

BANCO
DE
ESPAÑA

boletín económico

junio 1992

SIGNOS UTILIZADOS

- ... Dato no disponible.
- Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
- » Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.
- ∅ Referido a datos anuales (1970 ∅) o trimestrales indica que éstos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que éstos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
- * Indica que la serie se refiere a datos desestacionalizados.
- 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>
Evolución monetaria	5
Evaluación del comportamiento reciente de los agregados monetarios y crediticios	13
Las emisiones de empréstitos de las entidades de crédito en 1991	21
La variabilidad de las magnitudes financieras en el período 1988-1992	29
Alternativas de financiación en pesetas de las entidades de crédito residentes: 1982-1992	37
Análisis de los determinantes de los precios de la vivienda: 1976-1991	45
Información del Banco de España	49
Tipos de interés activos libres declarados por bancos, cajas de ahorro y entidades oficiales de crédito. Situación a 31 de mayo de 1992	50
Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España	54
Registros oficiales de entidades. Variaciones producidas durante el primer semestre de 1992	55
Registros oficiales de entidades. Variaciones producidas durante el mes de junio de 1992	62
Publicaciones recientes del Banco de España	64
Indicadores económicos	65
Artículos y publicaciones del Banco de España	113

Evolución monetaria

Con la información disponible, de carácter provisional, los activos líquidos en manos del público (ALP) crecieron en mayo un 6,5 % en tasa intermensual anualizada, lo que sitúa la tasa acumulada en los cinco primeros meses de 1992 en el 1,7 %. Sin embargo, como se ha venido indicando desde comienzos del año, la tasa acumulada desde diciembre se ve afectada por una serie de trasvases de fondos desde ALP hacia otros instrumentos fuera de la definición de este agregado. Si se corrigen, por una parte, los efectos del canje de pagarés del Tesoro y pagarés forales por deuda especial, y, por otra, el desplazamiento desde depósitos bancarios de familias y empresas no financieras hacia adquisición de valores del Estado en firme a través de los fondos de inversión, el crecimiento de ALP en el período diciembre-mayo se eleva hasta el 6 % en tasa anual.

Los pagarés de empresa en manos del público registraron en mayo, por segundo mes consecutivo, una expansión muy moderada (19 mm). Con ello, el agregado ALP2 creció en dicho mes un 6,6 %, y un 2,7 % desde diciembre, expresadas ambas tasas en términos anualizados. Corrigiendo las perturbaciones financieras anteriormente citadas, la evolución de este agregado en los cinco primeros meses del año refleja una expansión del 6,9 %.

Los depósitos y otros pasivos computables en el coeficiente de caja registraron una evolución negati-

1. Agregados monetarios (Ø)

	Saldos mm	Variación intermensual (T ₁) (%)				Variación acumulada desde DIC 1991 (%)		
		1992				1992		
	MAY (p)	MAR	ABR (p)	MAY (p)	MAR	ABR (p)	MAY (p)	
Activos líquidos en manos del público (ALP)	55.285	5,0	6,6	6,5	-1,4	0,5	1,7	
Corrección (a)		4,9	6,5	6,4	3,2	4,0	4,5	
Disponibilidades líquidas (M3)	49.916	1,5	6,1	3,1	-5,1	-2,4	-1,3	
Corrección (a)		1,5	6,0	3,1	-0,2	1,3	1,7	
<i>Efectivo</i>	5.671	3,4	-2,6	22,0	24,2	16,9	17,9	
<i>Depósitos de la banca</i>	17.109	5,5	3,2	-0,3	-1,2	-0,1	-0,2	
<i>Depósitos de las cajas</i>	16.200	16,7	13,4	5,7	14,2	14,0	12,3	
<i>Resto (b)</i>	10.936	-22,3	4,9	-4,0	-38,4	-29,6	-25,1	
Corrección (a)		-21,1	4,6	-3,7	-22,9	-18,8	-14,3	
Otros activos líquidos (c)	5.369	45,4	11,2	44,8	44,1	35,1	36,9	
PRO MEMORIA:								
ALP más pagarés de empresa (ALP2)	58.060	5,9	6,5	6,6	0,2	1,7	1,7	
Corrección (a)		5,9	6,4	6,5	4,6	5,1	5,4	

Fuente: Banco de España.

(a) Las tasas que resultan de corregir el efecto del canje de pagarés del Tesoro y pagarés forales por deuda especial.

(b) Cesión temporal de activos (tanto públicos como privados), participaciones de activos, empréstitos en el sistema bancario y depósitos en pesetas de entidades distintas a banca y cajas.

(c) Incluye empréstitos del Crédito Oficial y de las entidades de crédito de ámbito operativo limitado, pasivos por operaciones de seguro, transferencias no interbancarias de activos privados, letras endosadas, avales a pagarés de empresa y valores públicos, tanto del Estado como de otras Administraciones Públicas, mantenidos en firme por el sector privado.

va, en el caso de la banca privada (-4,4 %), y una acusada desaceleración en las cajas de ahorro (6,5 % en mayo, frente a una expansión media mensual del 13,1 % entre enero y abril), lo cual indica, probablemente, que la expansión de los fondos de inversión está empezando a afectar a los depósitos de las cajas, al igual que viene sucediendo con los de la banca.

Del resto de componentes de ALP cabe destacar el crecimiento de 149 mm de los valores del Estado en manos del público, como consecuencia de un importante aumento de las letras del Tesoro (190 mm) y, en menor medida, de las cesiones de deuda (45 mm), frente a una reducción del saldo de pagarés del Tesoro de 86 mm.

El efectivo en manos del público, dentro de la variabilidad que viene caracterizando su evolución desde que comenzó el año y que podría estar asociada con los procesos de regularización fiscal, creció en mayo un 22 %, con lo que la tasa acumulada desde diciembre se situaba en el 17,9 %.

A partir de la información proporcionada por los avances de los balances de bancos y cajas, el crédito interno a empresas y familias creció en mayo un

9,4 % en tasa intermensual anualizada, con lo que el aumento acumulado desde diciembre es del 5,4 %. Si se añaden los fondos captados a través de la colocación de pagarés de empresa, la tasa acumulada se eleva hasta el 6,4 %. Incorporando, además, los créditos obtenidos directamente de las entidades bancarias no residentes, esta última cifra se vería incrementada en torno a dos puntos porcentuales.

El crédito interno a las Administraciones Públicas registró en mayo un crecimiento del 24,7 %. Sin embargo, la tasa acumulada desde que comenzó el año (0,2 %) continúa sin reflejar las necesidades financieras de este sector, debido a la considerable captación de fondos por el Estado, al margen de los circuitos bancarios y de los mercados monetarios internos. Es de señalar, en este sentido, la colocación en las carteras de familias y empresas no financieras residentes de 695 mm de deuda especial, la compra, por parte de los fondos de inversión, de unos 400 mm de bonos y obligaciones, y, finalmente, la aportación de 570 mm de no residentes (420 mm mediante la adquisición de valores de deuda pública en pesetas y 130 mm en moneda extranjera). Añadiendo los recursos captados por estas vías a los conseguidos a través del crédito interno, el creci-

2. Financiación a empresas y familias

	Saldos en mm			Tasas de crecimiento (%)			Variación acumulada desde DIC 1991 (%)		
	1992			1992			1992		
	MAR	ABR (p)	MAY (p)	MAR	ABR (p)	MAY (p)	MAR	ABR (p)	MAY (p)
				T ₁					
SERIE DESESTACIONALIZADA:									
Crédito interno (a)	45.963	46.268	46.616	4,7	8,3	9,4	3,2	4,4	5,4
				T ₁₂					
SERIES ORIGINALES:									
Crédito interno (a)	45.837	46.185	46.475	8,1	8,0	8,2			
Crédito	43.315	43.599	43.883	8,6	8,4	8,6			
<i>Banca</i>	23.674	23.794	23.912	14,1	13,8	14,1			
<i>Cajas</i>	11.792	11.940	12.088	11,0	11,3	11,7			
<i>Resto</i>	7.849	7.865	7.883	-7,7	-8,4	-8,5			
Valores y mercados monetarios	2.522	2.586	2.592	-2,5	-3,0	2,0			
PRO MEMORIA:									
Crédito interno más pagarés de empresa	48.706	49.024	49.390	8,6	8,5	8,6			

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		
		1991	1992			MAY 1992		JUN 1992
		DIC	MAR	ABR	MAY	2ª dec	3ª dec	1ª dec
BANCO DE ESPAÑA:								
Subasta de CBE (a)	10 d	12,5	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4
Compras de CBE	1 d	12,6	12,4	12,5	12,4	12,4	12,4	12,4
Préstamos de regulación monetaria	1 d	—	12,8	—	—	—	—	—
TESORO:								
Subasta de letras (a)	3 m	12,2	11,8	—	—	—	—	—
	12 m	12,0	11,7	11,9	11,9	11,9	—	11,9
Subasta de bonos (a)	3 a	—	11,6	11,7	11,7	—	—	—
	5 a	—	11,2	11,4	11,4	—	—	—
Subasta de obligaciones (a)	10 a	—	10,8	10,9	10,9	—	—	—
INTERBANCARIO:								
Depósitos	1 d	12,6	12,4	12,1	12,4	12,4	12,4	12,4
	3 m	12,9	12,6	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5
	6 m	12,9	12,5	12,6	12,5	12,5	12,5	12,5
Dobles con letras del Tesoro	1 d	11,7	11,7	11,1	11,8	11,8	11,9	11,5
	3 m	12,0	11,6	11,7	11,6	11,6	11,7	11,6
Dobles con pagarés del Tesoro	1 d	12,1	7,0	10,3	10,7	11,6	8,8	9,8
Letras del Tesoro a vencimiento	6-12 m	12,0	11,6	11,7	11,6	11,7	11,5	11,7
BANCARIOS:								
Depósitos de la banca	1-2 a	10,2	10,0	9,9	—	—	—	—
Depósitos de las cajas	1-2 a	10,2	10,2	10,2	—	—	—	—
Crédito de la banca residente								
<i>A interés fijo</i>	1-3 a	15,8	15,8	15,4	—	—	—	—
<i>Preferencial</i>	3 m	13,5	13,3	13,3	13,3	—	—	—
Cto. de la b. extranjera a int. vble.		—	—	—	—	—	—	—
Crédito de las cajas a interés fijo	1-3 a	15,4	15,7	15,4	—	—	—	—
OTROS:								
Deuda pública anotada	2 a o más	11,9	11,3	11,3	11,2	11,2	11,2	11,3
Obligaciones eléctricas	2 a o más	12,2	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6	11,7

Fuente: Banco de España.

