente a numerosos requisitos legales impuestos por sus respectivas autoridades, sea por motivos de instrumentación de la política monetaria, sea por razones de supervisión, sea por el deseo de interferir, de uno u otro modo, con el libre funcionamiento de los mercados financieros.

La Comunidad no se ha pronunciado, ni se va a pronunciar en el futuro inmediato, sobre muchas de esas normas. Pero es evidente que esas normas imponen, casi siempre, cargas al funcionamiento de las entidades de crédito y que, cuanto mayores sean éstas en un determinado país, menor será la ventaja con que las correspondientes entidades de crédito podrán competir con las del resto de la Comunidad.

Este conflicto está generando una dinámica favorable a que las regulaciones bancarias tiendan hacia los mínimos realmente exigidos por la Comunidad. No ocultaré que esa dinámica encierra algunos aspectos preocupantes, en la medida en que puede forzar a determinados países a abandonar normas que, sin duda, son más convenientes que los mínimos impuestos por la Comunidad. Pero, por otro lado, tiene muchos aspectos favorables, en la medida en que está obligando a derogar otras muchas regulaciones que, pese a ser consideradas ineficientes, han pervivido durante muchos años al amparo de unos mercados financieros nacionales protegidos de la competencia externa.

Aunque la política financiera española ha estado presidida, desde hace muchos años, por una voluntad liberalizadora, el conflicto antes mencionado ha venido a dar un decidido impulso a aquella política. Las medidas liberalizadoras adoptadas en el pasado reciente con relación al coeficiente de inversión y al coeficiente de caja —últimos residuos importantes de un pasado de interferencias administrativas en el libre funcionamiento de los mercados financieros— se inscriben precisamente en ese contexto.

En el futuro no habrá más remedio que tener muy presente, en el manejo del coeficiente de caja, las consecuencias que tiene sobre los costes de los pa-

sivos bancarios. Así, por ejemplo, Francia ha reducido recientemente este coeficiente para evitar que ciertos capitales se colocaran en depósitos en otros países comunitarios que ofrecían mayor rentabilidad por no existir un coeficiente de caja. En nuestro caso, el nivel y la no remuneración de ese coeficiente hace que su incidencia sobre los movimientos de capital pueda ser significativa el día que se produzca la liberalización de dichos movimientos. Tendremos, pues, que enfrentarnos con ese problema que, por el montante de los recursos financieros afectados, habrá que resolver gradualmente.

Por lo que se refiere a la incorporación a la legislación financiera española de las normas comunitarias, destacaré, ante todo, que la lenta elaboración de dichas normas ha implicado que, con bastante antelación a la aprobación de determinadas directivas, se conocieran bien aquellos principios que suscitaban pocas discrepancias y que, por tanto, iban a quedar incorporados, sin duda, al texto final de las mismas. Gracias a ello, la legislación financiera española ha ido incorporando futuras normas comunitarias con antelación a su aprobación. Ese es el caso, por ejemplo, de la libertad de actuación de las sucursales de bancos extranjeros a partir del 1 de enero de 1993, ya incorporada, desde 1986, a nuestra legislación. O el de los requisitos exigidos por la Comunidad, a partir de 1993, para la constitución de nuevas entidades de crédito y que en su mayoría ya están legalmente en vigor en España desde 1988.

Existen, sin embargo, otras normas ya aprobadas por la Comunidad que están pendientes de incorporación a nuestra legislación.

La Comunidad exige que, antes de finales de 1990, estén en vigor las dos directivas, complementarias entre sí, referentes a la definición de recursos propios y al coeficiente de solvencia. Se trata de un caso en el que la legislación española ya contiene, desde 1985, normas muy parecidas, y lo único que se plantea es su armonización con los criterios comunitarios, en los casos en que existen diferencias. Mencionaré a continuación algunos de los cambios que habrá que introducir en la normativa vigente.

Como ya está hoy establecido, el coeficiente de solvencia se exigirá sobre una base consolidada, pero se clarificará y adaptará a las normas comunitarias el ámbito de las entidades sometidas a esa consolidación, lo que no entraña grandes cambios respecto al régimen hoy vigente.

En cuanto a la definición de los recursos propios, los cambios serán marginales; se restringirá el cómputo de los beneficios corrientes; se modificará

el régimen de deducciones y se introducirá la distinción entre recursos propios básicos y complementarios, limitando el cómputo de estos últimos. Más importante es el cambio en el nivel del coeficiente de solvencia, pues habrá un coeficiente único del 8 %, que se aplicará íntegramente a los activos sujetos a mayor riesgo, pero en porcentajes inferiores a aquellos activos que entrañan menores riesgos.

Por otra parte, recogiendo una recomendación de la Comunidad, cuya conversión en directiva está en curso, convendrá sustituir el actual sistema de recargos por concentración de riesgos con las limitaciones cuantitativas sugeridas por la Comunidad. Es muy probable que se mantenga también el coeficiente específico de solvencia para las posiciones descubiertas en moneda extranjera que ya existe, anticipándonos de nuevo a una directiva comunitaria que todavía está en fase de elaboración.

En conjunto, estimamos que esta revisión del coeficiente de solvencia no supondrá cambios importantes en las exigencias de recursos propios con relación a los niveles hoy vigentes. La introducción de las nuevas normas comunitarias no va, pues, a plantear, en este caso, dificultades generales de adaptación. Me permitirán que destaque, en fin, el hecho de que si las entidades de crédito españolas —a diferencia de las de otros países de la Comunidad— no se van a encontrar ahora con difíciles problemas de adaptación en este área es porque la normativa española impuso, hace varios años, unas exigencias de recursos propios más elevadas que las existentes en aquellos momentos en otros países, pero no muy distantes de las que finalmente ha aprobado la Comunidad. Gracias a ello, las entidades de crédito han podido aprovechar estos años de buenos resultados para ajustar sus recursos propios sin mayores problemas.

En segundo lugar, han de incorporarse a nuestra legislación las normas comunitarias sobre información mínima contenida en los balances y cuentas de resultados públicos de las entidades de crédito. Las normas comunitarias entrañan, en ciertos casos, la necesidad de publicar más información que la contenida en los modelos hoy vigentes en nuestro país, mientras que, en algún otro, no exigen la publicidad de ciertos datos que sí están contemplados en nuestra normativa actual.

Un tercer punto relevante es la aplicación de las normas de la segunda directiva sobre limitaciones a las participaciones cualificadas —superiores al 10 %— en empresas no financieras por parte de las entidades de crédito. Ninguna de ellas podrá superar el 15 % de los recursos propios de la entidad, ni la

suma de todas ellas podrá superar el 60 % de aquellos. La Comunidad ofrece la doble opción de prohibir los excesos sobre los citados límites o de que éstos se deduzcan a la hora de definir los recursos propios, lo que equivale a la exigencia implícita de un coeficiente de solvencia específico del 100 %. Estos preceptos constituyen un difícil compromiso entre las tesis de algunos países, que no deseaban introducir ninguna limitación especial en este área, y las de otros, que deseaban limitaciones mucho más estrictas, siguiendo en ambos casos lo que habían sido las tradiciones de las correspondientes políticas financieras nacionales. La segunda opción introduce un elemento de flexibilidad coherente con la posición de los países en los cuales la banca ha jugado el papel de banca universal, al tiempo que salvaguarda la solvencia de las entidades; por ello, fue defendida por España en la negociación de la segunda directiva, y parece lógico que se incorpore a nuestra normativa interna.

La Comunidad sigue trabajando sobre nuevas directivas. Me he referido ya al proyecto de conversión en directiva de las recomendaciones de 1986 sobre operaciones de gran riesgo. Existe otra recomendación, del propio año 1986, en materia de sistemas de garantía de depósitos, insuficiente en cuanto a su contenido y alcance. La evidente falta de armonización que presentan los países en esa materia, de una parte, y, de otra, la internacionalización de la actividad de un número creciente de bancos, que les lleva a operar bajo diferentes regímenes de fondos de garantía, con los vacíos o duplicaciones que ello implica, pueden hacer necesario plantearse la sustitución de la recomendación por una norma de obligado cumplimiento.

Un proyecto importante es la revisión de la directiva de supervisión en base consolidada de 1983. Es indudable que la definición actual del grupo consolidado resulta ya insuficiente ante la complejidad de las estructuras societarias que existen en la práctica, lo que podría dejar sin supervisión efectiva a un número creciente de grupos bancarios. Por ello, debe ser bienvenida la ampliación de aquella definición que contiene el proyecto en estudio, aunque no llegue a alcanzar la cobertura de la definición española de grupo bancario consolidable.

¿Cómo va a afectar este cambio de normativa a los bancos y cajas de ahorro españoles? A este respecto yo creo que es importante destacar tres puntos:

En primer lugar, que, aunque se avecinan grandes cambios en el marco regulador de la actividad bancaria, éstos, como ya he señalado antes, se han ido conociendo con mucha antelación y, en bastantes

casos, han sido ya aplicados por las autoridades españolas desde hace cierto tiempo. Creo, pues, que, en líneas generales, las entidades de crédito han disfrutado y seguirán disfrutando de plazos muy razonables para adaptar su organización y sus estrategias a las nuevas circunstancias.

Por otra parte, las autoridades han realizado un serio esfuerzo tendente a la eliminación de muchas normas, de larga tradición en nuestro sistema financiero, cuyo mantenimiento hubiera constituido un importante freno a la capacidad de competir de nuestras entidades de crédito.

En fin, como resultado de las medidas de saneamiento impuestas a lo largo de los últimos años, las entidades de crédito españolas presentan hoy unas características de solvencia que les otorgan un importante margen de seguridad a la hora de adaptarse con éxito a las nuevas circunstancias que se avencinan.

Todos estos hechos auguran que las entidades de crédito españolas afrontarán con éxito el nuevo marco de competencia en que van a moverse. Y en el mismo sentido apuntan las respuestas que ya han dado a los diversos factores que, en los últimos años, han contribuido a crear un marco mucho más competitivo en nuestro sistema financiero. Por citar sólo un ejemplo, me parece significativo contraponer el temor que suscitó, hace unos años, la apertura de nuestro mercado a numerosas sucursales de bancos extranjeros, con el hecho de que éstas presenten hoy unas cuentas de resultados, en bastantes casos, poco brillantes, señal de que las entidades de crédito españolas han sido capaces de asimilar con éxito las novedades que la banca extranjera introdujo en nuestro país.

Por lo que respecta a las actividades supervisoras del Banco de España, el futuro va a encerrar también nuevos retos. La segunda directiva de coordinación bancaria consagra el principio de supervisión por las autoridades del país de origen de cada entidad de crédito, aunque respeta la capacidad supervisora del país de acogida en lo relativo a la instrumentación de la política monetaria y a las cuestiones no relacionadas estrictamente con la solvencia de las entidades. Esa división de competencias no estará exenta de dificultades, cuya importancia crecerá con la progresiva internacionalización de la banca. Ello requerirá una mayor coordinación de las autoridades supervisoras nacionales.

Esa coordinación deberá cubrir dos áreas. Por una parte, habrá que asegurar la supervisión efectiva de las entidades de crédito, o grupos de entidades, que

operen significativamente en varios mercados nacionales, organizando la colaboración de todos los supervisores implicados de una u otra forma, para evitar la aparición de vacíos o insuficiencias en el control de las entidades.

Por otra parte, es claro que después de 1992 van a subsistir multitud de regulaciones y prácticas nacionales diferentes. Será necesario analizar las consecuencias de esa situación sobre la capacidad competitiva de las entidades de los distintos países. Cuando esa incidencia sea grande, las autoridades financieras de los países comunitarios se encontrarán ante un conflicto conocido: el conflicto entre la defensa de la posición de sus entidades nacionales en los mercados y la defensa de otros objetivos referentes, por ejemplo, a la seguridad de las entidades, la defensa de los consumidores o el buen funcionamiento de los mercados.

Sería lamentable que los países se enzarzaran en una carrera por la competitividad, renunciando a aspectos valiosos de su normativa nacional. La solución de esos conflictos requerirá, cuando menos, alguna coordinación en la trasposición nacional de las normas ya armonizadas a nivel comunitario, una coordinación en los usos y prácticas de las autoridades de control y de los mercados financieros, y posiblemente nuevos esfuerzos de armonización normativa en temas de especial relevancia para la competencia que se ejerce a través de las fronteras.

El Banco Central Europeo será el marco adecuado para muchas de las tareas de coordinación descritas, tanto por la vinculación de las funciones supervisoras a los bancos centrales en la mayoría de los países comunitarios, como por la relación que tienen muchas de las cuestiones a coordinar con el funcionamiento de los mercados.

\* \* \*

El proceso de liberalización que ha tenido lugar desde finales de los años setenta ha ayudado a que el sistema bancario sea hoy en día mucho más competitivo y esté mejor preparado para hacer frente a la competencia del exterior. Pero también ha generado algunos fenómenos que podrían llegar a crear dificultades, bien desde el punto de vista del propio sistema financiero, bien desde la perspectiva de la economía en general. Dedicaré el resto de mi intervención a comentar algunos de estos fenómenos.

Durante estos últimos años, la banca ha cambiado radicalmente su postura en relación al crédito a las familias. Hasta hace poco, prácticamente la totalidad del crédito bancario iba a las empresas; hoy en día,

en cambio, hay un esfuerzo decidido por parte de muchos bancos por redistribuir sus créditos a favor de las familias. La razón es muy sencilla: el crédito al consumo o a la financiación de la vivienda es más rentable, al menos a corto plazo, que el crédito a las empresas.

Este cambio en la estructura de los balances bancarios era, sin duda, inevitable, pero cabe preguntarse si no se está produciendo a un ritmo tal que pueda llegar a agravar seriamente el desequilibrio entre la inversión y el ahorro disponible. De hecho, la caída del ahorro neto de las familias durante estos años ha estado, sin duda, favorecido por esta innovación bancaria. La presión que ya existe en estos momentos sobre los márgenes bancarios es de temer que lleve a algunos bancos o cajas de ahorro a una cierta huida hacia delante en el crédito y especialmente en el crédito a las familias. Ello podría producir un deterioro de la calidad de la cartera de las instituciones de crédito, por lo que éstas deberían actuar con gran prudencia, sobre todo en unos momentos en que la economía española se encuentra en una fase de ajuste que podría afectar a la solvencia de aquellos que se encuentren fuertemente endeudados.

Otro fenómeno que ha adquirido recientemente una gran importancia ha sido la lucha por el pasivo, materializada en las llamadas supercuentas. La competencia a través de los tipos de interés es algo natural y previsible desde el momento que aquéllos se liberalizaron, y de hecho en los últimos años hemos asistido a un continuo aumento del coste medio de los depósitos en la banca y en las cajas de ahorro. Pero lo que ha sido de alguna manera sorprendente es el vigor que esta lucha por el pasivo ha tomado en los últimos tiempos con la aparición de las supercuentas.

Para sorpresa de algunos, el Banco de España no adoptó ninguna posición contraria a las llamadas supercuentas, porque consideró que era un asunto que deberían resolver las propias entidades, en función de sus propios criterios empresariales. No hubiera sido, en efecto, muy consecuente con la política de liberalización el que se pusieran obstáculos al uso de la libertad que el Boletín Oficial había dado a cada entidad de fijar libremente sus intereses activos y pasivos. No hay que olvidar, por otro lado, que es incoherente criticar los altos márgenes de intermediación de las entidades de depósito y simultáneamente restringir el juego de la competencia por miedo a sus efectos sobre dichos márgenes. Por todo ello, el Banco de España se limitó a recomendar prudencia.

El resultado de las «supercuentas», y del aumento generalizado que han provocado en el coste de los

depósitos bancarios, ha sido una fuerte caída de los márgenes de intermediación a partir de mediados de año. Concretamente, para el conjunto de los seis mayores bancos, dicho margen ha caído en el tercer trimestre con relación a su nivel un año antes.

Obviamente, los resultados de un trimestre no son extrapolables, sino que es de esperar que en los próximos meses tenga lugar un esfuerzo por parte de aquellas entidades que han tenido un deterioro mayor por mejorar su situación. No debe olvidarse, sin embargo, que el día que sea posible suprimir el depósito previo sobre los créditos exteriores, se producirá un aumento de la competencia en el activo bancario, que normalmente debería reducir los tipos de interés activos.

Finalmente, es importante destacar el enorme desarrollo del mercado de pagarés de empresa, que, si bien ha sido favorecido por la existencia de los límites al crecimiento del crédito, responde a unos cambios profundos en nuestros circuitos financieros. Es muy probable, en efecto, que, aun después de levantados dichos límites, el mercado de pagarés siga siendo utilizado, sobre todo por las grandes empresas, para abaratar el coste de su financiación. El resultado final puede ser una desintermediación, que produciría un cambio notable en el tamaño y la estructura de los balances bancarios, al igual que ha ocurrido en otros países.