(a) Tipo de interés marginal.

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

miento de la financiación total recibida por las Administraciones Públicas desde que comenzó el año se eleva hasta el 20 %.

En mayo, la contrapartida exterior contribuyó de forma moderadamente expansiva a la generación de liquidez. Las reservas centrales se incrementaron en 450 millones de dólares, la posición corta de las entidades delegadas aumentó en 368 millones y los saldos en pesetas de no residentes disminuyeron 7 mm.

La evolución de los mercados monetarios y de deuda pública en el último mes y medio muestra un cambio significativo a partir de los resultados del referéndum realizado en Dinamarca, el pasado 2 de junio, sobre la ratificación del Tratado de Maastricht.

Durante el mes de mayo, el comportamiento de los tipos de interés en el mercado interbancario se caracterizó por una cierta estabilidad, aunque dentro de una tendencia moderadamente bajista. La actuación del Banco de España, manteniendo sus tipos de intervención, tanto decenales como diarios, y administrando cuidadosamente las operaciones de suministro y drenaje de liquidez, compensó dicha inclinación a la baja del mercado. Los tipos marginales de las subastas decenales de certificados de depósitos permanecieron en el nivel fijado desde el 25 de febrero (12,40 %), así como los de las operaciones diarias de suministro de liquidez con certificados y deuda pública (12,40 % y 12,10 %, respectivamente). En las operaciones de drenaje, el Banco de España aplicó un tipo del 12,35 %. De esta forma, la curva de rendimientos por plazos del mercado interbancario de depósitos de la tercera decena de mayo mantuvo

el mismo perfil de la tercera decena de abril, positivo hasta los tres meses y prácticamente plano desde este plazo hasta el año. Sin embargo, mientras que en el tramo de operaciones superiores a tres meses los tipos permanecieron estabilizados en torno al 12,50 %, en los plazos más cortos experimentaron una ligera elevación en mayo.

En el mercado secundario de deuda pública, los tipos registraron también una evolución muy estable a lo largo del mes de mayo, con una curva rendimiento-plazo invertida y un diferencial en torno a 70 puntos básicos entre los tipos de las operaciones a vencimiento con letras entre seis y doce meses y las obligaciones a diez años.

Sin embargo, la tranquilidad con la que estos mercados venían evolucionando se truncó a primeros de junio, después del referéndum danés. Tras este acontecimiento y al igual que ha sucedido en otros mercados europeos, especialmente en los menos ligados al área del marco, el mercado secundario de deuda pública española reaccionó con rapidez, registrando alzas generalizadas en los tipos negocia-

dos, crecientes con el plazo. En los primeros veinte días de junio, dentro de un clima muy inestable, las elevaciones de tipos alcanzaron su punto máximo en los días anteriores al referéndum irlandés, momento a partir del cual la tendencia al alza remitió. Tras el resultado afirmativo para la Unión Europea de dicho referéndum, los tipos de este mercado se han estabilizado. Como resultado de estos movimientos, las elevaciones en los tipos a lo largo de los días transcurridos de junio han totalizado 30 puntos básicos en las operaciones a vencimiento con letras del Tesoro entre 6 y 12 meses, y en torno a 55 puntos en las de bonos y obligaciones.

Esta situación de incertidumbre se transmitió al mercado interbancario de depósitos, donde los tipos de interés también experimentaron alzas en todos los plazos, especialmente en los más largos, hasta el día 17, para disminuir posteriormente. El aumento de tipos en este mercado para operaciones entre un mes y tres meses ha sido de unos 10 puntos básicos, y entre 25 y 35 puntos básicos en los plazos de seis y doce meses. En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos por plazos del mercado interban-

4. Intervención del Banco de España

	1992		1992		MAY 1992		
	MAY	MAR	ABR	MAY	1ª dec	2ª dec	3ª dec
	Saldos				VARIACIONES ABSOLUTAS (a)		
Activos de caja	1.604	-111	-37	-3	8	-3	12
CONTRAPARTIDAS:							
Circulación fiduciaria (b)	-5.927	-35	-90	19	-176	73	29
Otros factores	6.152	-244	825	-189	450	-71	629
Sector exterior	7.080	141	173	59	123	9	-17
Crédito al sector público	2.149	1.703	2.290	2.149	297	16	307
Cartera de letras del Tesoro	26	-293	-16	1	—	2	-2
Otros fondos públicos	256	-18	-2	10	16	5	-4
Certificados del BE (b)	-3.135	-4	-9	-2	—	—	—
Cuentas diversas (b)	-224	-1.772	-1.611	-2.406	14	-103	346
Operaciones con las instituciones financieras	1.378	169	-772	167	-265	-5	-646
Préstamos de regulación monetaria (c)	1.264	-93	-668	139	-336	65	-372
Cesiones temporales de deuda (b)	-121	275	-102	33	71	—	-346
Otros	235	-13	-2	-5	-1	-70	72
	NIVELES MEDIOS EN PORCENTAJES						
EXCEDENTES DE CAJA:							
Sistema bancario	...	0,026	0,035	0,040	0,030	0,037	0,040
Bancos	...	0,037	0,052	0,040	0,040	0,047	0,061
Cajas	...	0,014	0,017	0,030	0,011	0,020	0,016

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.

cario de depósitos se ha tornado claramente positiva, mientras que la curva del mercado de deuda pública continúa mostrando un perfil invertido, aunque con una menor pendiente.

En el mercado secundario de pagarés del Tesoro, los tipos negociados registraron fuertes oscilaciones, aunque no tan amplias como en el mes anterior. Esta evolución se deriva de situaciones alternativas de escasez o exceso de pagarés, ante la falta, en determinados momentos, de otros valores del Estado, en especial letras del Tesoro. Las emisiones especiales de pagarés del Tesoro para la cobertura del coeficiente de inversión sumaron en mayo y junio 68 mm.

Los mercados primarios de deuda pública se han visto, asimismo, afectados por el cambio de expectativas señalado sobre los tipos de interés. Así, en las dos subastas de mayo de letras a un año, el Tesoro colocó con facilidad volúmenes elevados que representaron un 175 % de los vencimientos, sin necesidad de variar el tipo marginal del 11,91 %. Sin embargo, en las subastas resueltas el 4 y el 18 de junio la colocación bruta sólo alcanzó 205 mm y 88 mm, respectivamente, frente a 350 mm y 335 mm que vencían, y ello a pesar de haber elevado el tipo marginal, en la segunda de ellas, 12 puntos básicos hasta el 12,036 %. Esta situación y los vencimientos, a primeros de julio, de 258 mm de letras emitidas a tres meses han decidido al Tesoro a convocar, para la última semana de junio, una nueva emisión de letras a tres meses, con un objetivo de colocación de 300 mm.

En la última subasta de bonos y obligaciones, celebrada el 28 de mayo, pocos días antes del referéndum danés, la alineación que registraban los tipos de los mercados secundarios con los del último primario y el clima de optimismo y de distensión existente contribuyeron a que el Tesoro colocase un volumen importante de valores (637 mm), distribuidos en 104 mm y 230 mm en bonos a tres y cinco años, y 302 mm en obligaciones a diez años, a los mismos tipos marginales del mes anterior (11,70 %, 11,41 % y 10,91 %, respectivamente).

Desde que comenzó el año, el Tesoro ha colocado fuera del Banco de España 1.956 mm de valores públicos, en términos netos efectivos. De ellos, 1.918 mm corresponden a bonos y obligaciones, 510 mm a letras del Tesoro y 693 a deuda especial. Simultáneamente, el saldo de pagarés del Tesoro se redujo en 1.165 mm. En torno a un 20 % de la emisión neta señalada corresponde a adquisiciones de no residentes, que se centraron en bonos y obligaciones. El recurso al Banco de España alcanza en la actualidad cerca de 1.200 mm, en parte explicado por la amortización de 927 mm de la cartera de letras del Banco de España. La financiación total del Tesoro por el Banco de España, constituida por el recurso

(1.200 mm) más la variación de la cartera en firme (-963 mm) menos la variación del saldo de cesiones temporales de valores públicos al sistema bancario (-504 mm), se sitúa en torno a los 740 mm.

Durante el mes de mayo, en el mercado primario de pagarés de empresa se produjeron una contracción en las colocaciones brutas, aunque no llegaron a reflejarse en una caída del saldo vivo, y una reducción en las rentabilidades negociadas que afectaron a todos los plazos. El cambio de expectativas registradas a principios de junio ha provocado también una inflexión al alza en los tipos de estos instrumentos y, aparentemente, una reducción adicional de la actividad de mercado.

La evolución de los mercados de cambio, durante el mes de mayo y en los veinte días transcurridos de junio, estuvo también, evidentemente, marcada por el resultado negativo del referéndum danés. Los resultados adversos de esta consulta para el proceso de la unión monetaria han repercutido con mayor intensidad en unas monedas que en otras.

Hasta primeros de junio, la estabilidad de las monedas del SME había sido la característica dominante, con una ligera apreciación de la mayoría de las monedas del sistema frente al marco, derivada de los conflictos en el proceso de negociación salarial vividos en Alemania, que vinieron a sumarse a la situación adversa de la inflación, el déficit público y el excesivo crecimiento monetario. Esta relativa debilidad del marco favoreció especialmente a la libra esterlina y al franco francés, que aprovecharon su mejor posición en el SME para relajar algo sus políticas monetarias. Así, a primeros de mayo, el Banco de Inglaterra disminuyó en 0,5 puntos su tipo de interés

5. Tipos de interés extranjeros (Ø)

	Medias mensuales			
	1991		1992	
	DIC	MAR	ABR	MAY
EUROMERCADO A 3 MESES:				
Dólar	4,5	4,3	4,1	3,8
Franco suizo	7,9	8,1	8,5	8,9
Marco	9,3	9,4	9,6	9,6
Yen	6,3	4,9	4,6	4,6
Franco francés	9,8	9,9	9,9	9,8
Libra esterlina	10,6	10,5	10,5	10,0
ECU	10,4	10,1	10,0	10,1
Media ponderada (a)	7,4	7,5	7,5	7,5
Diferencial medio (b)	5,5	5,1	5,0	5,0

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.

básico, quedando situado a tan sólo 0,25 puntos por encima del tipo Lombard, y el Banco de Francia redujo el coeficiente de caja de los depósitos a la vista desde el 4,1 % hasta el 1 %. Ambas medidas se reflejaron con prontitud en sus respectivos mercados interbancarios, sin que sus tipos de cambio se vieran afectados negativamente, dados los síntomas de mejora de las perspectivas económicas en ambos países.

Pese a esta pérdida de fortaleza del marco en el SME, la moneda germana se apreció frente al dólar un 2,3 % a lo largo del mes de mayo, como consecuencia de las expectativas que volvieron a surgir de un posible nuevo descenso de los tipos de interés de la Reserva Federal, basadas en la aparición de indi-

cadore económicos que cuestionaban la definitiva recuperación de la economía americana, en el escaso crecimiento de los agregados monetarios, una vez descontadas las perturbaciones financieras que han registrado recientemente, y en unos resultados de la inflación relativamente favorables.

Durante el mes de mayo, el dólar se depreció también frente al yen en torno a un 3 %. Aparentemente, las incertidumbres que continúan rodeando la actividad económica en Estados Unidos pesaron más que los factores negativos que rodean la economía nipona, entre los que destacan la desaceleración de su actividad y la crisis de su sistema financiero. No obstante, en el mantenimiento del yen también contaron, de forma decisiva, otros elementos, como

6. Tipos de cambio (Ø)

	Situación en MAY 1992	Variaciones (%) (a)					
		Mensuales			Mensuales acumuladas desde DIC anterior		
		1992			1992		
		MAR	ABR	MAY	MAR	ABR	MAY
TIPOS DE CAMBIO NOMINALES:							
Del dólar frente a:							
Marco	1,62	2,6	-0,8	-1,6	5,7	4,9	3,2
Yen	130,69	4,2	0,4	-2,1	3,5	3,9	1,8
Países desarrollados (b) (c)	64,75	2,6	-0,5	-1,4	4,6	4,1	2,7
CEE (b) (c)	81,11	2,6	-1,0	-2,0	5,4	4,3	2,2
Sistema Monetario Europeo (b) (c)	60,71	2,6	-1,0	-2,0	5,4	4,3	2,2
De la peseta frente a:							
Dólar	101,34	-2,9	1,0	2,4	-4,3	-3,4	-1,1
Franco suizo	68,01	0,5	1,4	0,7	3,7	5,2	5,9
Marco	62,50	-0,4	0,2	0,8	1,1	1,3	2,1
Yen	77,55	1,1	1,4	0,3	-1,0	0,4	0,7
Libra esterlina	183,47	-	-0,9	-0,6	0,9	-	-0,6
Franco francés	18,59	-0,7	-0,2	0,2	0,5	0,2	0,4
Países desarrollados (b) (c)	111,54	-0,7	0,2	0,7	-0,1	0,1	0,8
CEE (b) (c)	103,02	-0,4	-0,1	0,3	0,7	0,7	1,0
Sistema Monetario Europeo (b) (c)	101,61	-0,4	-0,1	0,4	0,8	0,7	1,1
Principales acreedores (d) (e)	118,82	-0,9	0,9	1,2	-0,8	0,1	1,3
TIPOS DE CAMBIO REALES (f):							
De la peseta frente a:							
Dólar (d)	...	-3,1	0,6	...	-2,8	-2,2	...
Países desarrollados (b) (c)	131,68	-0,7	-0,4	0,7	1,4	1,1	1,8
CEE (b) (c)	121,78	-0,4	-0,7	0,4	2,2	1,5	1,9
Sistema Monetario Europeo (b) (c)	122,65	-0,4	-0,7	0,4	2,4	1,7	2,1

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: media 1985 = 100.

(d) Índice base: media 1980/82 = 100.

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

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

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

la voluntad de sostener su cotización mostrada por el G-7, el persistente superávit de la balanza comercial nipona y las propias intervenciones realizadas por el Banco de Japón en apoyo de su moneda.

En este contexto, la peseta se apreció en mayo un 2,7 % frente al dólar, un 0,5 % frente al marco y un 0,4 % respecto al conjunto del SME, manteniéndose como segunda moneda más fuerte después del escudo, con un margen de apreciación al finalizar mayo del 0,9 %.

En los primeros veinte días de junio, el dólar experimentó una nueva depreciación del 3 % frente al marco y del 1,8 % frente al yen, a pesar de que la Reserva Federal ha mantenido inalterados sus tipos de interés, y, en los últimos días de mayo y primeros de junio, han ido apareciendo indicadores favorables sobre la situación de la economía americana.

Esta nueva apreciación del marco frente al dólar puede asociarse a la ganancia de posiciones experimentada por la moneda germana, atribuible a la resolución de las negociaciones salariales en Alemania, con unos aumentos inferiores a los temidos, y a los efectos apreciatorios sobre el marco que ha tenido el resultado del referéndum danés, como consecuencia de la desviación de fondos desde otras monedas europeas hacia inversiones en marcos. El clima de optimismo que rodeó el referéndum irlandés y los resultados positivos para la Unión Monetaria han estabilizado notablemente la situación en los mercados de cambios.

En las jornadas posteriores al 2 de junio, las inquietudes en torno al proceso de Unión Económica y Monetaria afectaron negativamente a los tipos de interés a largo plazo y a los tipos de cambio prácticamente de todas las monedas del SME, y, en especial, de la lira, la peseta y la libra, además de la propia corona danesa. Ante esta situación, algunos países como Dinamarca e Italia reaccionaron elevando sus tipos de intervención. Las presiones que soportó la lira fueron especialmente intensas, lo cual indujo al Banco de Italia a elevar el tipo aplicado a sus operaciones «repo» en seis ocasiones hasta el día 19, por un total de 2,4 puntos porcentuales, además de intervenir reiteradamente en los mercados de cambios. A pesar de ello, la lira se ha depreciado en torno al 0,5 % respecto al marco en los veinte primeros días de junio, ocupando en la actualidad la posición de moneda más débil del sistema.

Las presiones sobre la libra esterlina fueron también importantes. El Banco de Inglaterra realizó intervenciones en su defensa, pero no varió sus tipos de intervención. La depreciación que registró frente al marco, a lo largo del período transcurrido de junio, fue del 0,6 %, llegando a situarse, en torno al día 10, como la moneda más débil del SME, en sustitución

de la corona danesa. Posteriormente, esta posición de mayor debilidad fue ocupada por la lira, según antes se ha señalado.

La peseta, por su parte, se depreció en este período un 0,9 % frente al marco y un 0,7 frente al resto de monedas del SME, en tanto que frente al dólar se apreció un 1,6 %. El Banco de España hubo de intervenir en los mercados de cambios en varias ocasiones para suavizar la caída de la peseta, aunque mantuvo invariables sus tipos de intervención. A pesar de la depreciación experimentada por la moneda española, ésta continúa manteniendo su posición de segunda moneda más fuerte del SME, tras el escudo.

22-VI-1992.

Evaluación del comportamiento reciente de los agregados monetarios y crediticios

Este artículo tiene como objeto analizar el comportamiento reciente de un conjunto de magnitudes monetarias relevantes, con especial preocupación por explicar el crecimiento de los activos líquidos, utilizando para ello modelos econométricos desarrollados en el Servicio de Estudios del Banco de España para determinadas parcelas del sector monetario de la economía española.