De todo ello, creo que puede concluirse que vivimos tiempos de grandes cambios, tanto por el nuevo contexto en que las entidades de crédito tendrán que moverse en el futuro, como por las transformaciones en los circuitos financieros. La consecuencia de estas innovaciones financieras, en aquellos mercados que han actuado de líderes, ha sido un claro endurecimiento de la competencia y una reducción de los márgenes financieros. Felizmente, este fenómeno llega a España cuando la mayoría de las entidades de depósito han conseguido fortalecer enormemente sus balances, lo que las coloca en una buena situación para hacer frente a la nueva coyuntura en la que, de todas maneras, tendrán que redoblar sus esfuerzos para reducir sensiblemente sus gastos de funcionamiento.

Madrid, 20 de noviembre de 1990.





# Evolución monetaria

Según la información provisional de la tercera decena de octubre, se estima que los activos líquidos en manos del público (ALP) han crecido, en dicho mes, un 9,5 % en tasa intermensual anualizada, con lo que el crecimiento acumulado de ALP en los meses transcurridos de 1990 continuaría situado en el extremo superior de la banda de objetivos definida para este año (9,5 %).

Por cuarto mes consecutivo, el ritmo de crecimiento de ALP ha sido moderado, de forma que la expansión media en los últimos cuatro meses se sitúa en torno al 8 %. No obstante, esta moderación ha de ser contrastada con la evolución del saldo de pagarés de empresa en manos del público.

Con los últimos datos provisionales disponibles, referidos al mes de septiembre, se observa que el ritmo de crecimiento de estos activos en las carteras del sector privado continúa mostrando un gran dinamismo. El saldo de septiembre experimentó un aumento de 130 mm, frente a los 115 mm del mes de agosto y los 140 mm de julio, después de que su crecimiento medio mensual durante el primer semestre alcanzase los 170 mm. En consecuencia, la tasa de expansión de un agregado que incluya ALP y los pagarés de empresa se sitúa, para el período enero-septiembre de 1990, en el 14 %, superando en 4,5 puntos porcentuales la tasa de ALP.

## 1. Agregados monetarios (Ø)

	Saldos mm	Variación intermensual (T <sub>1</sub> ) %			Variación acumulada desde DIC de 1989 %		
	1990	1990		1990			
	OCT (p)	AGO	SEP (p)	OCT (p)	AGO	SEP (p)	OCT (p)
<b>Activos líquidos en manos del público (ALP)</b>	<b>43.960</b>	<b>6,4</b>	<b>7,0</b>	<b>9,5</b>	<b>9,8</b>	<b>9,5</b>	<b>9,5</b>
Disponibilidades líquidas (M3)	32.775	5,3	15,6	9,5	15,2	15,2	14,6
<i>Efectivo</i>	4.124	16,3	35,6	32,7	10,4	12,9	14,8
<i>Depósitos de la banca</i>	14.134	2,3	14,9	-1,8	17,4	17,1	15,1
<i>Depósitos de las cajas</i>	12.951	5,5	12,8	15,3	14,5	14,3	14,4
<i>Otros depósitos (a)</i>	1.566	5,6	-0,8	17,6	12,9	11,3	11,9
Otros activos líquidos	10.998	12,7	-6,7	7,8	1,9	0,9	1,6
<i>Títulos públicos (b)</i>	9.654	16,7	-6,5	9,1	14,2	11,7	11,4
<i>Otros activos (c)</i>	1.344	-11,6	-7,7	-0,9	-45,5	-42,2	-39,0
<b>PRO MEMORIA:</b>							
ALP más pagarés de empresa	...	9,5	10,5	...	14,5	14,0	...

Fuente: Banco de España.

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

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

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

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

El análisis por componentes de los activos líquidos del público muestra que la aceleración de su crecimiento en el mes de octubre -9,5%, frente al 7% en septiembre- se ha apoyado en la fuerte expansión del efectivo en manos del público, que ha crecido un 32%, y en la evolución de los títulos públicos, que registraron un aumento de 70 mm, distribuidos en un incremento de 188 mm y 10 mm en letras y pagarés del Tesoro, respectivamente, y una disminución de 128 mm de las cesiones de deuda.

Los depósitos y el resto de pasivos líquidos computables en el coeficiente de caja de la banca privada y las cajas de ahorro crecieron un 6,3%, si bien el comportamiento de ambas instituciones ha sido muy diferente; mientras en los bancos los pasivos computables registran un crecimiento negativo (-1,3%), en las cajas mantuvieron un vivo ritmo de expansión, rebasando su tasa intermensual el 15%.

En cuanto a las contrapartidas de ALP, cabe señalar que, según los datos provisionales de avance de los balances bancarios, el crédito concedido a empresas y familias registró una tasa de crecimiento en

octubre del 11,6%, inferior a la de septiembre pasado, que fue del 13%. El crecimiento acumulado en los diez primeros meses del año se mantiene así en el 11,5%, tasa similar a la de los seis meses anteriores. No obstante, cuando se tienen en cuenta los fondos obtenidos mediante la emisión de pagarés de empresa, se concluye que es muy probable que la financiación total recibida por el sector empresas y familias haya mantenido en octubre una pujanza mayor que la del crédito interno. Los últimos datos disponibles, referidos al mes de septiembre, señalan un ritmo de expansión intermensual del 17,3%, con un crecimiento acumulado desde el comienzo del año del 16,8%.

El crédito interno recibido por las Administraciones Públicas registró en octubre un crecimiento negativo del 24%, mientras que en el mes de septiembre la tasa intermensual fue del 82%. Ambas tasas están muy influidas por el retraso en el ingreso de más de medio billón de pesetas, correspondiente a impuestos recaudados en septiembre, que fueron abonados a comienzos de octubre, al coincidir el cierre del primero de estos meses con un fin de se-

## 2. Financiación a empresas y familias

	Saldos en mm			Tasas de crecimiento %			Variación acumulada desde DIC de 1989 (%)		
	1990			1990			1990		
	AGO	SEP (p)	OCT (p)	AGO	SEP (p)	OCT (p)	AGO	SEP (p)	OCT (p)
				$T_1^1$					
SERIE DESESTACIONALIZADA:									
<b>Crédito interno (a)</b>	<b>38.094</b>	<b>38.484</b>	<b>38.778</b>	<b>11,0</b>	<b>13,0</b>	<b>9,6</b>	<b>11,4</b>	<b>11,6</b>	<b>11,4</b>
				$T_1^2$					
SERIES ORIGINALES:									
<b>Crédito interno (a)</b>	<b>37.895</b>	<b>38.251</b>	<b>38.656</b>	<b>12,0</b>	<b>11,5</b>	<b>11,8</b>			
Crédito	35.603	35.948	...	12,7	12,2	...			
<i>Banca</i>	21.314	21.530	...	12,7	12,2	...			
<i>Cajas</i>	10.253	10.304	...	13,1	12,3	...			
<i>Resto</i>	4.037	4.114	...	11,8	12,0	...			
Valores y mercados monetarios	2.292	2.303	...	2,3	2,3	...			
PRO MEMORIA:									
<b>Crédito interno más pagarés de empresa</b>	<b>39.827</b>	<b>40.359</b>	...	<b>16,0</b>	<b>16,0</b>	...			

Fuente: Banco de España.

(a) Incluye las transferencias de activos privados.

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

### 3. Tipos de interés (Ø)

%

	Plazo d=día m=mes a=año	Medias mensuales				Medias decenales		
		1989	1990		OCT 1990			
		DIC	AGO	SEP	OCT	1.ª dec	2.ª dec	3.ª dec
<b>BANCO DE ESPAÑA:</b>								
Subasta de CBE (a)	10 d	—	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6
Compras de CBE	1 d	—	14,6	14,6	14,5	14,5	14,5	14,6
Préstamos de regulación monetaria	1 d	14,5	14,6	14,5	14,6	—	—	14,6
Cesiones de deuda	3 m	13,8	13,8	13,8	14,0	—	—	14,0
<b>TESORO:</b>								
Emisión de pagarés	18 m	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	—
Subasta de letras (a)	12 m	13,1	14,5	14,5	14,5	14,5	—	14,5
Subasta de bonos (a)	3 a	13,5	14,5	14,4	14,5	—	—	14,5
	5 a	—	14,3	—	—	—	—	—
Subasta de obligaciones (a)	10 a	—	—	13,5	—	—	—	—
<b>INTERBANCARIO:</b>								
Depósitos	1 d	15,5	14,6	14,7	14,6	14,6	14,6	14,6
	3 m	16,0	15,0	15,2	15,0	15,0	15,0	14,9
	6 m	15,9	15,1	15,4	15,0	15,2	15,0	15,0
Dobles con letras del Tesoro	3 m	13,7	13,8	13,9	14,0	14,0	14,0	14,0
	6 m	—	—	14,1	14,2	—	—	14,2
Dobles con pagarés del Tesoro	3 m	5,1	4,3	4,5	5,5	5,6	5,3	5,6
	6 m	—	4,8	5,3	5,3	—	5,3	—
Letras del Tesoro al vencimiento	12 m	12,8	14,5	14,4	14,3	14,3	14,3	14,4
<b>BANCARIOS:</b>								
Depósitos de la banca	1-2 a	10,2	11,0	11,0	11,3	...	...	...
Depósitos de las cajas	1-2 a	10,0	10,7	10,7	10,7	...	...	...
Crédito de la banca residente								
<i>A interés fijo</i>	1-3 a	17,1	17,6	17,6	17,8	...	...	...
<i>Preferencial</i>	3 m	14,5	14,5	14,6	14,8	...	...	...
Cto. de la b. extranjera a int. vble.		17,1	16,0	15,9	15,8	...	...	...
Crédito de las cajas								
<i>A interés fijo</i>	1-3 a	17,0	17,4	17,2	17,4	...	...	...
<b>OTROS:</b>								
Deuda pública anotada	2 a o más	14,5	14,7	15,1	14,9	14,9	14,9	14,9
Obligaciones eléctricas	3 a o más	14,2	14,5	14,6	15,2	...	...	...

Fuente: Banco de España.

(a) Tipo de interés marginal.

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

mana. La tasa intertrimestral referida al mes de octubre resulta, por tanto, más apropiada para observar la evolución reciente de esta variable. Dicha tasa se sitúa en torno al 17 %, frente a un crecimiento del 11,6 % registrado en el período enero-julio, poniendo de manifiesto la aceleración registrada por las necesidades de financiación del Estado desde la entrada en vigor de los presupuestos de 1990.

El sector exterior, por su parte, mantuvo en octubre una contribución ligeramente expansiva a la liquidez interna. Las reservas centrales crecieron 765 millones de dólares, mientras que aumentó la posición corta vencida de las entidades delegadas y los

pasivos en pesetas convertibles en torno a 61 y 46 millones de dólares, respectivamente. Una gran parte de este aumento de las reservas se explica por el incremento de las inversiones de no residentes en letras del Tesoro y en deuda a medio y largo plazo, por un importe total de casi 900 millones de dólares.

En el mes de octubre, los acontecimientos más importantes que han incidido en el desarrollo de los mercados de cambios internacionales han sido, por un lado, la posibilidad abierta a una solución pacífica del conflicto del Golfo, y, por otro, la falta de acuerdo presupuestario y la debilidad de la economía norteamericana. La conjunción de estos factores ha inci-

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

	1990		1990		OCT 1990		
	OCT	AGO	SEP	OCT	1.ª dec	2.ª dec	3.ª dec
	Saldos		Variaciones absolutas (a)				
<b>Activos de caja</b>	<b>1.453</b>	<b>-10</b>	<b>15</b>	<b>4</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-9</b>
<b>CONTRAPARTIDAS:</b>							
Circulación fiduciaria (b)	-4.466	-23	0	-25	-102	40	55
<b>Otros factores</b>	<b>4.345</b>	<b>-651</b>	<b>344</b>	<b>12</b>	<b>-200</b>	<b>16</b>	<b>-32</b>
Sector exterior	5.287	195	-54	53	18	17	26
Crédito al sector público	1.255	-650	508	242	-93	219	-111
Cartera de letras del Tesoro	747	-163	-167	-294	-98	-146	-49
Otros fondos públicos	324	35	58	-42	0	-30	-9
Certificados del BE (b)	-3.121	0	0	0	0	0	0
Cuentas diversas (b)	-148	-69	-2	53	-26	-44	111
<b>Operaciones con las instituciones financieras</b>	<b>1.575</b>	<b>665</b>	<b>-329</b>	<b>17</b>	<b>301</b>	<b>-57</b>	<b>-32</b>
Préstamos de regulación monetaria (c)	1363	331	-379	-108	144	-75	-42
Cesiones temporales de deuda (b)	-67	361	52	127	158	18	7
Otros	279	-27	-3	-2	0	0	-
	Niveles medios en porcentajes						
<b>EXCEDENTES DE CAJA:</b>							
Sistema bancario	...	0,041	0,042	0,038	0,039	0,039	0,035
Bancos	...	0,059	0,056	0,526	0,060	0,059	0,041
Cajas	...	0,020	0,026	0,021	0,015	0,018	0,029

Fuente: Banco de España.

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

(b) Aumento (-).

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

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

dido en la cotización a la baja del dólar, que ha llegado a registrar mínimos históricos durante el mes de octubre frente a las principales divisas. En términos de medias mensuales, el dólar se depreció un 2,8 % frente al marco, un 3,1 % frente a la libra y un 6,4 % frente al yen.

En el entorno europeo, el hecho más destacable ha sido la incorporación de la libra esterlina al mecanismo de cambios del SME el pasado 8 de octubre. Para ello se adoptó un tipo de cambio central de 2,95 DM/libra y se le otorgó una banda de fluctuación del ± 6 %.

Desde su incorporación al mecanismo de cambios del SME, el comportamiento del tipo de cambio de la libra ha sido bastante errático, mostrando movimientos al alza durante los primeros días, que posteriormente cambiaron de signo, hasta situarse próxima al punto central de su banda de fluctuación. En la primera quincena de noviembre la libra ha continuado depreciándose, hasta ocupar la posición de

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

	Medias mensuales			
	1989		1990	
	DIC	AGO	SEP	OCT
<b>EUROMERCADOS A 3 MESES:</b>				
Dólar	8,4	8,0	8,1	8,1
Franco suizo	8,3	8,8	8,2	7,9
Marco	8,1	8,3	8,3	8,4
Yen	6,6	7,9	8,2	8,1
Franco francés	10,7	10,0	10,2	9,9
Libra esterlina	15,1	14,9	14,9	14,0
ECU	10,9	10,2	10,0	9,9
<b>Media ponderada (a)</b>	<b>8,5</b>	<b>8,6</b>	<b>8,5</b>	<b>8,4</b>
<b>Diferencial medio (b)</b>	<b>7,5</b>	<b>6,4</b>	<b>6,7</b>	<b>6,5</b>

Fuente: Banco de España.

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

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

moneda más débil del SME a mediados de dicho mes. Aparte de la situación de debilidad que registra la economía británica, el clima de incertidumbre política que se ha producido recientemente, y que podría desembocar en un adelanto de las elecciones legislativas, es otro motivo que puede haber inducido esta pérdida de valor de la libra.

En los últimos días del mes de octubre y en los primeros de noviembre se han producido algunos movimientos en los tipos de interés que pueden afectar al panorama de estabilidad cambiaria del SME. El acuerdo alcanzado para la reducción del déficit público americano fue seguido por la Reserva Federal con la baja de 0,25 puntos su tipo de intervención con «fondos federales». A este movimiento siguió el adoptado por el Banco de Francia, que redujo en la misma cuantía sus tipos básicos de intervención, aduciendo para ello que la desaceleración de la de-

manda interna estaba siendo superior a la deseada, en un clima de suficiente fortaleza del franco. Sin embargo, el Bundesbank respondió el primer día de noviembre con un aumento de medio punto del tipo Lombardo; con ello, se confirma la tendencia a una política monetaria estricta en Alemania para hacer frente a los riesgos de inflación y compensar el fuerte carácter expansivo de su política fiscal. Este movimiento ha sido seguido por el Banco de Holanda, que ha subido sus tipos directivos en un cuarto de punto. Finalmente, el día dieciséis de noviembre, la Reserva Federal procedió a una reducción adicional de 0,25 puntos en su tipo de intervención con «fondos federales».