Hay que tener presente que un análisis de este tipo, que se basa en simulaciones econométricas, está sometido a cierto grado de incertidumbre, que depende tanto de la precisión de las estimaciones realizadas como de la concurrencia de factores no modelizados. Por tanto, los resultados obtenidos —sobre todo, las cuantificaciones concretas— deben ser relativizados e interpretados a la luz de toda la información disponible. No obstante, estos ejercicios de simulación resultan especialmente relevantes, y complementan otras formas de análisis, al encuadrar la evolución de determinadas magnitudes monetarias en el marco de relaciones de comportamiento estables, que recogen el proceso de toma de decisiones por parte de los agentes económicos ante un conjunto sistemático de información.

En este análisis, se utilizan, en primer lugar, ecuaciones de demanda de los agregados monetarios [véase Cabrero *et al.* (1992)], en las que se ha endogenizado la tasa de inflación. En la evaluación de 1991, se presentan los resultados referidos a ALP2. Dadas las distorsiones que se registraron en el crecimiento de ALP durante el período de control del crédito (segunda mitad de 1989 y 1990), la evaluación de los ritmos de crecimiento de la liquidez durante 1991, especialmente en lo que se refiere a las tendencias más consolidadas y a su relación con el gasto nominal, puede realizarse de forma mucho más precisa sobre este agregado. En ALP2, los procesos de desintermediación financiera generados por los límites impuestos al crecimiento del crédito bancario quedan, en gran medida, neutralizados en su interior.

Estas ecuaciones de demanda permiten cuantificar la influencia de los precios, de la renta y de los tipos de interés en el crecimiento de la liquidez. Las variables de tipos de interés incorporadas en estas ecuaciones provienen, a su vez, de un modelo del sector bancario en el que se determinan los tipos de interés fijados por bancos y cajas de ahorro para sus nuevas operaciones activas y pasivas, como resultado del comportamiento maximizador de beneficios de estas instituciones, condicionado a la evolución, entre otras variables, de los tipos del mercado interbancario y de la deuda pública [véase Sastre (1991)].

Estos ejercicios permiten también analizar las desviaciones entre los valores observados y simulados. En el caso de las ecuaciones de determinación

de los tipos de interés, dichas desviaciones, cuando superan significativamente los promedios históricos, pueden interpretarse como indicios de alteraciones en las pautas de comportamiento bancario; en el caso de los agregados monetarios, estas desviaciones pueden informar, bien de la concurrencia de perturbaciones financieras, bien de la existencia de factores de oferta que tienden a expandir o restringir el crecimiento de los agregados, por encima o por debajo de las sendas marcadas por la demanda.

El análisis de la incidencia de los factores de oferta se realiza a partir del comportamiento de las Administraciones Públicas en su apelación a los mercados financieros, y, sobre todo, de la financiación obtenida por parte de los agentes privados. Para evaluar este último factor, se han utilizado ecuaciones de demanda de crédito interno por parte de las familias, y de demanda de crédito interno por parte de empresas, incluyendo, en este caso, la financiación a través de pagarés de empresa [véase Vega (1992)]. Las ecuaciones incorporan como factores explicativos las variables de tipos de interés que se determinan en el modelo de comportamiento bancario, el nivel de precios y, como variables de escala, la inversión productiva privada real para el crédito a empresas, y el consumo duradero más la inversión residencial para el crédito a familias.

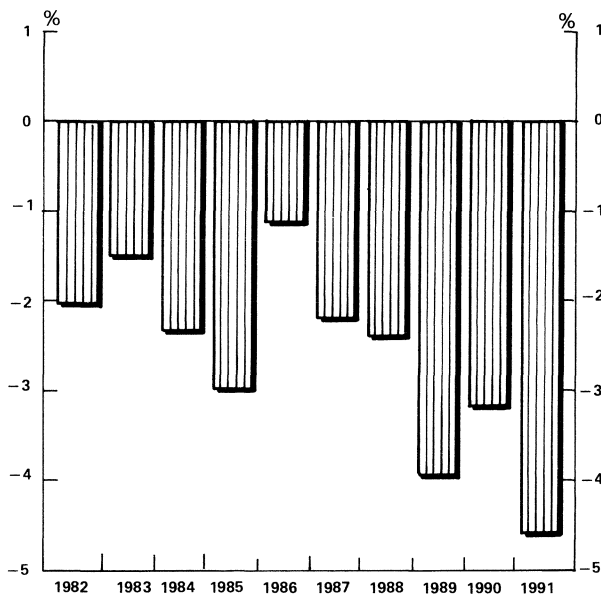
1. EVALUACION DE 1991

El agregado ALP2 experimentó en 1991 un crecimiento medio del 13,3 %, que supuso un ligero descenso respecto a la tasa registrada en el año anterior (13,9 %). Sin embargo, su velocidad de circulación registró una caída sensiblemente mayor que en 1990 (un 4,4 %, frente a un 3,1 %) (1), debido a la desaceleración de la renta y de los precios en 1991. Esta fue especialmente marcada en el caso del PIB real —su crecimiento pasó del 3,6 % al 2,4 %—, y más moderada en el caso de los precios —la inflación media se situó en el 6,3 %, frente al 6,7 % de 1990—.

Esta evolución de la velocidad de circulación de ALP2 constituye el indicio de un exceso de expansión monetaria en 1991 —la caída registrada alcanza el nivel máximo de los últimos años, como puede verse en el gráfico 1—, que se ve reforzado por la ausencia de perturbaciones financieras de importancia que hayan impulsado la demanda de este agregado. No obstante, el análisis de la velocidad de circulación aporta una visión muy incompleta de la relación

(1) Las tasas de variación de la velocidad de circulación de los agregados monetarios presentadas en este artículo están calculadas a partir de una aproximación logarítmica y se utiliza como nivel de precios el IPC. Esta forma de cálculo de la velocidad de circulación permite poner en relación la evolución de esta variable con los resultados de las ecuaciones de demanda de dinero.

1. Velocidad de circulación de ALP2 Tasas de crecimiento (a)



(a) Aproximación logarítmica, y utilizando el IPC como deflactor.

entre dinero, precios y renta, por lo que, para tratar de aquilatar en qué medida este crecimiento de ALP2 en 1991, sensiblemente superior al del gasto nominal, configura una situación de holgura monetaria, resulta conveniente tomar en consideración factores adicionales que inciden en esta relación.

En este sentido, los modelos econométricos disponibles permiten, a partir de las regularidades estimadas en el comportamiento de los agentes económicos y los intermediarios financieros, aportar información complementaria sobre las complejas interacciones de los agregados monetarios, los niveles de renta y precios y los tipos de interés. Concretamente, la ecuación de demanda estimada para ALP2 incorpora factores que pueden modificar los análisis que resultan de poner en relación los crecimientos observados en un año para las magnitudes monetarias y para el gasto nominal. Por un lado, la elasticidad renta a largo plazo es mayor que 1, y, adicionalmente, el ajuste de ALP2 a los movimientos en el PIB real, aunque es rápido, se distribuye a lo largo de un cierto período. Por otro, la sensibilidad del agregado a los tipos de interés —tanto a las variaciones en la rentabilidad de los instrumentos incluidos en su definición como de activos financieros alternativos—, si bien no desempeña un papel muy importante en las trayectorias más persistentes de ALP2, a corto plazo puede adquirir cierta magnitud. A su vez, la tasa de

inflación tiene un efecto permanente negativo sobre la demanda del agregado (2), lo que supone, junto a otros factores de ajuste, que, ante movimientos en los precios, la respuesta de ALP2 sea, a corto plazo, parcial. Finalmente, hay que tener en cuenta que la recuperación de la senda de crecimiento a largo plazo de ALP2 ante movimientos en los argumentos de la ecuación de demanda, o ante perturbaciones de otra naturaleza, no se produce únicamente mediante cambios en ALP2, sino que discurre igualmente mediante alteraciones en los precios, de forma que, ante un crecimiento de los activos líquidos mayor que el deseado por los agentes, se producirá un doble proceso de ajuste: una desaceleración de ALP2, al deshacerse los agentes de la liquidez excedente, y un aumento de la inflación, resultado de la presión de los mayores niveles de gasto sobre los precios.

El análisis de la demanda de ALP2 pone de manifiesto que una parte significativa de la caída de su velocidad de circulación se debió al comportamiento de las variables explicativas incorporadas en la ecuación, si bien otra parte queda sin explicar. En efecto, al simular la evolución de ALP2 en 1991, según su ecuación de demanda, se obtiene una caída de la velocidad de circulación del agregado de 3,6 puntos porcentuales, que, si bien recoge una parte importante del descenso de esta ratio, todavía deja sin explicar cerca de un punto porcentual de dicho descenso. En el gráfico 2, puede compararse el crecimiento observado de ALP2 y el que resulta de la simulación realizada en el conjunto de 1991 y en sus cuatro trimestres. En él se aprecia cómo el exceso de crecimiento monetario con respecto a la senda explicada por la ecuación de demanda se concentra en el primer trimestre de 1991, mientras que, en los tres trimestres siguientes, los crecimientos observados de ALP2 se sitúan en línea con los previstos por el modelo.

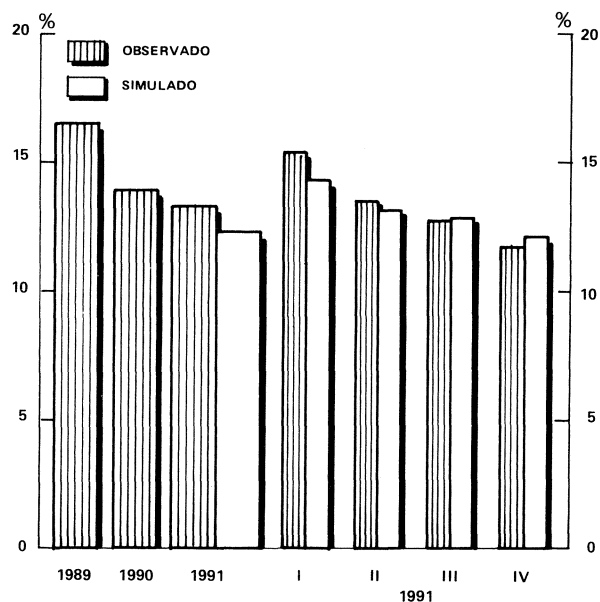
La simulación realizada con la ecuación de demanda, además de señalar la posible existencia de un exceso de expansión monetaria en 1991, permite profundizar en los factores que han incidido en su comportamiento durante el pasado año.

a) Influencia de los tipos de interés

El alto nivel alcanzado por los tipos de interés de los instrumentos incluidos en la definición de ALP2 en 1991, unido al fuerte descenso registrado por el rendimiento de la deuda pública —más de dos puntos a lo largo de 1991—, impulsó de forma significativa la demanda de liquidez en el pasado año. Tal como puede apreciarse en el gráfico 3, el diferencial de rentabilidad, neta de impuestos, entre los activos fi-

(2) Esta sensibilidad de la demanda de dinero respecto a la tasa de inflación suele interpretarse en términos del coste de oportunidad de invertir en activos reales.

2. Crecimientos medios observados y simulados de ALP2 (a)

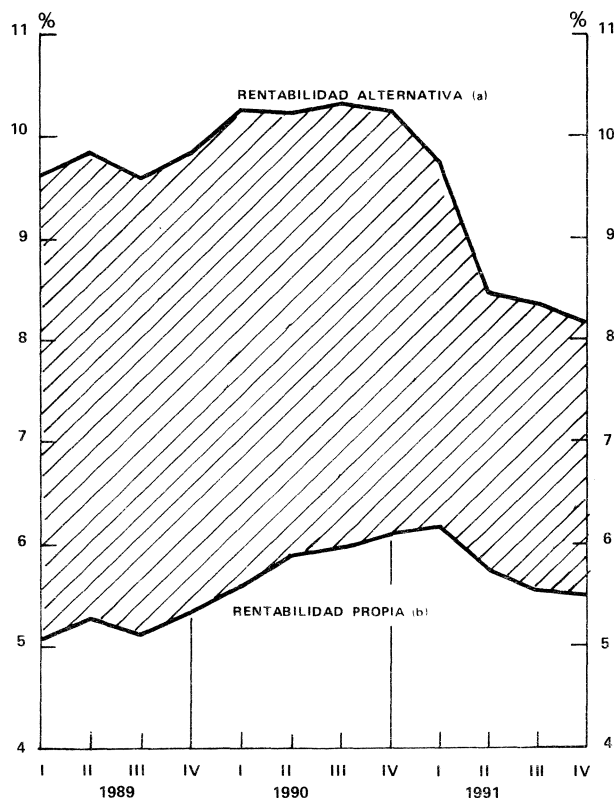


(a) Para los datos trimestrales se representa el crecimiento sobre el mismo trimestre del año anterior.

nancieros a plazos más largos y los activos líquidos, fue reduciéndose a lo largo de 1990, intensificándose dicho proceso durante los dos primeros trimestres de 1991, para situarse, al final de ese año, en un nivel inferior a los tres puntos porcentuales. En términos de la ecuación de demanda de ALP2, se estima que este comportamiento divergente entre los tipos de interés propios y alternativos del agregado contribuyó positivamente en torno a un punto de su crecimiento medio en 1991, lo que constituye una aportación máxima, con la excepción del año 1982, si se compara con las contribuciones estimadas para los años ochenta (véase el gráfico 4).

Esta incidencia expansiva de los tipos de interés —y, sobre todo, de su estructura temporal— fue el resultado de la combinación de dos factores: por un lado, un descenso marcado de los tipos de interés negociados en los mercados interbancarios y de deuda pública, registrado en un contexto de fuerte presión de la demanda exterior de activos denominados en pesetas e inducido por los recortes en el tipo de intervención del Banco de España (2,15 puntos porcentuales a lo largo de 1991) y en los tipos marginales de las subastas del Tesoro (2,72 puntos en el promedio de los distintos instrumentos); por otro, un incremento muy importante de la competencia entre agentes bancarios. Este último factor ha originado que el fuerte descenso de los tipos de mercado apenas se trasla-

3. Evolución de la rentabilidad propia y alternativa de ALP2

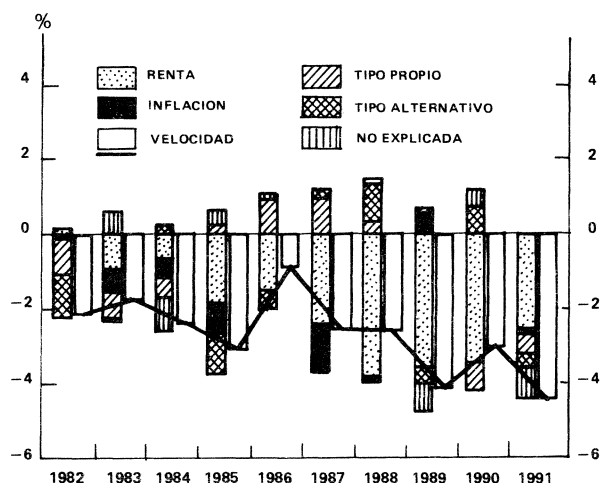


- (a) Rendimiento interno bruto de la deuda pública a más de dos años, neto de impuestos.
 (b) Media ponderada de los tipos de interés netos de impuestos de los activos incluidos en ALP2.

dase a los tipos de interés ofrecidos por los intermediarios financieros en sus instrumentos de pasivo, y, en cambio, tuviese un reflejo más intenso en los tipos aplicados en las operaciones de activo. El modelo econométrico de comportamiento bancario permite una cuantificación de este fenómeno.

Según las estimaciones disponibles, el tipo de interés de las nuevas operaciones de pasivo que realizaron los bancos en 1991 ha evolucionado ligeramente por encima de lo previsto por la ecuación correspondiente (la media anual se redujo en 0,12 puntos, frente a una reducción prevista de 0,16 puntos), excepto en el último trimestre del año. En cambio, las cajas de ahorro han disminuido sus tipos pasivos en una magnitud (-0,04 puntos, en media anual) muy inferior a lo previsto por la ecuación correspondiente, dando lugar a un error de predicción de 0,55 puntos en la media anual. Este comportamiento podría reflejar, de un lado, el deseo de las cajas de

4. Descomposición de la velocidad de circulación de ALP2 Crecimiento medio anual



mantener su clientela mediante el incremento de la remuneración de sus depósitos —incorporándose así a la guerra por el pasivo con un cierto retardo respecto a los bancos—, y, de otro, un cierto grado de aprendizaje de su clientela, que ha empezado a ser más consciente de las rentabilidades alternativas accesibles para la colocación de su ahorro.

Los tipos activos de las nuevas operaciones realizadas por ambos grupos de entidades han descendido de forma notable —en mayor medida de lo previsto por las ecuaciones, que ya incorporan los descensos producidos en los tipos de interés de los mercados monetarios—, dando lugar a un estrechamiento en el diferencial entre tipos activos y pasivos en operaciones nuevas, que resulta especialmente acusado en el caso de los bancos. Por otra parte, en el caso de los tipos activos, la respuesta de los intermediarios ante los descensos de los tipos fijados por el Banco de España y por el Tesoro al final del primer trimestre de 1991 resultó más rápida de lo habitual en períodos anteriores. Este comportamiento resulta especialmente relevante en las cajas de ahorro, que redujeron el tipo medio del crédito en 0,71 puntos en el segundo trimestre del año, frente a una previsión de 0,15 puntos, dado el comportamiento tradicionalmente más inercial de estas instituciones en relación con los bancos.

b) La influencia de la renta

De acuerdo con las regularidades de su ecuación de demanda, se estima que la variable renta explica en torno a 2,5 puntos de los casi 4,5 en que descen-

dió la velocidad de circulación de ALP2 el pasado año (véase el gráfico 4). En este resultado inciden dos factores.

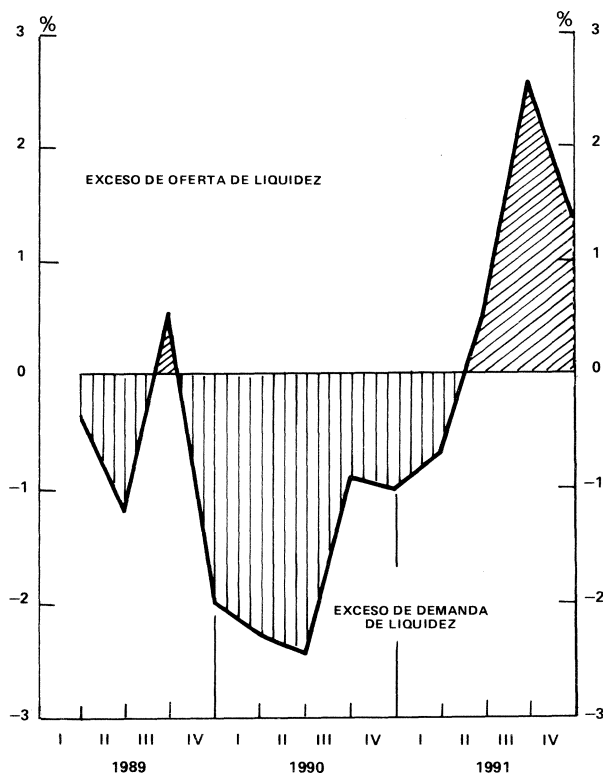
En primer lugar, en la ecuación de demanda de ALP2, se estima una elasticidad renta a largo plazo, sensiblemente mayor que la unidad (1,7) (3), lo que origina que la expansión del agregado, ante un crecimiento determinado del PIB real, termine siendo de mayor magnitud y, en consecuencia, se registre una caída en su velocidad de circulación.