A lo largo del mes de octubre, el tipo de cambio de la peseta se ha mantenido bastante estable, en torno a 62,7 PTA/DM. En términos de medias mensuales, la peseta se apreció un 2,9 % frente al dólar, mientras

## 6. Tipos de cambio (∅)

	Variaciones (%) (a)						
	Mensuales				Mensuales acumuladas desde DIC 1989		
	1990	1990			1990		
	OCT	AGO	SEP	OCT	AGO	SEP	OCT
<b>TIPOS DE CAMBIO NOMINALES:</b>							
<b>Del dólar frente a:</b>							
Marco	1,53	-4,2	-0,1	-2,8	-9,6	-9,7	-12,2
Yen	129,88	-1,2	-5,9	-6,4	2,6	-3,4	-9,6
Países desarrollados (b) (c)	60,91	-2,9	-1,1	-3,3	-6,4	-7,5	-10,5
<b>De la peseta frente a:</b>							
Dólar	95,70	3,6	-1,5	2,9	15,6	13,9	17,2
Franco suizo	74,64	-2,6	-1,6	0,9	-3,4	-5,0	-4,1
Marco	62,75	-0,7	-1,5	-	4,5	2,9	2,9
Yen	73,72	2,4	-7,3	-3,7	18,6	10,0	6,0
Libra esterlina	185,97	-1,5	-0,4	-0,5	-2,8	-3,1	-3,6
Franco francés	18,74	-0,7	-1,7	-	2,7	0,9	0,9
CEE (b) (c)	102,33	-0,7	-1,2	-	2,7	1,5	1,4
Países desarrollados (b) (c)	112,03	0,2	-1,7	0,3	5,7	3,9	4,2
Principales acreedores (d) (e)	119,86	1,0	-2,6	0,6	8,8	6,0	6,6
<b>TIPOS DE CAMBIO REALES (f):</b>							
<b>De la peseta frente a:</b>							
Dólar (c)	...	3,2	-1,2	...	15,7	14,4	...
CEE (b) (c)	118,62	-0,9	-0,8	0,3	3,6	2,8	3,0
Países desarrollados (b) (c)	129,28	-	-1,3	0,6	6,5	5,1	5,7

Fuente: Banco de España.

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

(b) Medias ponderadas por el comercio exterior.

(c) Índice base: ∅ 1985=100.

(d) Índice base: ∅ 1980=100.

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

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

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 20 a 23. *Boletín Estadístico*, cuadros XX-51 a XX-53.

que su tipo de cambio permaneció constante frente al marco y al conjunto de la CEE. Esta estabilidad del tipo de cambio de la peseta se ha reflejado en la ausencia de intervenciones significativas del Banco de España durante el mes de octubre en el mercado de cambios, así como en la escasa variación de la posición de contado de las entidades.

En los primeros días de noviembre la cotización de la peseta frente al marco se mantuvo estable. Sin embargo, a partir del día 12 inició un proceso de depreciación que ha supuesto una caída de un 1,15 % de su valor frente al marco. Respecto al dólar, sin embargo, la peseta continuó apreciándose, alcanzando dicha apreciación un 2 % en la primera quincena.

En los mercados monetarios, lo más destacable ha sido la moderación en las expectativas alcistas de tipos de interés que se generaron a partir del inicio de la crisis del Golfo Pérsico en agosto pasado. La disminución de los tipos de interés británicos, producida tras la entrada de la libra en el SME; la suspensión de las ventas a vencimiento de letras de la cartera del Banco de España; los rumores sobre una posible liberalización de los movimientos de capitales en un futuro próximo; la impresión generalizada de desaceleración de la demanda interna y, finalmente, la existencia de unas ciertas expectativas de una solución pacífica al conflicto del Golfo, que condujeron a una reducción del precio del petróleo y a una mejora de los índices bursátiles en las dos últimas decenas de octubre, fueron los motivos que generaron, durante dicho mes, una disminución de los tipos de interés de los plazos más largos de los mercados monetarios.

El Banco de España mantuvo el tipo de interés de la subasta decenal de certificados de depósitos en el 14,65 %. Los tipos de intervención diaria, que en los últimos meses se habían mantenido en el 14,55 % para la compra de certificados y en el 14,45 % para la compra de deuda, se redujeron 0,1 puntos el día 8 de octubre, fecha de ingreso de la libra en el SME, con el fin de contrarrestar una posible apreciación de la peseta, tras la disminución en 1 punto de los tipos de interés ingleses. Este ajuste provocó una caída de 0,19, 0,28 y 0,33 puntos en los tipos de interés de los depósitos interbancarios a tres, seis y doce meses, respectivamente, así como una reducción de 0,2 puntos en los tipos de interés del mercado secundario de deuda a medio y largo plazo. Esta reducción se ha consolidado a lo largo del mes de octubre, llegando a alcanzar en los últimos días del mes unos niveles ligeramente inferiores, que se han mantenido a lo largo de la primera quincena de noviembre.

En la segunda y tercera decena de octubre el Banco aumentó hasta el 14,50 %, primero, y hasta el 14,55 % y 14,60 %, después, el tipo de las compras diarias de certificados, sin que ello haya modificado el nivel de los tipos de los depósitos interbancarios a más largo plazo.

Hasta el 18 de octubre el Banco continuó vendiendo a vencimiento letras de su cartera, cuyo plazo oscilaba entre cuatro y siete meses, a un tipo anual equivalente del 14,90 %. Las ventajas de rentabilidad que ofrecía, en un contexto de incertidumbre sobre el nivel futuro de los tipos de interés, incentivó la demanda por parte de las entidades. Sólo en el mes de octubre el volumen de letras vendidas a vencimiento ascendió a 285 mm. A partir del 18 de octubre dejaron de realizarse estas operaciones. Paralelamente, en la tercera decena de octubre el Banco de España elevó el tipo de interés de las cesiones temporales de letras del Tesoro a tres meses hasta el 14 %, tras haberlo mantenido invariable en el 13,75 % a lo largo de los últimos 18 meses. Pese a este aumento, la renovación de las cesiones que han vencido posteriormente ha sido escasa.

A lo largo del mes de octubre y en los días transcurridos de noviembre el Tesoro ha mantenido sin variación, en el entorno del 14,5 %, los tipos de interés marginales de la subasta de letras y de bonos a tres años. La colocación de letras a un año alcanzó, durante este período, 193 mm netos, lo cual ha supuesto una renovación del 152 % de los vencimientos. Las expectativas bajistas sobre los tipos de interés han favorecido la demanda de estos valores públicos al plazo de un año. Por el contrario, las operaciones de cesión temporal de letras a tres meses continuaron registrando volúmenes muy escasos, resultando una colocación neta negativa al venderse tan sólo 10 mm frente a unas amortizaciones cercanas a los 40 mm.

El elevado nivel alcanzado por los tipos negociados en el mercado secundario de deuda a medio y largo plazo en septiembre y los primeros días de octubre, por encima del 15 %, desanimó la demanda de bonos a 3 y 5 años en la subasta celebrada este último mes. En la fase competitiva de bonos a tres años tan sólo se colocaron 0,1 mm, declarándose desierta la subasta a cinco años. En la fase no competitiva se emitieron 7,4 mm. Las amortizaciones de deuda a medio y largo plazo alcanzaron 8 mm en octubre, sin considerar el canje de deuda que tuvo lugar en dicho mes. A lo largo de octubre y en la primera quincena de noviembre los tipos de interés del mercado secundario se fueron reduciendo, hasta situarse en torno al 14,65 %, próximos, por tanto, a los del mercado primario. Esta caída ha podido favo-

recer la demanda de bonos del Estado en noviembre. En la fase competitiva de la subasta celebrada el día 8 se colocaron 26 mm, cantidad no muy elevada, teniendo en cuenta que los vencimientos, sin incluir las opciones de canje, son de 66 mm, pero que apunta a una cierta recuperación de la demanda de valores públicos a tres años. La subasta de obligaciones a diez años quedó, sin embargo, desierta.

En octubre se produjo el ejercicio de la opción de canje ofrecida por el Tesoro de diversas emisiones de deuda pública a medio y largo plazo con cupón semestral, que vencían entre 1990 y 1992, por bonos a tres años, con cupón anual, al 14,481 % de rentabilidad. La cantidad canjeada fue de 173 mm frente a 1.413 mm susceptibles de ejercer dicha opción.

La emisión bruta total de pagarés del Tesoro en las subastas celebradas en octubre y en la primera de noviembre ha alcanzado 281 mm frente a 524 mm que vencían. Esta escasa renovación se ha debido a la reducción del coeficiente de inversión a finales de septiembre y al bajo crecimiento en octubre de los pasivos computables, y, por otra parte, a la caída de la demanda del público ante los rumores sobre una posible sustitución de los pagarés del Tesoro por otros activos fiscalmente transparentes. Se produjo, en consecuencia, un exceso de oferta que elevó los tipos de interés en el mercado secundario hasta el 11 % en la primera y segunda decenas de octubre, y hasta el 14 % en los últimos días de dicho mes. Sin embargo, en la primera quincena de noviembre los tipos han vuelto a niveles en torno al 3 %, tras las emisiones de los días 2 y 16 de dicho mes, en las que sólo se renovaron un 17 % y un 44 % de los 50 mm y 155 mm que vencían.

19-XI-1990.





# Evolución de los flujos de capitales en la CEE: 1980-1988

*Este artículo ha sido elaborado por María Pérez Jurado, del Servicio de Estudios del Banco de España.*

## 1. INTRODUCCION

La progresiva liberalización de los movimientos de capitales que ha tenido lugar en los últimos años comporta ciertos beneficios, asociados fundamentalmente a una mejora en la eficiencia de los mercados financieros internacionales y nacionales. Sin embargo, también existen temores acerca de la posibilidad de que se den fuertes entradas o salidas de capital de carácter desestabilizador, que comprometan los objetivos de tipo de cambio o monetarios, especialmente en países, como son los pertenecientes a la CEE, que pretenden alcanzar, en alguna medida, ambos tipos de objetivos simultáneamente. Este problema tiene especial relevancia si tenemos en cuenta que, en el ámbito comunitario, a lo largo de la década de los 80 y muy especialmente a partir de 1985, se ha producido un aumento de las divergencias de las balanzas por cuenta corriente entre los 12 países. En este sentido, se plantea la siguiente pregunta: ¿ha ido ello acompañado de saldos de capital (1) en la magnitud y el signo apropiado para ejercer un papel estabilizador?

Por otro lado, el proceso liberalizador al que se ha hecho referencia se ha reflejado en un acercamiento entre los tipos de interés nacionales y los del euromercado. Sin embargo, no puede inferirse directamente un incremento en la magnitud de los movimientos de capital a partir de una mayor movilidad del mismo, ya que ésta ha podido venir acompañada de una disminución de los incentivos para los inversores a cambiar la distribución internacional de sus capitales. Así, surge la siguiente pregunta: ¿se ha venido produciendo, junto con el aumento de la movilidad, un incremento de los movimientos de capital? Por otro lado, cabría esperar que la progresiva eliminación de las trabas a las transferencias de recursos hacia sus usos más rentables hubiera llevado a una distribución más homogénea de los flujos de capital entre los distintos países. ¿Qué grado de concentración se ha dado en la década de los 80?, ¿ha disminuido ésta con el tiempo?

Asimismo, hay que tener en cuenta que los controles de cambio que han existido a lo largo de los últimos años, y que se han ido desmantelando, se referían, fundamentalmente, a los movimientos a corto

---

(1) A lo largo de este trabajo, se considera la balanza por cuenta de capital como la suma de capital a largo y corto plazo, público y privado, excluyendo las variaciones de reservas y los errores y omisiones.

plazo. De este modo se plantean cuestiones acerca de la estructura de los flujos de capital: ¿han dominado los movimientos a corto o a largo plazo?, ¿ha aumentado la proporción que suponen los primeros en el total? Finalmente, en este trabajo se comprueba si los datos apoyan los criterios que se utilizan tradicionalmente para analizar la sostenibilidad de los déficit por cuenta corriente. Esto es, ¿son los flujos de capital a largo más estables que los de corto plazo?, y dentro de los primeros, ¿qué componentes han presentado una menor variabilidad?

Para contestar a todas estas preguntas se ha organizado el trabajo de la siguiente forma: en la sección 2 se presenta la evolución de los saldos por cuenta corriente de los miembros de la CEE y se compara con la de la cuenta de capital, para analizar el carácter estabilizador o desestabilizador de la misma. En la sección 3 se presenta la evolución de la magnitud de los flujos de capital, tanto en términos absolutos como relativos, y se compara entre los distintos países comunitarios. La sección 4 se dedica a la estructura por plazos y conceptos de las transacciones financieras. Por último, en la sección 5 se resumen las conclusiones del trabajo.

Finalmente, conviene señalar, como advertencia previa, que los datos disponibles permiten contestar de manera sólo parcial a algunas de las cuestiones que se plantean. La principal limitación estadística procede de la ausencia de un desglose por áreas de las transacciones por cuenta de capital, en la mayoría de los países de la CEE. Además, nótese que aunque estos datos estuvieran disponibles, no podría asegurarse el origen o destino final de las transacciones, debido a la existencia de operaciones en las que determinados países actúan simplemente como intermediarios financieros. Esto limita considerablemente la profundidad del análisis en cuanto a la influencia de factores como el grado de libertad de circulación de capitales, de coordinación de políticas o de estabilidad del tipo de cambio. Además, no permite plantear las distintas preguntas que se han expuesto en esta introducción en términos intracomunitarios, lo que muy posiblemente hubiera aumentado su interés.

## **2. EL CARACTER ESTABILIZADOR DE LOS MOVIMIENTOS DE CAPITALES**

Como es sabido, la libre circulación de capitales comporta ciertos beneficios, ya que permite a los agentes económicos asignar inter-temporalmente sus recursos de forma que mejoren sus niveles de bienestar y al mismo tiempo diversificar internacionalmente el riesgo de sus carteras. Así, dicha libertad

facilita la canalización del ahorro comunitario hacia las oportunidades de inversión más productivas. Por otro lado, junto con la mayor diversificación de riesgos, permite un mejor aprovechamiento de las economías de escala en las tareas de intermediación financiera, lo que contribuye a reducir los costes de transacciones y de intermediación. De este modo mejora la eficiencia de los mercados financieros internacionales y nacionales (véase Viñals, 1988).

Asimismo, a medida que se han ido aboliendo los controles de cambio e internacionalizando los mercados financieros, las transacciones de capital se han alejado de la función de financiación de una balanza por cuenta corriente dada. No es posible establecer «a priori» una relación de causalidad entre los movimientos corrientes y los movimientos de capitales. Ambos son el resultado de un complejo equilibrio entre diversas variables macroeconómicas (renta, tipos de interés, tipo de cambio...), en cuya jerarquización influye decisivamente el régimen de tipo de cambio vigente (fijo o flexible, con numerosas opciones intermedias). No obstante, cabe afirmar que, a medida que se liberalizan los flujos de capitales, aumenta su grado de autonomía respecto a los flujos por cuenta corriente. De esta forma, la vulnerabilidad del tipo de cambio frente a la balanza de capital cada vez es mayor, al tiempo que disminuyen las limitaciones a la financiación de los déficit corrientes.

Así, la libertad de circulación de capital también presenta riesgos potenciales. De entre ellos, el más nombrado se refiere a la incapacidad de las autoridades económicas nacionales para mantener simultáneamente objetivos externos e internos, ya que, si éstos no son coherentes, pueden dar lugar a fuertes entradas o salidas de capital de carácter desestabilizador. Los saldos de la balanza por cuenta corriente deben ser financiados por cambios en la posición acreedora (o deudora) neta del país frente al resto del mundo. En los países que mantienen con cierto énfasis algún objetivo de tipo de cambio, especialmente en el SME, esta variación se refleja, por una parte, en el saldo de la balanza de capital y, por otra, en variaciones de reservas. De este modo, si déficit (superávit) corrientes van acompañados de salidas (entradas) netas de capitales, todo el ajuste debe recaer en las reservas, con una disminución (aumento) probablemente excesivos de las mismas, que incluso puede plantear la necesidad de realizar el ajuste vía tipo de cambio, abandonando el objetivo.

En el otro extremo, si la cuenta de capital compensa en exceso la corriente, puede quebrarse el mecanismo de corrección automático de los desequilibrios de balanza de pagos. Este mecanismo consiste en que los países con déficit corriente experimenten

un déficit en la balanza de pagos y una pérdida de reservas exteriores, que si no se esteriliza provoca un descenso de la oferta monetaria si mantienen un tipo de cambio estable, o alternativamente una depreciación del tipo de cambio si dejan que éste flote libremente. En el primer caso, la reducción del crecimiento monetario y la subida de los tipos de interés desaceleran el crecimiento de la demanda y, por tanto, la inflación y el incremento de las importaciones, tendiendo a equilibrar el déficit exterior. En el segundo caso, la depreciación de la moneda influiría sobre el déficit en el mismo sentido.

En resumen, el papel estabilizador de los movimientos de capitales puede analizarse atendiendo a diversos criterios: en primer lugar, que den lugar a un saldo de signo contrario al de los flujos corrientes; en segundo lugar, que la magnitud de ambos sea similar (en otras palabras: que generen una variación de reservas nula o moderada); y, finalmente, que, si se produce un movimiento de reservas de cierta magnitud, sea del mismo signo que el saldo por cuenta corriente, contribuyendo a corregirlo.

En un esquema sumamente simplificado y suponiendo total libertad de circulación de capitales, los desajustes provocados por flujos financieros de carácter desestabilizador —en el sentido definido en el párrafo anterior— no deberían plantearse en países que siguieran un régimen «extremo» de tipo de cambio, bien adaptando sus políticas monetarias totalmente a un objetivo dado de tipo de cambio, bien permitiendo que éste varíe con total flexibilidad. En el primer caso, el nivel de los tipos de interés internos debe ser tal que induzca los movimientos de capitales necesarios para equilibrar el tipo de cambio. En el segundo, dados un saldo por cuenta corriente y unos movimientos de capitales autónomos, los eventuales desajustes en los capitales sensibles a los tipos de interés se trasladarían al tipo de cambio, sin dar lugar a variaciones de reservas.

A la hora de definir el papel estabilizador o desestabilizador de los movimientos de capital tienen, por tanto, una gran importancia tanto la combinación de políticas monetaria y cambiaria, como la postura frente a la libertad de movimientos de capital de cada país en cuestión. En general, aquellos países que frente a dicha libertad quieran mantener cierta autonomía en el manejo de sus tipos de interés, pueden verse enfrentados a movimientos de capital con un carácter potencialmente más desestabilizador y a tener que recurrir a unos controles de cambio que sólo pueden estabilizarlos de una manera imperfecta y transitoria, mientras que aquellos países que hayan alcanzado una mayor convergencia y acepten

por ello la pérdida de soberanía en el manejo de sus tipos de interés, están en mejores condiciones para tener una balanza de capitales más estable.

Sin embargo, los movimientos de capitales pueden ser desestabilizadores en un sentido quizás más importante que el que se deriva del mero análisis de la balanza de pagos. Así, puede ocurrir que flujos de capitales aparentemente estabilizadores se estén produciendo a costa de una gran variabilidad de los tipos de interés, en el caso de un régimen más cercano al tipo de cambio fijo, o del tipo de cambio, en el caso de un régimen más cercano a la flotación.

Pero, ni ha existido una libertad completa de circulación de capitales, ni ninguno de estos modelos extremos se corresponde con la situación de los países de la CEE en los años 80. El régimen de tipo de cambio puede calificarse de flotación «sucia», con unos compromisos relativamente estrictos de estabilidad cambiaría en el caso de los países del SME. En el conjunto de la CEE puede considerarse toda una gama de regímenes cambiarios que se encuentran entre los dos extremos descritos, pasando desde los países que se han acercado más a una estricta regla de estabilidad del tipo de cambio (caso de Holanda) hasta los más próximos a un modelo de tipo de cambio variable (caso del Reino Unido). Pues bien, es precisamente en estas situaciones mixtas, en especial cuando los países pretenden alcanzar simultáneamente objetivos monetarios y cambiarios, donde la cuestión de la estabilidad de los flujos de capitales adquiere relevancia (1).

Como puede observarse en el cuadro 1, en el ámbito comunitario, a lo largo de la década de los 80, y muy especialmente a partir de 1985, se ha producido un aumento de las divergencias de las balanzas por cuenta corriente entre los 12 países. ¿Han generado los flujos de capital saldos en la magnitud y el signo apropiados para ejercer un papel estabilizador y no desestabilizador en cualquiera de las vías apuntadas? Para contestar a estas preguntas, podemos clasificar a los distintos países de acuerdo con la magnitud de los desequilibrios corrientes en 1988 y 1989, estableciendo tres grupos (esta clasificación es similar a la utilizada en Ortega *et al.* 1989):

---

(1) Nótese, además, que los países del SME han experimentado, a lo largo de los años 80, una reducción de la variabilidad tanto de los tipos de cambio como de los tipos de interés (véase Artis y Taylor, 1988). Ello parece indicar que los movimientos de capitales, crecientemente liberalizados, no han sido perturbadores en este sentido, lo que reforzaría el análisis desde el punto de vista del papel de la balanza de capitales, dado un régimen de política cambiaria.

## 1. CEE: saldos de las balanzas por cuenta corriente y por cuenta de capital

Porcentajes del PNB/PIB

	1980-84	1985-88	1984	1985	1986	1987	1988	1989
<b>FUERTEMENTE DEFICITARIOS (a)</b>								
<b>Total</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,9</b>	<b>-1,1</b>	...
Corriente	-0,0	-0,9	0,1	0,1	-0,3	-1,0	-2,4	...
Capital	-0,4	0,2	-1,6	-1,6	-0,9	1,9	1,3	...
<b>Reino Unido. Total</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,0</b>	<b>-2,1</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,9</b>	<b>0,4</b>	<b>-1,7</b>	<b>-3,4</b>
Corriente	1,4	-0,8	0,6	0,9	-0,0	-1,0	-3,2	-4,1
Capital	-2,1	-0,2	-2,7	-1,8	-1,9	1,4	1,5	0,7 (b)
<b>Dinamarca. Total</b>	<b>-0,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>-4,3</b>	<b>-3,6</b>	<b>0,3</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,5</b>
Corriente	-3,2	-3,6	-3,0	-4,6	-5,4	-2,9	-1,6	-1,8
Capital	3,1	2,0	-1,3	1,6	5,7	1,0	-0,6	-0,7 (b)
<b>España. Total</b>	<b>0,4</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>0,4</b>	<b>3,7</b>	<b>1,0</b>	...
Corriente	-1,6	0,7	0,7	1,0	2,2	0,4	-0,9	-2,9
Capital	2,0	0,2	0,4	-2,6	-1,8	3,3	1,9	4,6 (c)
<b>Grecia. Total</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,7</b>	<b>-3,4</b>	<b>-4,3</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1</b>
Corriente	-5,7	-4,6	-6,3	-9,9	-4,3	-2,6	-1,7	-4,9
Capital	5,0	2,9	2,9	5,6	2,8	1,9	1,4	4,8 (d)
<b>Portugal. Total</b>	<b>-4,2</b>	<b>-2,6</b>	<b>-6,6</b>	<b>-3,7</b>	<b>0,1</b>	<b>-2,7</b>	<b>-4,2</b>	<b>5,2</b>
Corriente	-7,2	1,5	-2,6	1,8	3,8	1,8	-1,4	-1,2
Capital	3,0	-4,1	-4,0	-5,5	-3,7	-4,5	-2,8	6,4 (d)
<b>MODERADAMENTE DEFICITARIOS:</b>								
<b>Total</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,4</b>	...
Corriente	-1,1	-0,2	-0,4	-0,4	0,4	-0,4	-0,5	...
Capital	1,2	0,4	0,6	0,4	0,0	0,4	0,9	...
<b>Francia. Total</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>
Corriente	-0,9	-0,2	-0,2	-0,1	0,3	-0,5	-0,4	-0,4
Capital	1,1	0,0	0,6	-0,6	-0,2	-0,3	0,2	0,5 (b)
<b>Italia. Total</b>	<b>0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	...
Corriente	-1,2	-0,3	-0,6	-0,9	0,4	-0,2	-0,6	-1,3
Capital	1,3	0,8	0,7	0,2	0,3	1,2	1,6	...
<b>SUPERAVITARIOS (e):</b>								
<b>Total</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,8</b>	...
Corriente	0,2	3,4	1,8	2,7	4,0	3,4	3,6	...
Capital	-0,4	-3,1	-2,1	-2,8	-3,6	-1,5	-4,4	...
<b>Alemania. Total</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>2,0</b>	<b>-1,7</b>	<b>-0,8</b>
Corriente	0,2	3,8	1,6	2,6	4,4	4,0	4,0	4,5
Capital	-0,6	-3,7	-2,1	-3,0	-4,1	-2,0	-5,7	-5,3
<b>Bélgica-Lux. Total</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,6</b>	<b>0,6</b>	...
Corriente	-2,3	1,9	-0,1	0,8	2,6	1,9	2,1	2,5
Capital	2,1	-1,3	0,2	-0,8	-2,8	-0,3	-1,5	...
<b>Holanda. Total</b>	<b>0,9</b>	<b>1,5</b>	<b>0,6</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>
Corriente	2,1	2,6	4,1	4,1	2,6	1,3	2,3	3,2
Capital	-1,2	-1,1	-3,5	-2,9	-1,4	0,2	-0,3	-0,9
<b>Irlanda. Total</b>	<b>2,3</b>	<b>3,3</b>	<b>0,9</b>	<b>3,1</b>	<b>4,6</b>	<b>4,0</b>	<b>2,4</b>	<b>-0,0</b>
Corriente	-9,4	-0,8	-5,7	-3,7	-2,7	1,2	2,1	1,6
Capital	11,7	4,1	6,6	6,8	7,3	2,2	0,3	-1,6

Fuentes: Eurostat, OCDE, Banco de España.

(a) Incluye Portugal sólo en los años 1988 y 1989.

(b) Datos enero-septiembre anualizados para el saldo por cuenta de capital.

(c) Previsión de la Secretaría de Estado de Comercio.

(d) Datos enero-marzo anualizados para el saldo por cuenta de capital.

(e) Incluye Irlanda sólo en los años 1987, 1988 y 1989.

1. Países fuertemente deficitarios: Reino Unido, Grecia, España y Dinamarca (Portugal se incluye en 1988 y 1989).
2. Países moderadamente deficitarios: Francia e Italia.
3. Países superavitarios: Alemania, Holanda, Bélgica y Luxemburgo (Irlanda se incluye en 1987, 1988 y 1989).

De estos grupos, se puede decir que el primero (exceptuando Dinamarca) ha estado más próximo a un modelo de tipo de cambio flexible, el tercero (exceptuando Alemania) se caracterizaría por una política monetaria esencialmente orientada a la estabilidad del tipo de cambio y el segundo se encontraría en algún lugar intermedio. Alemania constituye un caso especial, ya que, aunque perteneciente al SME, ha desempeñado el papel de ancla del sistema, prestando más atención a sus objetivos internos y menos a la estabilidad del tipo de cambio. Sin embargo, no es fácil proceder a una clasificación de los países de la CEE, en función de su posición en la gama de regímenes cambiarios descrita anteriormente: por una parte, porque no siempre es fácil jerarquizar los objetivos monetarios y cambiarios; por otra, porque es preciso establecer períodos para cada país, ya que el énfasis sobre uno u otro objetivo ha cambiado a lo largo del tiempo.

Según los datos recogidos en el cuadro 1, el primer criterio mencionado para analizar el papel estabilizador de los movimientos de capitales se verifica, como cabía esperar. En general, los saldos de las balanzas corrientes de determinado signo han ido acompañados de saldos de las correspondientes de capital de signo contrario. Así, teniendo en cuenta los tres grupos, a partir de 1985, cuando se generan principalmente las divergencias por cuenta corriente, los países fuertemente deficitarios por este concepto aparecen como superavitarios por cuenta de capital, los moderadamente deficitarios por la primera como superavitarios por la segunda y finalmente los superavitarios por cuenta corriente como fuertemente deficitarios por la de capital.

Sin embargo, han existido en algunos casos concretos movimientos de capital desestabilizadores que han provocado una ampliación del desequilibrio generado en la cuenta corriente. Dicha ampliación, se ha producido con mayor frecuencia en el grupo 1 y en casos de déficit corrientes elevados. En este sentido, destacan los casos de Dinamarca (país en el que en los años 84, 88 y 89 al déficit por cuenta corriente se añadía una salida neta de capitales) y, sobre todo, Portugal (país en el que en los años 84 y

88 el desequilibrio por cuenta de capital, además de ser del mismo signo que el corriente, era de mayor magnitud). Estas situaciones tienen su explicación en déficit corrientes acompañados de políticas inadecuadas, ya que, si aquéllos se consideran insostenibles, pueden llevar a expectativas de depreciación del tipo de cambio que generen movimientos de capital en el sentido contrario al necesario para financiar la cuenta corriente. Tarde o temprano, por tanto, estas situaciones obligan a adoptar políticas de ajuste y, por esta vía, movimientos de capitales del mismo signo que el saldo por cuenta corriente pueden tener un efecto de disciplina sobre las políticas económicas, que será tanto mayor cuanto más liberalizada esté la balanza de capitales. Asimismo, también ha tenido lugar una ampliación del desequilibrio corriente por parte de la cuenta de capital en algún caso en el que el país en cuestión presentaba superávit corriente (en España en los años 1984 y 1987 y en Irlanda en 1987 y 1988) asociado en el caso de España, en 1987, a expectativas de apreciación de la peseta. En cualquier caso, no está claro que estas situaciones tengan una relación directa con la mayor movilidad de capitales, ya que no se han observado en los países que tradicionalmente han tenido unas balanzas de capitales más liberalizadas (Alemania y Reino Unido).

Por otro lado, en términos absolutos, han sido muy frecuentes las discrepancias entre los saldos de ambas cuentas, de manera que pueden observarse desequilibrios considerables en los saldos de la balanza total. De hecho, según el segundo criterio al que se ha hecho referencia, sólo los países catalogados como moderadamente deficitarios, más Alemania y la Unión Belga-Luxemburguesa, han contado con movimientos de capital de carácter estabilizador. Por el contrario, el saldo de la cuenta de capital ha sido especialmente insuficiente para compensar la cuenta corriente en Dinamarca, Grecia y Holanda.

No obstante, en cuanto al tercer criterio, la mayoría de los desequilibrios observados en la balanza total tienen el mismo signo que los de la cuenta corriente, siendo la excepción el Reino Unido y, especialmente, Portugal e Irlanda. En estos últimos países, la balanza de capitales ha sobrecompensado la balanza corriente, de forma que la presión de la balanza de pagos sobre el tipo de cambio ha sido contraria a la necesaria para fomentar el equilibrio externo. Asimismo, cabe resaltar que este problema se ha puesto de manifiesto recientemente en Alemania, Italia y España.

Finalmente, el alejamiento de las transacciones de capital de su papel de compensación de la cuenta co-

riente se refleja en que, en el período considerado, un movimiento hacia un mayor (menor) desequilibrio de la cuenta corriente no va, necesariamente acompañado de un movimiento hacia un mayor (menor) desequilibrio de la cuenta de capital de signo contrario. De entre los principales países, dicho alejamiento se pone de manifiesto de forma especialmente destacable en el Reino Unido, lo que no debe sorprender si se tiene en cuenta, por un lado, el hecho de que en este país la balanza de capitales está completamente liberalizada desde 1979 y, por otro lado, el papel que juega como centro financiero internacional.

### 3. MAGNITUD DE LOS FLUJOS DE CAPITAL

Como ya se ha comentado, en los últimos años, en general, ha ido aumentando la movilidad de capitales, lo que se ha puesto de manifiesto en un mayor acercamiento entre los tipos de interés nacionales y los del Euromercado. Esto ha ocurrido especialmente en países que han llevado a cabo procesos de liberalización como Francia e Italia, pero ha sido una característica presente en la mayoría de los países industriales (véase Frankel, 1989). Sin embargo, no pueden inferirse directamente mayores movimientos de capital a partir de una mayor movilidad del mismo, ya que ésta ha podido venir acompañada de menores diferenciales de rentabilidad (no sólo presentes, sino también futuros, esperados ante la perspectiva de la Unión Monetaria Europea), tanto como

consecuencia de un estrechamiento de los diferenciales de tipos de interés como por unas expectativas de menores variaciones de los tipos de cambio. Dicha disminución supondría menores incentivos para los inversores a cambiar la distribución internacional de sus capitales (véase Gros, 1990). Así se plantean las siguientes preguntas: ¿ha tenido lugar en los últimos años un aumento de los flujos internacionales de capital?, ¿han sido menores dichos flujos en los países que tenían controles de cambios respecto a los que contaban con una balanza de capitales liberalizada?