Debe tenerse en cuenta, además, que la influencia del PIB en la demanda de ALP2 se registra con una determinada estructura de retardos, de forma que la acumulación de elevados flujos de renta durante los últimos años contribuye también a explicar una parte de la fuerte caída en la velocidad de circulación del agregado, registrada en 1991. En este sentido, si bien el crecimiento del PIB, el pasado año, se situó en el 2,4 %, el ajuste de los saldos de ALP2 a la evolución del nivel de renta en períodos anteriores hace que la tasa de crecimiento relevante para la demanda de ALP2 en 1991 se eleve hasta el 3,4 %, incorporándose parte del crecimiento del PIB de 1990 y, en menor medida, de 1989, que, en ambos años, fue superior al registrado en 1991 (del 3,6 % y del 4,8 %, respectivamente).

A pesar de la importancia cuantitativa de los dos factores antes reseñados, cerca de un punto del crecimiento experimentado por ALP2 en 1991 no resulta explicado por su ecuación de demanda, lo que contrasta con la situación de 1990, en que el valor simulado con dicha ecuación se situó en torno a medio punto por encima del crecimiento observado.

Como se ha dicho anteriormente, ante la ausencia de perturbaciones financieras de entidad, estos resultados pueden interpretarse como indicios de la presencia de una cierta holgura de liquidez. Dichos indicios se confirman cuando se observa la evolución de la desviación entre los saldos observados de ALP2 y los que, según la ecuación estimada, reflejan su demanda a largo plazo (véase el gráfico 5). Dicha desviación, cuando es positiva, pone de manifiesto la existencia de excesos de oferta de liquidez, cuya corrección pone en marcha la transmisión de los impulsos monetarios al resto de la economía. En el gráfico 5, puede apreciarse cómo esta variable de desviación de ALP2 respecto a su demanda a largo plazo, después de tomar valores negativos a lo largo de 1990, reflejando la restricción de oferta ejercida por

5. Desviación de ALP2 respecto a su demanda a largo plazo



los límites impuestos al crecimiento del crédito, invierte su signo en 1991 y configura una situación de exceso de crecimiento monetario.

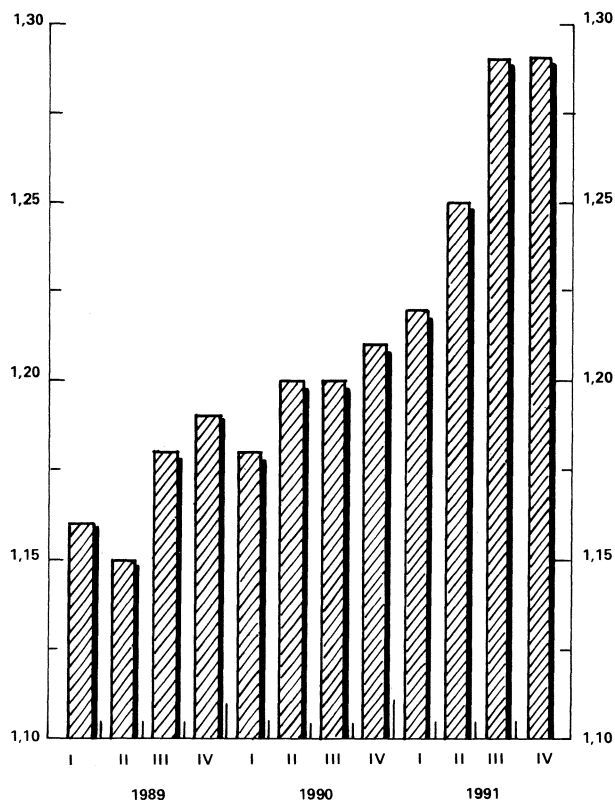
Esta expansión de la liquidez debe ponerse en relación con factores que han impulsado su crecimiento desde el lado de la oferta, entre los cuales hay que señalar, en primer lugar, el fuerte aumento de las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas. En el gráfico 6, puede apreciarse cómo la apelación de las Administraciones Públicas a los mercados monetarios y crediticios viene experimentando un fuerte crecimiento desde 1989, con un repunte adicional a lo largo de 1991 (4).

Paralelamente, en este pasado año, la financiación obtenida del exterior por parte de los agentes

(3) Este resultado puede interpretarse en términos de la existencia de efectos riqueza importantes en la demanda de liquidez, que quedan englobados en la elasticidad renta, junto a los efectos de demanda para transacciones, imputados normalmente a esta última variable.

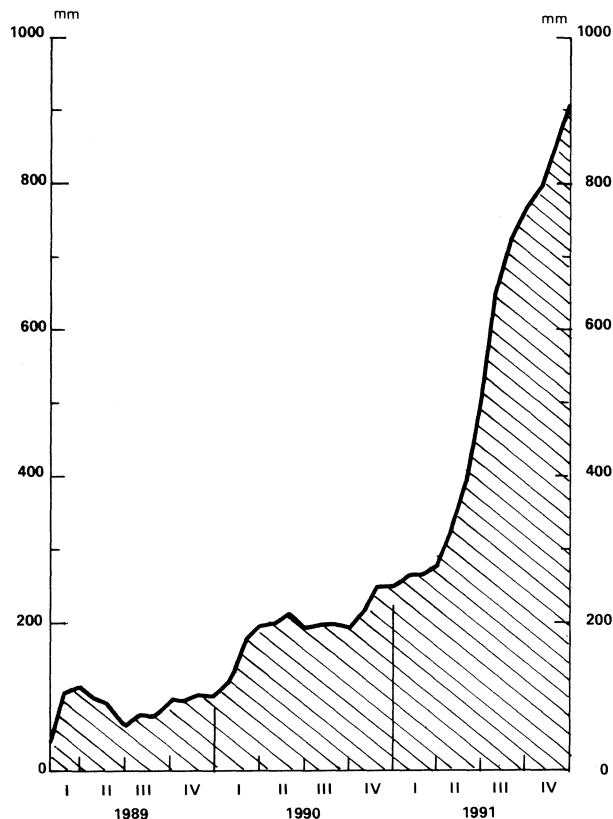
(4) El objeto de estabilidad cambiaria origina que la adquisición de títulos públicos por parte de no residentes —e, igualmente, la toma de créditos en el exterior por parte de empresas españolas— impulse el crecimiento de la liquidez a través de la contrapartida exterior de la cantidad de dinero.

6. Crédito a las Administraciones Públicas (a)
en proporción al PIB (b)



- (a) Suma del crédito interno desestacionalizado, deuda especial y letras y deuda en poder de no residentes.
(b) PIB nominal desestacionalizado.

7. Créditos directos exteriores (a)



- (a) Flujos acumulados desde enero de 1989.

privados también ha experimentado una expansión muy notable, tal como puede apreciarse en el gráfico 7, tras dos años de estancamiento como resultado de las restricciones impuestas a la toma de créditos en el exterior.

La interpretación de este fenómeno como un factor que impulsa la expansión de la liquidez se ha visto reforzada por el hecho de que, al mismo tiempo, el crédito interno concedido a empresas y familias ha crecido en línea con su demanda, de acuerdo con las estimaciones econométricas disponibles.

En efecto, este agregado crediticio, ampliado con pagarés de empresa, experimentó en 1991 una expansión media del 13 %, frente al 12,9 % previsto por las ecuaciones de demanda, desglosado de la siguiente forma: el crédito interno concedido a empresas no financieras, ampliado con pagarés, creció un 13,6 %, situándose un punto por encima de la previsión de demanda, mientras que el crédito a familias

lo hizo a una tasa del 11 %, lo que supone una sobrepredicción de tres puntos con respecto a la simulación con su ecuación. Aunque estos errores de predicción no son muy marcados en términos de los errores estándar de los modelos, sí resulta significativo en el caso de las familias, lo que puede indicar la presencia en dicho año de factores adicionales a los modelizados, como la elevada ratio de endeudamiento alcanzada por las familias en el período previo de bonanza económica, junto a una revisión a la baja de sus expectativas de rentas futuras, el embalsamiento de decisiones de gasto en bienes duraderos de consumo, o la diferente evolución de la morosidad de particulares y empresas en 1991.

De acuerdo con los argumentos de las ecuaciones de demanda, la desaceleración de los agregados de crédito interno, registrada en 1990 y en 1991, viene explicada, fundamentalmente, y salvo la posible matización ya introducida para el año 1991 en el caso del crédito a familias, por el cambio en el ciclo

económico y la consiguiente pérdida de dinamismo de la inversión productiva privada, el gasto en consumo de bienes duraderos y la inversión residencial (5). Entre 1990 y 1991, estas variables redujeron su aportación al crecimiento real del agregado crediticio conjunto, de acuerdo con las estimaciones de sus ecuaciones de demanda, en seis puntos porcentuales, aproximadamente (véase el gráfico 8). Los tipos de interés activos practicados por bancos y cajas presionaron en la misma dirección, como resultado de las políticas monetarias rigurosas instrumentadas desde finales de 1988, con aportaciones negativas en torno a un punto para el agregado conjunto en 1990 y de medio punto en 1991. Sin embargo, mientras en el pasado año esta contribución quedó prácticamente neutralizada por la evolución de los tipos de interés exteriores, en 1990, el comportamiento de estos últimos amplió el efecto restrictivo de los tipos de interés al crecimiento del crédito en medio punto adicional.