Pues bien, en términos absolutos, como se observa en el cuadro 2, el volumen total de los movimientos de capital es mayor en la década de los 80 respecto a años anteriores y ha ido aumentando a lo largo de la misma. Sin embargo, la tasa de variación ha ido decayendo a lo largo del tiempo. Además, el año 88 supone una excepción en la tendencia ascendente para la Comunidad en general y el año 87 para algunos países como Alemania y el Reino Unido. Esto puede estar reflejando la mayor coordinación de las políticas de tipos de interés nacionales que ha tenido lugar a partir de 1987 y que lleva consigo una reducción de dichos incentivos. Sin embargo, los datos disponibles para el año 1989 reflejan un nuevo aumento de elevada magnitud en todos los casos, a pesar de que durante este año los diferenciales de tipos de interés continuaron disminuyendo. Así, en 1989 pudieron tener más peso factores como los rumores de realineamiento en el SME, el estableci-

## 2. Magnitud de los flujos de capitales en la CEE (a) (b)

### Entradas más salidas de capital

Miles de millones de ECU

	1975-79	1980-84	1985-88	1984	1985	1986	1987	1988	1989
<b>CEE</b>	<b>159,4</b>	<b>327,6</b>	<b>585,2</b>	<b>368,9</b>	<b>503,0</b>	<b>633,0</b>	<b>700,9</b>	<b>503,6</b>	...
Alemania	26,2 (16,5)	41,0 (12,5)	87,0 (14,9)	59,2 (16,0)	75,0 (14,9)	121,2 (19,1)	65,5 (9,3)	86,4 (17,2)	162,3 ...
Francia	31,5 (19,8)	43,0 (13,1)	62,6 (10,7)	44,0 (11,9)	34,2 (6,8)	40,5 (6,4)	92,8 (13,2)	82,9 (16,5)	172,3 (c) ...
Italia	10,9 (6,8)	29,8 (9,1)	28,4 (4,8)	38,4 (10,4)	21,0 (4,2)	16,7 (2,6)	27,5 (3,9)	48,6 (9,6)	... ...
Reino Unido	36,2 (22,7)	123,7 (37,8)	198,8 (34,0)	100,5 (27,2)	164,1 (32,6)	255,5 (40,4)	218,1 (30,2)	157,7 (30,2)	268,1 (c) ...
Bélgica-Luxemburgo	28,9 (18,1)	55,7 (17,0)	139,0 (23,8)	89,6 (24,2)	154,2 (30,6)	135,8 (21,4)	224,7 (32,0)	40,5 (8,0)	... ...
<b>Porcentaje correspondiente a los principales países</b>	<b>83,9</b>	<b>89,5</b>	<b>88,2</b>	<b>89,7</b>	<b>89,1</b>	<b>89,9</b>	<b>88,6</b>	<b>81,5</b>	...

Fuente: Eurostat.

(a) Los movimientos de capitales se refieren al conjunto de la CEE 12 y excluyen las variaciones de reservas oficiales y los errores y omisiones.

(b) Los números entre paréntesis representan los porcentajes del total comunitario.

(c) Datos enero-septiembre anualizados.

miento de una retención en la fuente del 10 % en Alemania y la culminación del proceso de liberalización de los flujos de capital en Francia.

A pesar del incremento de los flujos de capital que ha tenido lugar en términos absolutos, en términos relativos, a la disminución de la tasa de variación se añade el hecho de que tanto respecto al PIB como a los flujos corrientes (gráfico 1), la evolución no ha sido tan clara. Si exceptuamos la Unión Belga-Luxemburguesa, que presenta valores muy atípicos para los años 1984-1987, para el resto de la Comunidad, a pesar de haber tenido lugar un aumento continuado de dichos flujos en relación a ambas magnitudes entre los años 1983 y 1986, sólo en este último año llegan a superar los niveles alcanzados en 1980 y de forma no significativa. Además, en 1987 y 1988 ambos cocientes disminuyen, para situarse por debajo de dichos niveles.

La ausencia de una tendencia del todo clara pone de manifiesto que, en alguna medida, la mayor inte-

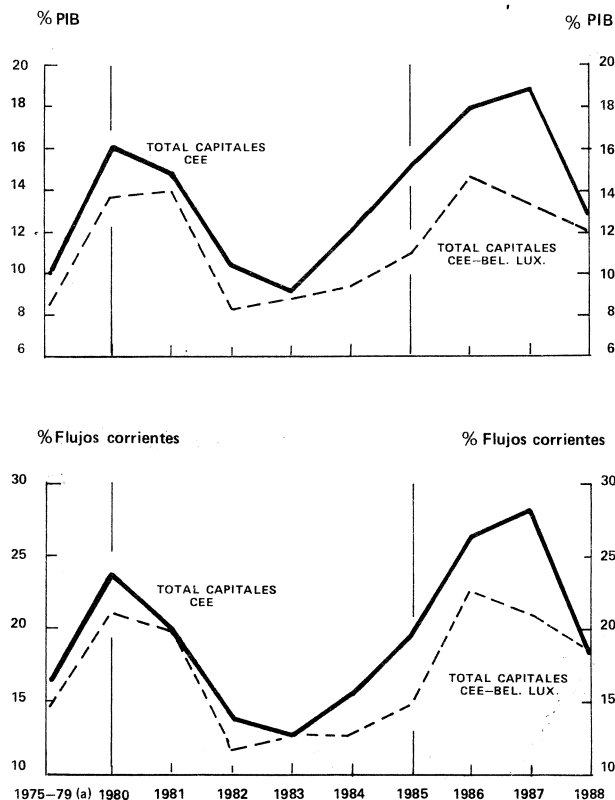
gración en el seno de la CEE se ha visto compensada, precisamente porque los distintos países se han ido ajustando a la misma. Esto es, se ha dado un cambio en las políticas económicas que ha supuesto una creciente aceptación de la pérdida de soberanía en favor de la coordinación de tipos de interés y la estabilidad cambiaria. No obstante, si tenemos en cuenta los posibles efectos del crash bursátil de octubre de 1987 y que los primeros años de la década se sitúan bajo la influencia de la segunda crisis del petróleo y, en general, de una fase económica recesiva (a lo que se sumaron los problemas asociados a la deuda externa de los países en desarrollo) podemos aislar un período, 1983-1986, en el que, en el contexto de una recuperación económica a nivel mundial y de importantes avances en la integración europea, sí se observa una tendencia continuada al alza de los flujos financieros en relación al PIB y a los flujos corrientes.

Por otro lado, en relación a los flujos corrientes cabe destacar (ver cuadro 3) que una característica general de los años 80 ha sido que los flujos de entradas o salidas de capital han adquirido una magnitud muy elevada en relación a las cantidades netas requeridas para equilibrar cualquier cuenta exterior de los distintos países. Destaca claramente la dimensión de las salidas de capital de Bélgica-Luxemburgo, que no parece guardar ninguna relación con su posición por cuenta corriente.

Esto indica que los saldos de las balanzas de capitales han sido el resultado de flujos cuantiosos en ambas direcciones, lo que refleja la mayor integración financiera y el aprovechamiento de las posibilidades de diversificación de riesgos que crecen con la misma. En efecto, otra característica que se observa en los movimientos de capitales de los países comunitarios en los últimos años es la similitud entre los perfiles de las series de entradas y salidas. Dicha similitud llama la atención, ya que, si las transacciones de capital se realizan en busca de su empleo más rentable, cabría esperar que mayores entradas de capital en un país fueran acompañadas de menores salidas y viceversa. Sin embargo, como puede observarse en el cuadro 4, exceptuando España, Grecia y Portugal, para el resto de la CEE la correlación entre ambas series se sitúa entre 0,7 y 1, siendo prácticamente igual a la unidad en la mayoría. Para los tres países mencionados, sin embargo, oscila entre 0,1 y 0,3, quizá reflejando la existencia de fuertes controles de cambio asimétricos y tipos de interés más claramente separados de la media comunitaria.

Por otro lado, si la eliminación de las trabas que impiden la libre circulación de capitales entre países

### 1. CEE. Flujos de capital



Fuente: Eurostat.

(a) Este dato es la media de los años indicados, el resto son datos anuales.

### 3. Necesidad (capacidad) de financiación y entradas (salidas) de capital (a)

Porcentajes del PNB/PIB

	1980-84	1985-88	1984	1985	1986	1987	1988	1989
<b>ALEMANIA:</b>								
Saldo cuenta corriente	0,2	3,8	1,6	2,6	4,4	4,0	4,0	4,4
Entradas de capital	x	x	x	x	x	x	x	x
Salidas de capital	3,3	6,4	4,8	6,1	8,2	4,4	7,1	10,1
<b>FRANCIA:</b>								
Saldo cuenta corriente	-0,9	-0,2	-0,2	-0,1	0,3	-0,5	-0,4	-0,4
Entradas de capital	4,2	3,9	3,8	2,4	x	5,9	5,2	9,7 (b)
Salidas de capital	x	x	x	x	2,3	x	x	x
<b>ITALIA:</b>								
Saldo cuenta corriente	-1,2	-0,3	-0,6	-0,9	0,4	-0,2	-0,6	-1,2
Entradas de capital	4,1	2,3	4,0	2,0	x	1,8	1,8	...
Salidas de capital	x	x	x	x	0,8	x	x	x
<b>REINO UNIDO:</b>								
Saldo cuenta corriente	1,4	-0,8	0,6	0,9	-0,0	-1,0	-3,2	-4,2
Entradas de capital	x	x	x	x	21,8	18,5	12,3	18,3 (b)
Salidas de capital	14,2	16,4	10,2	14,6	x	x	x	x
<b>BELGICA-LUXEMBURGO:</b>								
Saldo cuenta corriente	-2,3	1,9	-0,1	0,8	2,6	1,9	2,1	2,5
Entradas de capital	30,8	x	x	x	x	x	x	x
Salidas de capital	x	56,0	44,2	70,6	58,5	89,6	5,2	...

Fuente: Eurostat.

- (a) Para el objetivo de este cuadro sólo se han considerado informativas las salidas de capital en caso de superávit corriente y las entradas en caso de déficit, el resto se ha rellenado con una x.  
 (b) Datos enero-septiembre anualizados.

permite que se lleven a cabo las transferencias de recursos que facilitan la asignación más rentable de los mismos, es interesante analizar qué grado de dispersión, entre los distintos países, existe en los flujos de capital de los miembros de la Comunidad y en qué medida ha aumentado con el proceso de liberalización.

#### 4. Correlación entre las entradas y las salidas de capital.

1975-1978 (a)

Alemania	0,8
Francia	1,0
Italia	0,9
Holanda	1,0
Bélgica-Luxemburgo	1,0
Reino Unido	1,0
Irlanda	0,7
España	0,3
Dinamarca	0,7
Grecia	0,1
Portugal	0,1

Fuente: Eurostat.

- (a) El coeficiente de correlación utilizado es:

$$\frac{1}{T} \frac{\sum_{i=1}^T (x_i - \bar{x})(z_i - \bar{z})}{S_x S_z}$$

donde T es el tamaño de la muestra, x las salidas de capital,  $\bar{x}$  su media y  $S_x$  su desviación típica, z son las entradas de capital,  $\bar{z}$  su media y  $S_z$  su desviación típica.

Como queda reflejado en el cuadro 2, estos flujos de capital han venido correspondiendo en más de un 80 % a los siguientes países: Alemania, Francia, Italia, Reino Unido, Bélgica y Luxemburgo, sin que se observe una disminución significativa de dicho porcentaje a lo largo de la década de los 80. Por lo tanto, no parece que en los últimos años haya aumentado significativamente la diversificación internacional de los flujos financieros en el seno de la Comunidad. Hacia el final del período considerado, el porcentaje correspondiente al Reino Unido se ha estabilizado en torno al 30 %, lo que refleja la consolidación de este país como centro financiero internacional. Francia e Italia han ganado protagonismo desde 1986, año a partir del cual han desmantelado principalmente sus controles de cambios.

Asimismo, si se agrupan los países por su pertenencia o no al SME, se obtiene, como puede verse en el cuadro 5, que tanto en relación al PIB como a los flujos corrientes, el grupo de países que no pertenece al Sistema presenta mayores movimientos de capital. Aunque esta comparación está sesgada por la inclusión en dicho grupo del Reino Unido, no parece que la mayor estabilidad cambiaria fomenta dichos flujos, lo que quizá esté reflejando un elevado componente especulativo en los mismos. Además, la mayor coordinación de políticas de tipos de interés



**5. Magnitud relativa de los flujos de capital**  
**Entradas más salidas de capital**

	1980	1980-84	1985-88	1984	1985	1986	1987	1988
PORCENTAJES DEL PNB/PIB:								
SME	13,0	9,9	13,4	11,1	13,1	13,4	16,4	10,7
No SME	24,9	19,3	24,0	14,0	20,5	31,8	26,3	17,5
PORCENTAJES DE LOS FLUJOS CORRIENTES (a):								
SME	18,9	13,6	19,4	14,7	17,1	19,9	24,9	15,8
No SME	38,6	27,2	34,2	17,6	26,3	46,4	38,5	35,7

Fuente: Eurostat.

(a) Entradas más salidas por operaciones corrientes.

nacionales en el seno del SME puede haber actuado en igual sentido. En concreto, en el SME, en los últimos años y especialmente desde el último reajuste de paridades, se han ido estrechando los diferenciales entre países en los tipos a corto plazo. Por su parte, los tipos de interés a largo plazo también han seguido una senda convergente, aunque por una cuantía mucho más limitada (véase Leyva, 1989). Así, de nuevo se pone de manifiesto cómo la mayor movilidad de capital, impulsada por el desmantelamiento de los controles de cambio, puede verse compensada por la estabilidad cambiaria y la coordinación de tipos de interés.

Comparando entre los distintos países comunitarios el porcentaje del PIB que suponen los movimientos de capital (véase cuadro 6), a lo largo de toda la década destacan claramente la Unión Belga-Luxemburguesa y el Reino Unido, países que se sitúan muy por encima de la media comunitaria. En el

primer caso, los flujos de capital llegan a suponer en media el 116,1 % del PIB en el período 1985-1988. Este hecho no resulta sorprendente, dado el carácter de paraíso fiscal de Luxemburgo y de centro financiero internacional de este país y del Reino Unido. Luxemburgo no tiene ninguna obligación no sólo en lo que se refiere a la retención sobre interés de instrumentos financieros, sino tampoco en cuestión de información (véanse Termes, 1990, y Román y Rozas, 1989). Además, el carácter de centro financiero internacional se refleja en que el alto porcentaje de flujos financieros respecto a la renta es consecuencia de una magnitud muy elevada tanto de las salidas como de las entradas de capital en estos países.

El segundo grupo lo forman Holanda, Dinamarca e Irlanda. De nuevo, los dos primeros son países que no tienen obligación de retener sobre los intereses de capital (un ejemplo de la influencia del tratamiento fiscal sobre los movimientos de capital es la

**6. Flujos de capital en relación al PNB/PIB**  
**Entradas más salidas de capital**

	1980-84	1985-88	1985	1986	1987	1988	1989
Bélgica-Luxemburgo	59,6	116,1	140,4	114,3	178,9	30,8	...
Reino Unido	26,6	33,4	27,4	45,6	37,5	23,0	35,9 (a)
Holanda	11,1	18,8	14,4	18,7	21,2	21,0	34,1 (a)
Irlanda	15,9	15,8	10,7	16,3	17,3	18,9	30,9 (b)
Dinamarca	9,2	14,9	14,0	8,0	9,4	16,1	12,1 (a)
Portugal	7,6	12,6	8,9	9,8	13,2	18,4	14,0 (c)
Alemania	6,1	9,5	9,1	13,4	6,8	8,5	15,0
Francia	7,8	8,2	5,0	5,5	12,2	10,3	20,1 (a)
España	4,0	6,1	5,6	6,4	6,0	6,5	...
Italia	7,2	4,4	3,7	2,7	4,2	6,9	...
Grecia	5,6	4,0	5,6	3,4	2,7	4,2	4,8 (c)

Fuente: Eurostat.

(a) Datos enero-septiembre anualizados.

(b) Datos enero-junio anualizados.

(c) Datos enero-marzo anualizados.

experiencia alemana, ya que la introducción de una retención del 10 % en 1989 y su anuncio en 1987 dio lugar a reacciones masivas, como se pone de manifiesto en König y Ledig, 1989). Por otro lado, llama la atención el bajo puesto que ocupa Alemania, por debajo de países como Irlanda y Portugal durante toda la década, ya que estos últimos, en contra de lo que ocurre en el primero, mantienen controles de cambio. Algunos autores han concluido, a partir de estas comparaciones, que los controles de cambio no son efectivos (sobre la efectividad de los controles de cambio y las posibilidades de eludirlos ver Gros, 1987 y Papadia y Rossi, 1990). Sin embargo, teniendo en cuenta los diferenciales existentes entre los tipos de interés «onshore» y «offshore», es claro que los controles afectan de forma efectiva a la movilidad del capital (véase Viñals, 1990). Por tanto, ambos fenómenos deben reconciliarse aceptando que el hecho de que estos países presenten mayores movimientos en relación a otros refleja que los controles de cambio son un instrumento imperfecto para asegurar la plena autonomía de los tipos de interés, pero que dichos flujos son de pequeña magnitud, comparados con los que se darían en un país con libertad de movimientos y los mismos diferenciales de rentabilidad, o lo que es lo mismo, que estos diferenciales serían insostenibles si se levantaran los controles.

#### 4. ESTRUCTURA DE LOS FLUJOS DE CAPITAL

Como puede observarse en el cuadro 7, a lo largo del período 1980-1988 la evolución ascendente del volumen total de las transacciones de capital comu-

nitarias ha tenido lugar tanto en los flujos a corto como a largo plazo. Sin embargo, la quiebra de la tendencia que se produjo al final del período considerado, en el año 1988, se debe a una disminución de los movimientos a corto plazo. En este sentido, hay que tener en cuenta que dicho año fue el primero de la década en el que no hubo ningún reajuste en el SME, además de que existió mayor coordinación de políticas de tipos de interés nacionales y por ambos motivos los incentivos a los movimientos de capital especulativos fueron menores.

Por otro lado, en el período analizado, los flujos a corto plazo han supuesto en general un porcentaje superior al 60 % de los totales. Sin embargo, como se puede observar en el gráfico 2, ello se ha debido en gran medida a la proporción que suponía en la Unión Belga-Luxemburguesa y el Reino Unido. Estos países, como ya se ha comentado, son de la CEE los que mayores transacciones de capital han venido presentando con mucha diferencia. En el primer caso, las transacciones a corto plazo han representado porcentajes en torno al 90 % del total, y en el segundo, al 70 %. Así, si sólo se tiene en cuenta el resto de la Comunidad, han dominado los flujos a largo plazo durante el período analizado, flujos que, por otra parte, han estado tradicionalmente más liberalizados.

Los controles de cambio que han existido a lo largo de la década de los 80, y que se han ido desmantelando, se referían fundamentalmente a las transacciones de capital a corto plazo. Ello se debe a que estas son las restricciones más importantes para la defensa de las paridades frente a ataques especu-

#### 7. CEE. Estructura de los flujos de capital (a)

##### Entradas más salidas de capital

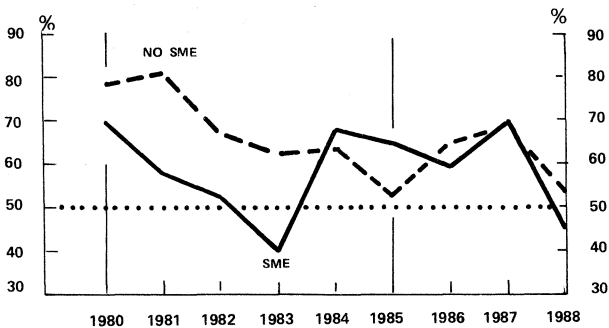
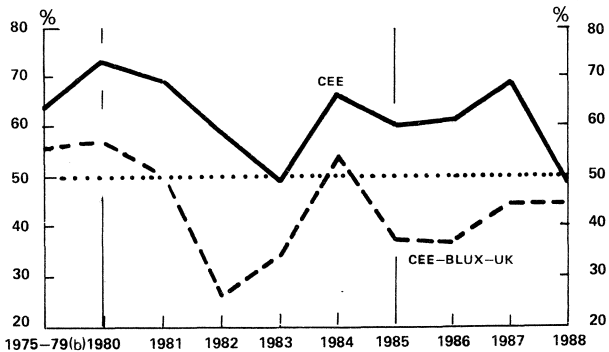
Miles de millones de ECU

	1975-79	1980-84	1985-88	1984	1985	1986	1987	1988
<b>Total</b>	<b>159,4</b>	<b>327,6</b>	<b>585,2</b>	<b>368,9</b>	<b>503,0</b>	<b>633,0</b>	<b>700,9</b>	<b>503,6</b>
Corto plazo	101,8 (63,9)	211,1 (64,5)	354,2 (60,5)	244,9 (66,4)	302,9 (60,2)	389,1 (61,5)	484,0 (69,0)	241,1 (47,9)
Largo plazo	57,6 (30,1)	116,4 (35,5)	231,0 (39,5)	124,0 (33,6)	200,1 (39,8)	243,9 (38,5)	216,9 (31,0)	262,5 (52,1)
<i>Inversiones directas</i>	20,2 (35,1)	34,1 (29,3)	71,6 (31,0)	35,2 (28,4)	49,0 (24,5)	59,4 (24,4)	83,2 (38,4)	94,9 (36,2)
<i>Inversiones en cartera</i>	8,9 (44,0)	34,1 (29,3)	113,6 (49,2)	55,8 (45,0)	114,3 (57,1)	132,6 (54,4)	84,3 (38,9)	122,9 (46,8)
<i>Resto</i>	28,5 (20,9)	48,2 (41,4)	45,8 (19,8)	33,0 (26,6)	36,8 (18,4)	51,9 (21,2)	49,4 (22,7)	44,7 (17,0)

Fuente: Eurostat.

(a) Las cifras entre paréntesis corresponden a los porcentajes del total para los distintos plazos y a los porcentajes de los flujos a largo plazo en los casos de inversión directa, en cartera y resto.

## 2. Flujos de capital a corto plazo (a)



Fuente: Eurostat.

(a) En % flujos totales de capital.

(b) Este dato es la media de los años indicados.

lativos y para la autonomía de la política monetaria interna, de cara al control sobre los tipos de interés y a la regulación de las instituciones financieras nacionales (el papel de los controles de cambios en este triple sentido se explica con detalle en Taylor, 1989). De este modo, se plantea la cuestión de si se ha dado un aumento en la proporción de los flujos financieros a corto plazo sobre el total de movimientos de capitales en los países comunitarios. Pues bien, como se observa en el gráfico 2, no ha sido así, lo que apoya de nuevo la idea de que los avances en la integración han sido contrarrestados, en gran medida, por la mayor convergencia y coordinación. Además, si distinguimos entre países pertenecientes y no pertenecientes al SME, hasta 1983, los flujos a corto plazo tenían un peso mucho mayor en los segundos, pero a partir de dicho año, la estructura por plazos de las transacciones de capital es similar en ambos grupos.

Dentro de los flujos a largo plazo, las inversiones directas y en cartera han mostrado una tónica ascen-

dente a lo largo de la década (con la excepción del año 1987 para las segundas), manteniéndose las de cartera con un porcentaje mayor sobre el total (véase cuadro 7). Por otro lado, parece un síntoma claro de la mayor integración de los mercados de capital el hecho de que, a partir del año 1985, se produce un desplazamiento de los flujos a largo plazo por otros conceptos a las inversiones en cartera (principalmente en 1985 y 1986) y a las inversiones directas (principalmente en 1987 y 1988).

Además de la progresiva abolición de los controles de cambio, la razón microeconómica más importante del rápido aumento en términos absolutos de la inversión en cartera ha sido la diversificación de riesgos y lo más probable es que el ajuste hasta los niveles deseados de la misma aún no se haya completado. A este respecto, hay que tener en cuenta que, en general, a lo largo del período considerado, el Reino Unido, Alemania y Francia han mantenido unas transacciones por inversiones en cartera que han supuesto más del 70 % de las correspondientes al conjunto de la Comunidad (véase cuadro 8). A partir de 1985, año en que se firma el Acta Unica, han aumentado los porcentajes correspondientes a Holanda, Italia, España y Portugal (notándose los efectos de la entrada de estos dos últimos países en la CEE en 1986), aunque los dos últimos continúan siendo en 1988 muy bajos.

En cuanto a la inversión directa, después del descenso que tuvo lugar en los años 70, asociado a la debilidad general de la actividad económica, la tendencia al alza mantenida en los 80 ha sido fomentada por una actividad económica boyante en general y con beneficios crecientes (como incentivos y como fuente de fondos). Por otro lado, la mayor internacionalización del comercio y la tendencia asociada de compras y fusiones fuera de fronteras han tenido una influencia clave. Además, la proximidad del mercado único de 1992 ha actuado recientemente, y actuará en el futuro, como elemento propulsor de los flujos de capital. Los datos recogidos en el cuadro 9 muestran como, exceptuando los casos de Irlanda y Dinamarca, los movimientos de capital por inversiones directas han aumentado en todos los países comunitarios. Sin embargo, al igual que ocurre con el resto de partidas, estos flujos continúan muy concentrados en pocos países. Así, sólo el Reino Unido ha representado en torno al 40 % del total a lo largo del período considerado, y si se añaden Alemania y Francia se alcanza alrededor del 70 % del total. En términos del PIB, la magnitud de los flujos por este concepto ha sido considerablemente mayor en el Reino Unido y Holanda, respecto al resto de los países comunitarios, seguidos por la Unión Belga-Luxemburguesa y España.

## 8. Flujos de inversiones en cartera (a)

### Entradas más salidas

Miles de millones de ECU

	1975-79	1980-84	1985-88	1984	1985	1986	1987	1988	1989
<b>CEE</b>	<b>8,89</b>	<b>34,12</b>	<b>113,56</b>	<b>55,73</b>	<b>114,33</b>	<b>132,65</b>	<b>84,32</b>	<b>122,92</b>	...
Alemania	2,55 (28,7)	7,51 (22,0)	35,76 (31,5)	14,84 (26,6)	31,37 (27,4)	44,74 (33,7)	28,07 (33,3)	38,84 (31,6)	46,05 ...
Francia	1,79 (20,2)	6,89 (20,2)	13,25 (11,7)	10,21 (18,3)	14,97 (13,1)	14,05 (10,6)	10,59 (12,6)	13,39 (10,9)	32,68(b) ...
Italia	0,22 (2,5)	0,62 (1,8)	5,46 (4,8)	0,65 (1,2)	2,45 (2,1)	3,43 (2,6)	6,42 (7,6)	9,51 (7,7)	... ...
Holanda	1,19 (13,3)	2,25 (6,6)	9,36 (8,2)	2,59 (4,6)	6,58 (5,8)	9,14 (6,9)	8,09 (9,6)	13,65 (11,1)	7,96(b) ...
Bélgica-Luxemburgo	0,55 (6,2)	3,27 (9,6)	9,64 (8,5)	5,52 (9,9)	8,41 (7,4)	7,72 (5,8)	5,63 (6,7)	16,80 (13,7)	... ...
Reino Unido	2,17 (24,4)	12,38 (36,3)	35,74 (31,5)	18,94 (34,0)	47,71 (41,7)	48,72 (36,7)	21,08 (25,0)	25,44 (20,7)	52,48(b) ...
Irlanda	0,21 (2,4)	0,71 (2,1)	1,49 (1,3)	1,72 (3,1)	1,73 (1,5)	2,25 (1,7)	0,40 (0,5)	1,60 (1,3)	2,33(c) ...
España	0,06 (0,7)	0,16 (0,5)	2,17 (1,9)	0,51 (0,9)	0,97 (0,9)	2,20 (1,7)	3,33 (3,9)	2,17 (1,8)	... ...
Dinamarca	0,15 (0,7)	0,25 (0,7)	0,00 (0,0)	0,48 (1,4)	0,00 (0,0)	0,00 (0,0)	0,00 (0,0)	0,00 (0,0)	0,00(b) ...
Grecia	0,00 (0,0)	0,00 (0,0)	0,00 (0,0)	0,00 (0,0)	0,00 (0,0)	0,00 (0,0)	0,00 (0,0)	0,00 (0,0)	0,00(d) ...
Portugal	0,00 (0,0)	0,07 (0,2)	0,69 (0,6)	0,28 (0,5)	0,13 (0,1)	0,41 (0,3)	0,71 (0,8)	1,51 (1,2)	0,88(d) ...

Fuente: Eurostat.

(a) Los datos que aparecen entre paréntesis corresponden a los porcentajes respecto al total comunitario.

(b) Datos enero-septiembre anualizados.

(c) Datos enero-junio anualizados.

(d) Datos enero-marzo anualizados.

Sin embargo, hay que tener en cuenta que el Reino Unido, el país comunitario que, en general, ha mantenido unos flujos de inversión directa mayores, especialmente de salida, ha dirigido estos fondos fundamentalmente a los Estados Unidos, aunque el porcentaje que ha supuesto la CEE ha aumentado a partir de 1985. Con respecto a las entradas, a partir de 1986 las procedentes de la Comunidad superan a las que tienen su origen en Estados Unidos (véase Banco de Inglaterra, 1989).

Finalmente, cabe resaltar la mayor estabilidad de los flujos a largo plazo (véase gráfico 3). En general, para todos los países y tanto en lo que se refiere a las entradas como a las salidas de capital, los movimientos a corto plazo presentan una variabilidad considerablemente superior respecto a los de largo plazo. Dentro de estos últimos, las inversiones directas son con mucha diferencia el componente más estable. Esto apoya los criterios que se utilizan tradicionalmente para analizar la sostenibilidad de los déficit por cuenta corriente (véanse Ortega *et al.*, 1989, y Barrel y Wren-Lewis, 1989).

## 5. CONCLUSIONES

Como se ha comentado al principio de este trabajo, la libertad de circulación de capital comporta ciertos beneficios asociados a una mejora en la eficiencia de los mercados financieros internacionales y nacionales. Sin embargo, también existen temores acerca de la posibilidad de que se den fuertes entradas o salidas de capital de carácter desestabilizador, que conduzcan a una ampliación de los desequilibrios corrientes y comprometan así los objetivos de tipo de cambio o reservas exteriores. Pues bien, en el ámbito comunitario, han sido, en general, pocas las ocasiones en que los movimientos de capital han provocado una ampliación del desequilibrio generado en la cuenta corriente a lo largo de la década de los 80 y, además, no han tenido lugar en países que tradicionalmente han tenido unas balanzas de capitales más liberalizadas, como Alemania y el Reino Unido. Estas situaciones, han sido más frecuentes, por el contrario, en los países fuertemente deficitarios y con políticas económicas inadecuadas, que han llevado a expectativas de deprecia-

## 9. Flujos de inversiones directas (a)

### Entradas más salidas

Miles de millones de ECU

	1975-79	1980-84	1985-88	1984	1985	1986	1987	1988	1989
<b>CCE</b>	<b>20,23</b>	<b>34,53</b>	<b>71,63</b>	<b>35,16</b>	<b>49,00</b>	<b>59,41</b>	<b>83,19</b>	<b>94,93</b>	...
Alemania	3,41 (16,8)	4,43 (12,8)	9,45 (13,2)	6,29 (17,9)	7,13 (14,5)	10,99 (18,5)	9,52 (11,4)	10,17 (10,7)	15,57 ...
Francia	2,83 (14,0)	5,02 (14,5)	10,60 (14,8)	5,50 (15,7)	5,87 (12,0)	8,12 (13,7)	11,53 (13,9)	16,87 (17,8)	19,05(b) ...
Italia	0,74 (3,7)	2,57 (7,4)	5,60 (7,8)	4,18 (11,9)	3,70 (7,6)	2,76 (4,6)	5,54 (6,7)	10,40 (11,0)	... ...
Holanda	2,27 (11,2)	3,96 (11,5)	6,91 (9,6)	4,08 (11,6)	5,40 (11,0)	6,88 (11,6)	8,54 (10,3)	6,80 (7,2)	10,07(b) ...
Bélgica-Luxemburgo	1,20 (5,9)	1,41 (4,1)	4,00 (5,6)	0,90 (2,6)	1,68 (3,4)	2,42 (4,1)	4,43 (5,3)	7,48 (7,9)	... ...
Reino Unido	8,27 (40,9)	14,03 (40,6)	29,36 (41,0)	10,48 (29,8)	21,16 (43,2)	23,60 (39,7)	38,08 (45,8)	34,59 (36,4)	52,14(b) ...
Irlanda	0,19 (0,9)	0,20 (0,6)	0,10 (0,1)	0,15 (0,4)	0,21 (0,4)	0,04 (0,1)	0,08 (0,1)	0,08 (0,1)	77,00(c) ...
España	0,81 (4,0)	2,02 (5,9)	4,59 (6,4)	2,57 (7,3)	2,90 (5,9)	3,88 (6,5)	4,61 (5,5)	6,98 (7,4)	... ...
Dinamarca	0,18 (0,9)	0,21 (0,6)	0,00 (0,0)	0,13 (0,4)	0,00 (0,0)	0,00 (0,0)	0,00 (0,0)	0,00 (0,0)	0,00(b) ...
Grecia	0,28 (1,4)	0,50 (1,5)	0,61 (0,8)	0,62 (1,8)	0,59 (1,2)	0,48 (0,8)	0,59 (0,7)	0,77 (0,8)	0,68(d) ...
Portugal	0,07 (0,3)	0,18 (0,5)	0,42 (0,6)	0,26 (0,7)	0,36 (0,7)	0,24 (0,4)	0,28 (0,3)	0,79 (0,8)	1,33(d) ...

Fuente: Eurostat.

(a) Los datos que aparecen entre paréntesis corresponden a los porcentajes respecto al total comunitario.

(b) Datos enero-septiembre anualizados.

(c) Datos enero-junio anualizados.

(d) Datos enero-marzo anualizados.