2. EVALUACION DEL PRIMER TRIMESTRE DE 1992

Durante el primer trimestre de 1992, se ha registrado un descenso muy marcado en el ritmo de expansión de ALP2; la tasa de crecimiento interanual del agregado ha pasado del 11,8 %, en el cuarto trimestre de 1991, al 8,4 %, en el primero de 1992.

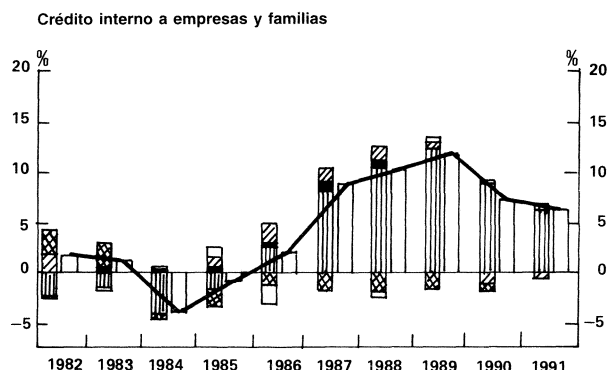
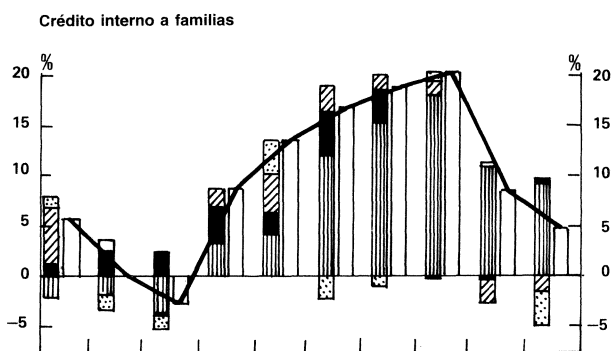
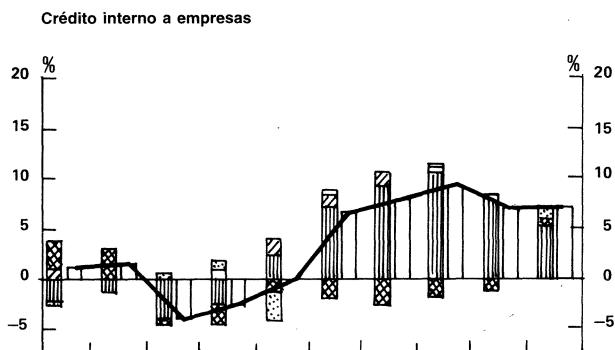
En esta fuerte desaceleración de ALP2 confluyen dos factores. Por un lado, la perturbación generada por la emisión de deuda especial, y, en menor medida, por la incidencia de otros fenómenos financieros (6) sobre los que se dispone actualmente de información fragmentaria. Igualmente, la moderación en los ritmos de crecimiento del gasto agregado — las últimas estimaciones del Banco de España sitúan el crecimiento del PIB real, en el segundo semestre de 1991, en el 2,1 %, y, en el primer trimestre de 1992, en el 2,3 %— y la trayectoria reciente de los tipos de interés han tendido a desacelerar la demanda de ALP2.

Por lo que respecta al canje de activos fiscalmente opacos incluidos en ALP2 por deuda pública espe-

(5) La inversión productiva privada y el gasto en bienes de consumo duradero e inversión residencial han experimentado una importante desaceleración en estos años. Frente a crecimientos, en 1989, del 14,7 % la primera, y del 6,2 % la segunda, en 1990 lo hicieron a ritmos respectivos del 3,9 % y -3,4 % y en 1991 al -1,7 % y -0,7 %.

(6) Por una parte, hay que tener en cuenta los desplazamientos de la riqueza del público —en especial, fondos de inversión— hacia instrumentos no incluidos en la definición de ALP: bonos y obligaciones del Estado en firme, y, en menor medida, valores de renta fija privada, acciones, bonos matador, etc. Por otra, a raíz de la culminación del proceso de liberalización de capitales en febrero de este año, podría estar teniendo lugar el desplazamiento de depósitos por volúmenes importantes hacia el exterior.

8. Aportaciones a la tasa de crecimiento real



	TASA DE CRECIMIENTO REAL		VARIABLE DE ESCALA
	INFLACION		TIPOS DE INTERES
	TIPOS EXTERIORES		NO EXPLICADA

(a) La variable de escala para el crédito interno a empresas es la inversión productiva privada.
La variable de escala para el crédito interno a familias es el consumo de bienes duraderos + la inversión residencial.

cial, que no forma parte del agregado, la información disponible en la actualidad, una vez finalizado el período de canje, permite realizar un cálculo bastante aproximado del efecto del mismo sobre el crecimiento de ALP2 en 1992: la tasa de crecimiento del agregado, en el primer trimestre del año, se elevaría del 8,4 al 9,6 %, si se tiene en cuenta este fenómeno.

Esta última tasa se sitúa en línea con las previsiones obtenidas con la ecuación de demanda del agregado monetario —en función de la evolución estimada del gasto agregado real, de los precios y de los tipos de interés—, que cifran su crecimiento interanual, en el primer trimestre de 1992, en el 9,8 %. Por tanto, una parte importante de la desaceleración observada —en torno a dos puntos porcentuales— vendría explicada por los factores de demanda mencionados, que determinan de forma sistemática la demanda de liquidez.

25-VI-1992.

BIBLIOGRAFIA

- CABRERO A., ESCRIVA, J. L. y SASTRE, T. (1992): «Ecuaciones de demanda para los nuevos agregados monetarios», de próxima publicación en la serie de Documentos de Trabajo del Servicio de Estudios del Banco de España.
- SASTRE, T. (1991): *La determinación de los tipos de interés activos y pasivos de bancos y cajas de ahorro*, Banco de España, serie de Estudios Económicos, nº 45.
- VEGA, J. L. (1992): *El papel del crédito en el mecanismo de transmisión monetaria*, Banco de España, serie de Estudios Económicos, nº 48.

Las emisiones de empréstitos de las entidades de crédito en 1991

1. INTRODUCCION

Las emisiones de valores negociables realizados por entidades de crédito experimentaron, durante el período, un crecimiento de 263 mm, equivalente a un 35 %. Esta evolución estuvo condicionada positivamente por el incremento en las emisiones de pagarés, y negativamente por la competencia de los fondos de inversión.

La Ley de Presupuestos de 1991 y la Ley 18/1991 del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas introdujeron modificaciones en la fiscalidad de las participaciones en fondos de inversión, que significaron importantes aumentos en su rentabilidad. Esta mayor rentabilidad, unida a la elevada liquidez de algunos de estos fondos, indujo un desplazamiento hacia ellos del ahorro del público, que afectó negativamente a los empréstitos. Por otra parte, la adquisición por los fondos de valores de renta fija del sector privado no ha compensado la mencionada desviación del ahorro; los valores públicos (en firme o en cesiones temporales) suponen tres cuartas partes del balance conjunto de estos intermediarios, y hacia ellos han dirigido el grueso de la demanda durante el ejercicio.

El crecimiento de las emisiones realizadas por entidades de depósito fue de un 10,6 %, frente a un 13 % de crecimiento en su balance, y, dentro de ellas, sólo las emisiones de deuda subordinada registran un aumento. Para las restantes entidades de crédito, el crecimiento —del 50 %— estuvo ligado al auge de las emisiones de pagarés.

El descenso de tipos de interés ha sido generalizado, en sintonía con el registrado en los mercados, particularmente en el de deuda pública, que sirve de referencia a la mayor parte de los valores emitidos, produciéndose una aproximación entre los tipos de los distintos emisores, así como una convergencia de tipos para un mismo activo. Esta evolución de tipos parece síntoma de que el mercado va ganando transparencia, y el público, un mejor conocimiento de las características de los valores.

2. VOLUMEN DE EMISIONES (1)

El importe bruto de valores negociables emitido por las entidades de crédito en 1991 supera, por vez

(1) Los datos se refieren a las emisiones realizadas por entidades de crédito cuyos folletos de emisión han recibido el informe preceptivo del Banco de España. La legislación en vigor no exige folleto para las emisiones inferiores a 100 millones de pesetas, para los valores no negociables, destinados, por ejemplo, a ser adquiridos en exclusiva por emisores institucionales y para los que no constituyen emisión, por carecer los valores de la necesaria homogeneidad. Por lo demás, se han excluido ocho emisiones de pagarés, por un importe global de 142 mm, que, aun cuando han sido informados por el Banco de España y autorizados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, no han sido activados por sus emisores dentro del año.