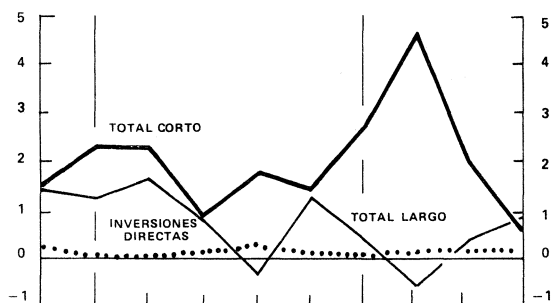
ción del tipo de cambio generadoras de movimientos de capital en el sentido contrario al necesario para financiar la cuenta corriente. Estos flujos financieros ejercen un efecto de disciplina (mayor cuanto más liberalizada esté la balanza de capitales) obligando al país en cuestión a adoptar políticas económicas más ortodoxas.

Sí han sido muy frecuentes las discrepancias en términos absolutos entre los saldos de ambas cuentas, de manera que se han observado desequilibrios considerables en la balanza total. Así, sólo los países catalogados como moderadamente deficitarios (Francia e Italia), más Alemania y la Unión Belga-Luxemburguesa, han contado con movimientos de capital de carácter estabilizador. A pesar de ello, la mayoría de los desequilibrios observados en la balanza total tienen el mismo signo que los de la cuenta corriente, aunque ha habido excepciones, como Portugal, Irlanda y, recientemente, Alemania, Italia y España. En estos casos, la presión de la balanza de pagos sobre el tipo de cambio ha sido contraria a la necesaria para fomentar el equilibrio externo.

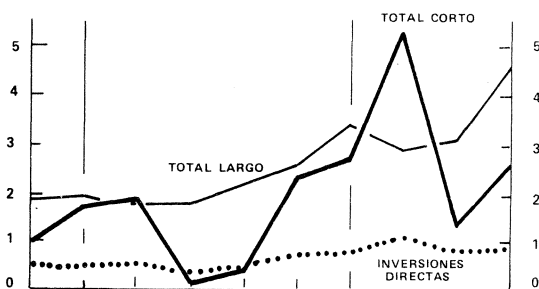
La mayor movilidad de capitales en los últimos años se ha reflejado en un mayor acercamiento entre los tipos de interés nacionales y los del Euromercado. Sin embargo, no puede inferirse directamente un incremento en la magnitud de los movimientos de capital a partir de la mayor movilidad del mismo, ya que ésta ha podido venir acompañada de menores diferenciales de rentabilidad y, por tanto, de una disminución de los incentivos para los inversores a cambiar la distribución internacional de sus capitales. De hecho, las transacciones de capitales de los países de la CEE han aumentado, pero a ritmos cada vez menores, y en términos relativos, tanto al PIB como a los flujos corrientes, no han seguido una tendencia clara a lo largo de la década. Sin embargo, esto puede ser consecuencia, no sólo de que la mayor integración se haya visto compensada por una creciente aceptación de la pérdida de soberanía, en favor de la coordinación de tipos de interés y la estabilidad cambiaria, sino también de hechos muy concretos, como el crash bursátil de 1987. Así, podemos aislar un período, 1983-1986, en el que, en el contexto de una recuperación económica a nivel

### 3. Entradas y salidas de capital

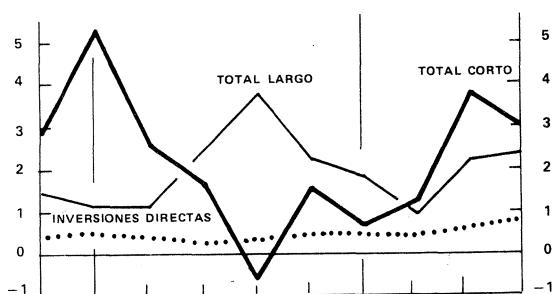
Alemania. Entradas de capital



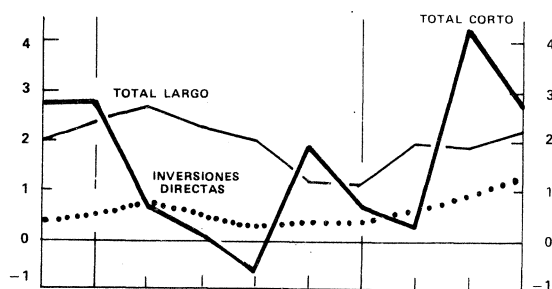
Alemania. Salidas de capital



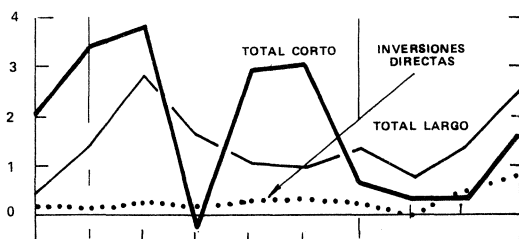
Francia. Entradas de capital



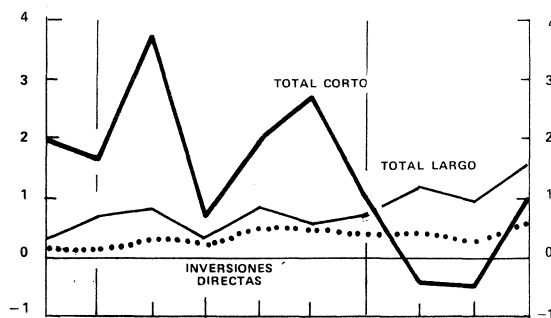
Francia. Salidas de capital



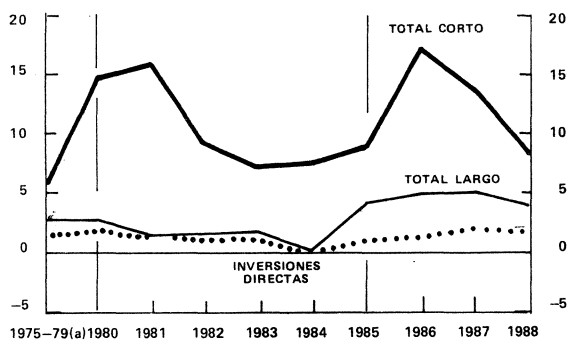
Italia. Entradas de capital



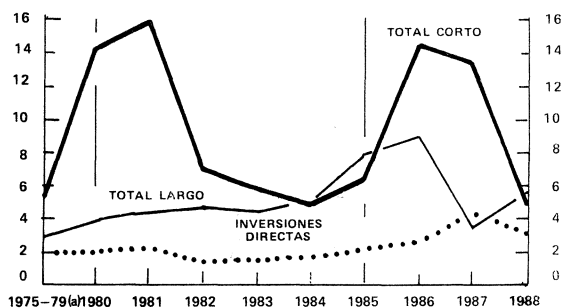
Italia. Salidas de capital



Reino Unido. Entradas de capital



Reino Unido. Salidas de capital



Fuente: Eurostat.

(a) Este dato es la media de los años indicados.

mundial y de importantes avances en la integración europea, sí se observa una tendencia continuada al alza de los flujos financieros en relación al PIB y a los flujos corrientes.

Por otro lado, en algunos casos la magnitud de los movimientos de capital ha sido mayor en países con controles de cambio que en otros que no los tenían, reflejando el hecho de que los controles de capital son un instrumento imperfecto para asegurar la autonomía en el manejo de los tipos de interés que estos países pretenden. Además, dichos flujos han sido también mayores fuera del SME, como consecuencia de un régimen de política monetaria más orientado a objetivos internos, y más proclive, por tanto, a aceptar mayores diferenciales de rentabilidad (como consecuencia tanto de diferenciales más amplios de tipos de interés, como de expectativas de mayores variaciones de los tipos de cambio).

La progresiva eliminación de las trabas a las transferencias de recursos hacia sus usos más rentables, no ha llevado a una disminución significativa de la concentración de las transacciones de capital en pocos países. Así, en los últimos años, no ha aumentado de manera sensible la diversificación internacional de los flujos financieros en el seno de la Comunidad, destacando claramente la magnitud de los mismos, tanto en términos absolutos como en relación al PIB, en el Reino Unido y en la Unión-Belga-Luxemburguesa. Estos países están muy por encima de la media comunitaria, lo que refleja, en cierto modo, el carácter de paraíso fiscal de Luxemburgo y de centro financiero internacional de este país y del Reino Unido, ya que en ambos casos es muy elevada la magnitud tanto de las entradas como de las salidas de capital. Sin embargo, puede ser que la mayor diversificación haya estado en cierto modo encubierta por una mayor especialización, ya que, en los últimos años, sí se observa un aumento relativo de los flujos en países pequeños como España y Portugal. En cualquier caso, el peso relativo de estos, y otros países, sigue siendo muy pequeño, lo que lleva a pensar que el ajuste hacia los niveles deseados de diversificación dista mucho de haberse completado.

En cuanto a la estructura de las transacciones financieras, exceptuando el Reino Unido y la Unión-Belga-Luxemburguesa, en el resto de la Comunidad han dominado los flujos a largo plazo. Teniendo en cuenta que los controles de cambio que han existido a lo largo de la década y que se han ido desmantelando, se referían fundamentalmente a los movimientos a corto plazo, cabría esperar un aumento de la proporción que suponen éstos sobre el total. Sin embargo, la composición corto-largo plazo no ha seguido una tendencia clara. Así, la integración ha sido

mayor en lo que se refiere a las inversiones directas y en cartera, y los avances de la misma en el terreno del corto plazo se han visto compensados por cambios en los regímenes de política monetaria, que se ha orientado más a la estabilidad cambiaria, aceptando una mayor coordinación de los tipos de interés. Por otro lado, dentro de los flujos a largo plazo, han destacado las inversiones en cartera.

Finalmente, de acuerdo con los criterios que se utilizan tradicionalmente para analizar la sostenibilidad de los déficit por cuenta corriente, cabe resaltar la mayor estabilidad de los flujos a largo plazo y especialmente de las inversiones directas. En general, tanto en lo que se refiere a las entradas como a las salidas de capital, los movimientos a corto presentan una variabilidad considerablemente superior respecto a los de largo plazo, lo que parece confirmar los criterios utilizados habitualmente para definir la sostenibilidad del déficit exterior, de acuerdo con la estructura de su financiación.

23-XI-1990.

#### BIBLIOGRAFIA

- ARTIS, M. y M. TAYLOR (1988): «Exchange rates, interest rates, capital controls and the European Monetary System: Assessing the track record», en F. Giavazzi, S. Miccosi y M. Miller (eds), *The European Monetary System*, Cambridge University Press.
- BANCO DE INGLATERRA (1989): «International private capital flows, current account imbalances and exchange rates». Trabajo presentado en la reunión de economistas de bancos centrales en el BIS, noviembre.
- BARREL, R. y S. WREN-LEWIS (1989): «Fundamental equilibrium exchange rates por the G7», CEPR Discussion Paper n.º 323, junio.
- EUROSTAT: «Eurostat: balance des paiements: données globales». C.E. Comunidades Europeas, Oficina de las Publicaciones Oficiales, Luxemburgo.
- EUROSTAT: «Eurostat: commerce extérieur». Oficina Estadística de las Comunidades Europeas, Luxemburgo.
- FRANKEL, J. A. (1989): «Quantifying international capital mobility in the 1980», NBER Working Paper n.º 2856, febrero.
- GROS, D. (1987): «The effectiveness of capital controls». IMF Staff Papers, vol. 34.
- (1990): «The EMS without capital controls: an optimistic view». *ECU Newsletter*.

- KONING, R. y M. LEDIG (1989): «Capital Transactions, exchange rates and external adjustment, an analysis from the standpoint of the Federal Republic of Germany». Trabajo presentado en la reunión de economistas de bancos centrales en el BIS, noviembre.
- LEYVA, M. L. (1989): «El comportamiento reciente del SME», *Boletín Económico*, Banco de España, julio-agosto.
- OCDE (1990): «Economic outlook» n.º 47, junio.
- ORTEGA, E., J. SALAVERRIA y J. VIÑALS (1989): «La balanza de pagos española en el contexto comunitario», *Boletín Económico*, Banco de España, noviembre.
- PAPADIA, F. y S. ROSSI (1990): «Are asymmetric exchange controls effective?». Temi di discussione, Banca d'Italia.
- ROMAN, M. y J. ROZAS (1989): «La tributación de las rentas del capital en los estados miembros de la Comunidad Económica Europea». Instituto de Estudios Fiscales, Papeles de Trabajo, 12/89, mayo.
- TAYLOR, M. (1989): «The European Monetary System, capital controls and the european financial area: retrospect and prospect». Trabajo presentado en las jornadas sobre el Sistema Monetario Europeo y la coordinación de las políticas económicas, organizadas por la Secretaría de Estado de Comercio y el CEPR, Madrid, mayo.
- TERMES, R. (1990): «La fiscalidad de los capitales a la luz de su libre circulación», *Noticias CEE*, n.º 60, enero.
- VIÑALS, J. (1988): «El mercado interior de 1992 y el Sistema Monetario Europeo, perspectivas de futuro», *Boletín Económico*, Banco de España, mayo.
- (1990): «Los riesgos de la libre circulación de capitales», *Papeles de Economía Española*, n.º 43.



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 octubre de 1990

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
<b>SEIS GRANDES</b>					
BILBAO VIZCAYA .....	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
CENTRAL .....	14,06	32,31	29,00	32,31	29,00
ESPAÑOL DE CREDITO .....	14,30	30,47	27,50	30,47	27,50
HISPANO AMERICANO .....	13,92	31,48	28,00	31,08	28,00
POPULAR ESPAÑOL (b) .....	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>13,84</i>	<i>31,69</i>	<i>28,33</i>	<i>31,49</i>	<i>28,33</i>
<b>COMERCIALES</b>					
ABEL MATUTES TORRES .....	13,90	24,24	22,00	24,24	22,00
ALBACETE .....	—	—	—	—	—
ALCALA .....	13,65	25,00	—	(4,00)	—
ALICANTE .....	14,20	32,31	29,00	32,31	29,00
ALICANTINO DE COMERCIO .....	—	—	—	—	—
ANDALUCIA (b) .....	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	31,10	29,00	(3,00)	—
BANIF .....	13,92	31,48	28,00	31,08	28,00
BARCELONA .....	14,00	32,30	29,00	32,30	29,00
BARCLAYS S.A.E. ....	13,65	28,65	26,00	28,65	26,00
BILBAO MERCHANT .....	13,65	—	—	—	—
CASTILLA (b) .....	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 .....	14,92	32,31	29,00	32,31	29,00
CONDAL .....	—	—	—	—	—
CONSOLIDADO ESPAÑA .....	13,10	26,56	25,00	27,44	25,00
COOPERATIVO ESPAÑOL .....	15,00	22,71	—	(4,00)	—
CREDIPAS .....	—	24,36	22,00	23,88	22,00
CREDIT & COMMERCE .....	15,53	28,82	—	28,82	—
CREDITO BALEAR (b) .....	13,65	31,25	27,50	30,47	27,50
CREDITO CANARIO .....	15,03	32,31	29,00	32,31	29,00
CREDITO Y AHORRO .....	15,31	28,65	26,00	28,65	26,00
DEPOSITOS (b) .....	7,19	18,71	—	19,25	—
ETCHEVERRIA .....	13,09	28,64	—	(7,00)	—
EUROHIPOTECARIA .....	15,50	20,97	—	20,97	—
EUROPA .....	14,50	32,31	29,00	32,31	29,00
EUROPEO DE FINANZAS (b) .....	14,00	32,00	29,00	(9,50)	—
EXPORTACION .....	13,10	26,25	24,00	26,25	24,00
EXTERIOR DE ESPAÑA .....	14,20	32,31	29,00	32,31	29,00
EXTREMADURA .....	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
FINANZAS E INVERSIONES (b) .....	15,75	20,00	—	(2,00)	—
FINESOR .....	—	—	—	—	—
GALICIA (b) .....	14,25	31,25	27,50	30,47	27,50
GALLEGO .....	14,06	32,31	29,00	32,31	29,00
GENERAL .....	14,30	30,47	27,50	30,47	27,50
GESTION E INVERSION FINANCIERA (b) .....	14,20	32,31	29,00	32,31	29,00
GUIPUZCOANO .....	14,48	27,69	26,00	(7,00)	0,00
HERRERO .....	14,52	32,31	29,00	32,31	29,00
HUELVA .....	—	—	—	—	—
IBERCORP .....	16,67	28,07	—	—	—
INTERNACIONAL DE COMERCIO .....	14,61	29,86	27,00	29,86	27,00

(Continuación) 2  
Situación al día 31 de octubre de 1990

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
<b>COMERCIALES</b>					
INVERSION (b)	—	22,50	—	22,50	—
INVERSIONES Y SERVICIOS FINANCIEROS	15,50	26,00	—	(1,75)	—
ISLAS CANARIAS	15,31	28,65	—	28,65	—
JEREZ	13,92	31,48	28,00	31,08	28,00
JOVER	13,32	32,31	29,00	32,31	29,00
MADRID	13,65	32,31	29,00	32,31	29,00
MAPFRE	15,00	27,44	—	27,44	—
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	13,92	31,48	28,00	31,08	28,00
MERIDIONAL	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
MURCIA	13,37	32,31	29,00	32,31	29,00
NATWEST MARCH (b)	14,75	30,60	28,00	29,85	27,00
OESTE	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
PASTOR	14,20	29,85	27,00	29,85	27,00
PENINSULAR	—	—	—	—	—
PUEYO (b)	10,66	31,08	28,00	31,08	28,00
SABADELL (b)	14,20	28,65	26,00	28,65	26,00
SABADELL MULTIBANCA (b)	15,03	28,65	26,00	28,65	26,00
SANTANDER NEGOCIOS	18,11	22,71	21,00	18,11	17,00
SEVILLA	—	—	—	—	—
SIMEON	14,20	32,31	29,00	32,31	29,00
SINDICATO DE BANQUEROS BARNA.	16,43	32,31	29,00	32,31	29,00
TOLEDO	12,55	30,60	27,00	30,60	27,00
UNIVERSAL	14,20	28,65	—	28,65	—
VALENCIA (b)	14,06	32,31	29,00	32,31	29,00
VASCONIA (b)	13,65	31,25	27,50	30,47	27,50
VITORIA	13,65	30,47	27,50	30,47	27,50
ZARAGOZANO	15,30	31,88	28,00	31,88	28,00
<i>Media simple</i>	14,16	29,28	27,29	29,58	27,23
<b>INDUSTRIALES</b>					
BANCAPITAL	14,25	25,58	23,00	(4,06)	(4,00)
BANCOVAL	14,20	23,88	—	23,88	—
CATALA DE CREDIT	14,20	30,47	27,50	30,47	27,50
CHASE ESPAÑA (b)	16,10	25,81	—	25,81	—
DESARROLLO ECONOMICO ESPAÑOL (b)	14,60	28,65	—	28,65	—
EXPANSION INDUSTRIAL	14,50	32,31	29,00	32,31	29,00
FOMENTO	14,06	32,31	29,00	32,31	29,00
GRANADA	14,06	32,31	—	32,31	—
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 (b)	13,00	26,25	—	26,25	—
INDUSTRIAL DEL MEDITERRANEO	14,00	32,30	29,00	32,30	29,00
INTERCONTINENTAL ESPAÑOL	13,10	32,30	29,00	(9,50)	—
NOROESTE	—	—	—	—	—
OCCIDENTAL	—	—	—	—	—
PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA	16,42	27,44	25,00	27,44	25,00
POPULAR INDUSTRIAL (b)	15,03	31,25	27,50	30,47	27,50
PRIVANZA	15,87	32,31	29,00	32,31	29,00
PROGRESO	15,86	27,44	—	27,44	—
PROMOCION DE NEGOCIOS	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
URQUIJO	15,03	27,69	26,00	28,65	26,00
<i>Media simple</i>	14,49	29,39	27,38	29,50	27,64

## (Continuación) 3

Situación al día 31 de octubre de 1990

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
<b>EXTRANJEROS</b>					
ALGEMENE BANK .....	16,85	21,94	—	21,55	—
AMERICA .....	15,20	21,55	20,00	21,55	20,00
ARABE ESPAÑOL .....	13,50	23,14	21,00	23,14	21,00
BANKERS TRUST .....	15,25	22,00	—	22,00	—
BARCLAYS BANK INTERNAT. ....	13,65	28,65	26,00	28,65	26,00
BRASIL (b) .....	17,27	27,44	25,00	(3,03)	—
BRUXELLES LAMBERT .....	16,42	25,06	23,00	25,06	23,00
CAISSE N.C. AGRIC .....	16,25	24,36	—	(2,01)	—
CHASE MANHATTAN (b) .....	16,10	27,24	—	(3,08)	—
CHEMICAL BANK .....	—	—	—	—	—
CITIBANK (b) .....	16,00	25,06	23,00	(4,06)	(4,00)
COMMERCIALE ITALIANA .....	16,94	27,44	—	(2,50)	—
COMMERZBANK .....	15,31	21,55	20,00	21,55	20,00
CONTINENTAL ILLINOIS .....	—	—	—	—	—
CREDIT COMMERCIAL DE FRANCE .....	15,31	23,88	22,00	(2,02)	(2,00)
CREDIT LYONNAIS .....	16,14	23,88	22,00	(3,00)	—
CREDIT SUISSE .....	15,31	27,44	25,00	(3,03)	(3,00)
CREDITO ITALIANO .....	14,83	24,00	—	24,00	—
DEUTSCHE BANK .....	14,75	24,37	—	24,37	—
DRESNER BANK .....	16,10	24,60	22,00	24,60	22,00
ESTADO SAO PAULO (b) .....	—	26,82	24,00	26,82	24,00
EXTERIOR DE LOS ANDES .....	13,25	27,44	—	27,44	—
FIRST INTERSTATE .....	17,25	22,50	—	(5,00)	—
FIRST N. BANK OF CHICAGO .....	15,88	26,82	—	(4,06)	—
FOMENTO EXTERIOR PORTUGAL .....	15,86	33,18	29,00	33,18	29,00
GB BANCO BELGA .....	17,00	24,32	23,00	(3,04)	(3,00)
INDOSUEZ (b) .....	—	20,00	—	20,00	—
INDUSTRIAL BANK OF JAPAN LTD. ....	16,14	26,82	24,00	26,82	24,00
INST. BANC. S. PAOLO DI TORINO .....	15,75	22,00	—	(4,00)	—
JYSKE BANK (b) .....	14,25	32,80	29,00	32,80	29,00
LLOYDS BANK .....	16,14	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 .....	16,00	25,22	—	(2,00)	—
MITSUMI TAIYO KOBE BANK .....	17,00	23,00	—	23,00	—
MORGAN GUARANTY .....	14,80	16,00	—	16,00	—
NACION ARGENTINA (b) .....	15,50	24,36	22,00	(4,00)	—
NAT. WESTMINSTER BANK .....	14,75	30,60	27,00	(6,66)	(6,50)
NATIONALE DE PARIS .....	16,25	31,10	29,00	(3,00)	—
NAZIONALE LAVORO (b) .....	16,42	25,06	—	21,55	—
PARIBAS (b) .....	15,30	21,55	—	(2,00)	—
PORTUGUES DO ATLANTICO .....	16,36	29,33	—	(4,07)	—
REAL .....	18,14	24,00	—	22,00	—
ROMA (b) .....	—	24,32	23,00	(2,00)	—
ROYAL BANK OF CANADA .....	16,85	28,00	—	(2,00)	—
SANWA BANK .....	15,75	25,33	24,00	(2,00)	—
SAUDI ESPAÑOL (b) .....	17,41	27,44	25,00	27,44	25,00
SOCIETE GENERALE .....	16,70	26,25	24,00	(3,03)	(3,00)
SUMITOMO BANK .....	—	21,55	20,00	(2,02)	(2,00)
TOKYO (b) .....	16,20	24,32	—	(2,02)	—
WESTDEUTSCHE LANDESBANK G. ....	16,00	27,44	25,00	27,44	25,00
<i>Media simple</i> .....	15,87	25,32	23,93	24,59	24,00
<b>TOTAL</b>					
<i>Media simple</i> .....	14,76	28,02	24,46	28,60	26,88

(Continuación) 4  
Situación al día 31 de octubre de 1990

CAJAS DE AHORRO	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
ALBACETE (b) .....	15,03	25,44	24,00	25,44	24,00
ALICANTE PROVINCIAL (b) .....	16,70	23,88	22,00	23,88	22,00
ALMERIA .....	12,50	21,10	21,00	(4,00)	(4,00)
ANTEQUERA (b) .....	13,42	26,56	—	26,56	—
ASTURIAS .....	14,00	23,21	22,00	(4,00)	(4,00)
AVILA MONTE (b) .....	14,49	25,06	—	25,06	—
BADAJOS (b) .....	13,65	22,71	—	(4,00)	(4,00)
BALEARES .....	17,33	26,25	—	26,25	—
BILBAO VIZCAYA .....	13,65	26,25	24,00	26,25	24,00
BURGOS C.C.O. ....	13,42	18,81	—	19,25	—
BURGOS MUNICIPAL .....	13,65	21,00	20,00	21,55	20,00
C. A. Y PENSIONES DE BARCELONA (b) .....	14,20	27,44	25,00	27,44	25,00
CADIZ .....	16,98	26,56	—	27,44	—
CANARIAS GENERAL .....	14,20	25,06	—	(4,00)	(4,00)
CANARIAS INSULAR (b) .....	14,20	25,44	24,00	26,25	24,00
CARLET (b) .....	12,68	23,88	—	23,88	—
CASTELLON .....	13,92	26,25	24,00	26,25	24,00
CATALUÑA (b) .....	13,92	27,44	25,00	27,44	25,00
CECA (b) .....	14,25	24,32	23,00	(2,00)	(2,00)
CORDOBA MONTE (b) .....	12,00	24,04	22,75	24,77	22,75
CORDOBA PROVINCIAL (b) .....	13,10	24,32	23,00	25,06	23,00
CUENCA Y CIUDAD REAL .....	14,48	26,25	—	26,25	—
ESPAÑA DE INVERSIONES .....	13,65	23,21	—	(5,09)	—
EXTREMADURA .....	9,52	23,21	—	23,88	—
GALICIA (b) .....	12,55	26,56	25,00	(4,00)	(4,00)
GERONA .....	13,10	26,56	—	27,44	—
GRANADA MONTE .....	14,75	26,56	25,00	27,44	25,00
GRANADA PROVINCIAL .....	9,89	27,14	—	25,06	—
GUADALAJARA .....	14,75	25,44	—	26,25	—
GUIPUZCOA PROVINCIAL .....	14,20	21,00	—	(4,04)	—
HUELVA Y SEVILLA (b) .....	10,00	23,21	—	(5,09)	—
IBERCAJA .....	15,30	24,00	—	24,00	—
INMACULADA DE ARAGON .....	12,55	26,56	—	27,44	—
JAEN (b) .....	14,75	26,56	—	27,44	—
JEREZ .....	12,28	25,06	—	(2,02)	—
LAYETANA .....	14,50	29,86	27,00	29,86	27,00
MADRID .....	14,00	23,88	22,00	(6,14)	—
MALAGA (b) .....	14,75	26,56	—	27,44	—
MANLLEU (b) .....	14,20	29,87	—	29,87	—
MANRESA .....	14,50	28,82	27,00	(3,00)	(3,00)
MEDITERRANEO .....	15,87	27,44	25,00	27,44	25,00
MURCIA (b) .....	15,00	28,65	—	(8,00)	(8,00)
NAVARRA (b) .....	14,75	23,21	22,00	24,36	22,00
ONTENIENTE .....	15,31	25,06	—	25,06	—
ORENSE .....	14,20	25,44	24,00	26,25	24,00
PAMPLONA MUNICIPAL .....	11,00	22,10	—	23,14	—
POLLENSA .....	15,30	25,06	—	25,06	—
PONTEVEDRA .....	14,75	26,56	—	27,44	—
POSTAL .....	13,92	23,21	22,00	23,88	22,00
RIOJA .....	14,75	22,00	22,00	23,88	22,00
RONDA .....	14,00	28,07	25,00	27,44	25,00
SABADELL (b) .....	14,20	27,44	25,00	27,44	25,00

(Continuación) 5  
Situación al día 31 de octubre de 1990

CAJAS DE AHORRO	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
SAGUNTO .....	13,65	28,65	—	28,65	—
SALAMANCA .....	10,38	26,56	—	27,44	—
SAN SEBASTIAN MUNICIPAL (b) .....	14,20	21,00	—	(4,06)	—
SANTANDER (b) .....	14,75	21,00	21,00	(6,00)	(6,00)
SEGOVIA .....	14,75	21,55	20,00	21,55	20,00
SEVILLA SAN FERNANDO (b) .....	14,00	25,06	23,00	(5,09)	(5,00)
SORIA (b) .....	13,50	19,25	—	(4,00)	(4,00)
TARRAGONA .....	13,00	25,00	—	(5,00)	(5,00)
TARRASA (b) .....	14,00	26,84	—	26,84	—
TOLEDO .....	14,00	22,10	—	(6,00)	(6,00)
VALENCIA .....	14,37	27,44	25,00	27,44	25,00
VALENCIA PROVINCIAL .....	14,00	25,06	23,00	25,06	23,00
VIGO .....	14,75	26,56	25,00	27,44	25,00
VILLAFRANCA DEL PENEDES (b) .....	13,10	27,44	—	(3,00)	(3,00)
VITORIA Y ALAVA (b) .....	13,65	24,32	23,00	25,06	23,00
<b>TOTAL</b>					
<i>Media simple</i> .....	13,88	25,05	23,46	25,87	23,61
<b>ENTIDADES OFICIALES DE CREDITO</b>					
BANCO DE CREDITO AGRICOLA .....	14,75	21,00	—	(6,5)	—
BANCO DE CREDITO INDUSTRIAL .....	14,20	24,32	—	25,06	—
BANCO HIPOTECARIO .....	16,10	21,00	20,00	(6,14)	(6,00)
BANCO DE CREDITO LOCAL .....	15,87	18,81	18,00	19,25	18,00
<i>Media simple</i> .....	14,48	21,01	18,50	20,81	17,00

(a) Las cifras entre paréntesis son recargos sobre el tipo contractual de la operación original.  
(b) Con efectos jurídicos desde el 2-11-1990.

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

### CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	CONTENIDO	PUBLICACION EN EL «BOE»
9/90, de 2 de octubre	Entidades de crédito. Coeficiente de Caja. (Modificación de la circular 2/1990.)	3 octubre 1990

### COMUNICACIONES VARIAS DEL BANCO DE ESPAÑA

COMUNICACIONES VARIAS	CONTENIDO
Instrucción de 15 de octubre de 1990 (Ref. Int. CV 16/90)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Bonos del Estado, al 13,70 % a 3 años, emisión de 2 de octubre de 1990. Subasta de noviembre.
Instrucción de 15 de octubre de 1990 (Ref. Int. CV 17/90)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Bonos del Estado, al 13,50 % a 5 años, emisión de 25 de abril de 1990. Subasta de diciembre.

### MODIFICACIONES A LAS CIRCULARES PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	CONTENIDO
22/87, de 29 de junio	Actualización del Anexo V.

## REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas durante el mes de noviembre de 1990

Código	Nombre	Fecha	Concepto
<b>BANCOS</b>			
0200	PRIVAT BANK, S.A.	06.11.90	Alta con domicilio social en Pau Alcover, 60, bajos.-08017 Barcelona.
0128	BANCO INTERCONTINENTAL ESPAÑOL, S.A.	07.11.90	Cambio de denominación social por BANKINTER, S.A.
0201	BANCO DI NAPOLI, SUCURSAL EN ESPAÑA	08.11.90	Alta con domicilio social en Plaza de Pablo Ruiz Picasso, s/n., Edificio Torre Picasso, planta 17.-28020 Madrid.
0137	BANCO DE EXPANSION INDUSTRIAL, S.A.	21.11.90	Cambio de denominación social por BANCO EXTERIOR DIRECTO, S.A., y de domicilio a Marqués de Monteagudo, 19.-28028 Madrid.
0202	BANCO EXTERIOR INTERNACIONAL, S.A.	21.11.90	Alta provisional con domicilio social en Carrera de San Jerónimo, 36.-28014 Madrid.
0009	BANCO DEL OESTE, S.A.	28.11.90	Cambio de denominación social por FINANZIA, BANCO DE CREDITO, S.A. y de domicilio a Fortuny, 7 - 4.º-D.-28010 Madrid.
<b>DEMÁS ENTIDADES (Ley 26/1988)</b>			
8384	INVERMI, S.A., ENTIDAD DE FINANCIACION	07.11.90	Cambio de domicilio social a Paseo de Gracia, 26.-08007 Barcelona.
8240	CREDITER, S.A., SOCIEDAD DE CREDITO HIPOTECARIO	12.11.90	Alta con domicilio social en Luisa Fernanda, 3.-28008 Madrid.
4811	FINANCIAL LEASING, S.A.	12.11.90	Cambio de domicilio social a Plaza de Aragón, 2, 1.º.-50004 Zaragoza.
4387	URQUIJO TASACIONES, S.A.	20.11.90	Alta con domicilio social en Gran Vía, 4.-28013 Madrid.
4388	EUROVALORACIONES, S.A.	21.11.90	Alta con domicilio social en Castaños, 17, planta 6, Local 606.-03001 Alicante.
8796	FINADIS, ENTIDAD DE FINANCIACION, S.A.	22.11.90	Alta con domicilio social en Serrano Anguita, 8.-28004 Madrid.