1. Emisiones. Clasificación por emisor y clase de activo

millones de pesetas

Total	Entidad																	
	Bancos privados		Cajas de ahorro		Cooperativas de crédito		Soc. arrendam. financiero		Soc. cdto. hipotecario		Entidades de financiación		Sociedades de factoring		ICO y Ent. Ley 25/1991			
	Nº	Importe	Nº	Importe	Nº	Importe	Nº	Importe	Nº	Importe	Nº	Importe	Nº	Importe	Nº	Importe		
PERIODO 1990																		
Total	76	757.693	7	81.428	24	144.715	1	50	12	120.000	7	36.000	2	14.000	1	10.000	22	351.500
CLASE:																		
Cédulas hipotecarias	30	286.750	—	—	13	116.750	—	—	—	—	3	8.000	—	—	—	—	14	162.000
Bonos y obligaciones	17	231.928	5	21.428	3	16.000	—	—	1	5.000	—	—	—	—	—	—	8	189.500
Deuda subordinada	11	72.015	2	60.000	8	11.965	1	50	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Pagarés	18	167.000	—	—	—	—	—	—	11	115.000	4	28.000	2	14.000	1	10.000	—	—
PERIODO 1991																		
Total	73	1.020.669	10	91.369	21	158.650	1	50	6	300.000	10	88.900	4	72.300	1	10.000	20	299.400
CLASE:																		
Cédulas hipotecarias	36	347.900	1	500	18	110.000	—	—	—	—	3	2.400	—	—	—	—	14	235.000
Bonos y obligaciones	13	92.269	6	22.869	1	5.000	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	6	64.400
Deuda subordinada	6	111.700	3	68.000	2	43.650	1	50	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Pagarés	18	468.800	—	—	—	—	—	—	6	300.000	7	86.500	4	72.300	1	10.000	—	—

Fuente: Banco de España.

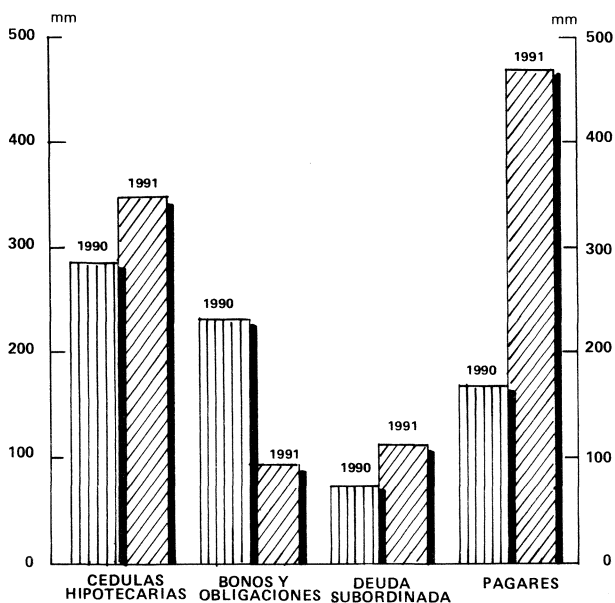
primera, el billón de pesetas, correspondiendo casi la mitad a las emisiones de pagarés (cuadro 1). Este importe equivale al 35,4 % del total de emisiones de renta fija registradas en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) (2), y se compara favorablemente con el 32,8 % de 1990.

El crecimiento anual de 263 mm (34,7 %) resulta imputable en exclusiva a las emisiones de pagarés, ya que las emisiones de los restantes valores han visto reducido su volumen conjunto en casi 39 mm (gráfico 1). Por emisores, el crecimiento global del 34,7 % podría descomponerse en tres sumandos, correspondiendo un 3,2 % a las entidades de depósito, un 38,4 % a las entidades de crédito de ámbito operativo limitado, y una reducción del 6,9 % a las entidades de crédito de capital estatal (3).

Las emisiones de bancos, cajas y cooperativas suponen un 24,5 % del total, frente a un 29,9 % en 1990; no obstante, la atonía de estas emisiones re-

sulta menor al comparar las tasas de crecimiento del ejercicio con la reducción en valores absolutos experimentada en el ejercicio anterior, en el que sufrieron más acusadamente la competencia de las «super-cuentas» (cuadro 2).

1. Volumen de emisión



Fuente: Banco de España.

(2) Véase «Estadística de Registro Expedientes de Emisión y Admisión del Tercer Cuatrimestre de 1991», de la CNMV.

(3) Durante el ejercicio, la Ley 25/1991, de 21 de noviembre, ha introducido variaciones en la composición del Crédito Oficial, ya que ahora, al ICO y a las Entidades Oficiales de Crédito, hay que añadir la Caja Postal, la Corporación Bancaria de España y el Banco Exterior de España (que absorbió al Banco de Crédito Industrial). Este cambio, que no se ha trasladado a las emisiones de 1990, resta validez a la evolución de las emisiones del sector crediticio público, pero también altera, en cierta medida, la de las emisiones de bancos y cajas.

2. Volumen de emisiones. Tasas de incremento

%

	Total entidades crédito		Bancos privados		Cajas de ahorro		Soc. arrendamiento financiero		Soc. cdto. hipotecario		ICO y Ent. Ley 25/1991	
	1990/1989	1991/1990	1990/1989	1991/1990	1990/1989	1991/1990	1990/1989	1991/1990	1990/1989	1991/1990	1990/1989	1991/1990
	Total	65,37	34,71	-70,58	12,21	24,21	9,63	481,11	150,00	48,76	146,94	1.657,50
CLASE:												
Cédulas hipotecarias	147,18	21,33	—	—	14,11	-5,78	—	—	-41,61	-70,00	—	45,06
Bonos y obligaciones	19,70	-60,22	-87,67	6,72	—	-68,75	—	-100,00	—	—	847,50	-66,02
Deuda subordinada	-38,60	55,14	-41,75	13,33	-15,74	264,81	—	—	—	—	—	—
Pagarés	436,10	180,72	—	—	—	—	456,90	160,87	166,67	208,93	—	—

Fuente: Banco de España.

Frente a la estabilidad en el número de emisiones, el importe medio por emisión pasó de 9.970 millones en 1990 a 13.982 en 1991, promedio que casi se duplica en las emisiones de pagarés.

En el cuadro 3, se distribuyen las emisiones según el mes en que fueron informadas. El mayor importe se acumula, como viene siendo tradicional, en el período septiembre-octubre, si bien, agrupando los datos por trimestres naturales, se observa una cierta regularidad tanto en el número de emisiones como en los importes a lo largo del año.

2.1. Cédulas hipotecarias

El importe bruto emitido se aproxima a los 348 mm, con un crecimiento del 21,3 % respecto al

ejercicio anterior, muy en consonancia con el experimentado por los préstamos hipotecarios aptos para servir de cobertura a la emisión de estos valores (20,4 %) (4).

Los requisitos para la emisión de cédulas se han visto flexibilizados con la entrada en vigor del Real Decreto 1289/1991, de 2 de agosto, que suprime el coeficiente de reinversión (5), el plazo mínimo de emisión (6) y la exigencia de un porcentaje mínimo

(4) Banco Hipotecario, Apéndice Estadístico.

(5) La Orden de 7 de diciembre de 1984 obligaba a los emisores de cédulas a reinvertir en nuevos créditos hipotecarios un mínimo del 70 % de los fondos captados en la emisión.

(6) La disposición 8ª de la Orden Ministerial de 22 de junio de 1982 establecía un plazo mínimo de tres años para las emisiones de cédulas y bonos hipotecarios.

3. Emisiones. Evolución mensual por clase de activo en 1991

millones de pesetas

	Clase de emisión									
	Total		Cédulas hipotecarias		Bonos y obligaciones		Deuda subordinada		Pagarés	
	Núm.	Importe	Núm.	Importe	Núm.	Importe	Núm.	Importe	Núm.	Importe
Total	73	1.020.669	36	347.900	13	92.269	6	111.700	18	468.800
Enero	10	145.300	5	61.500	2	30.000	1	43.000	2	10.800
Febrero	5	38.400	2	30.000	2	2.400	—	—	1	6.000
Marzo	4	33.500	3	21.500	1	12.000	—	—	—	—
Abril	7	66.500	3	7.000	1	5.000	2	53.000	1	1.500
Mayo	8	164.369	4	62.500	1	6.869	—	—	3	95.000
Junio	5	65.500	2	19.000	—	—	—	—	3	46.500
Julio	3	35.000	1	10.000	—	—	—	—	2	25.000
Agosto	7	22.400	5	14.900	2	7.500	—	—	—	—
Septiembre	4	212.000	2	25.000	1	2.000	—	—	1	185.000
Octubre	12	144.550	6	78.500	1	5.000	2	15.050	3	46.000
Noviembre	5	75.150	1	3.000	2	21.500	1	650	1	50.000
Diciembre	3	18.000	2	15.000	—	—	—	—	1	3.000

Fuente: Banco de España.

de créditos hipotecarios sobre el total. Sólo en las sociedades de crédito hipotecario se mantiene este último límite, aunque se rebaja del 100 % al 75 %, a la vez que se amplía la base de cómputo, tanto por la incorporación de un mayor número de préstamos sobre inmuebles en construcción como por la inclusión de las participaciones hipotecarias adquiridas, cuando cumplan determinadas condiciones.

El Banco Hipotecario, que registra el menor crecimiento en los préstamos aptos, se mantiene como el emisor de cédulas más activo, acaparando 12 de las 18 emisiones, por importe de 220 mm. En cambio, los bancos, que conocen el mayor crecimiento (61,7 %) de este tipo de préstamos, no han iniciado la emisión de cédulas, pese a que se suponía que la exigencia de un porcentaje mínimo de préstamos hipotecarios era el factor fundamental que vedaba el acceso a esta fuente de financiación. Las emisiones de las cajas de ahorro disminuyen en valor absoluto, aunque su número se eleva de 13 a 18 (7), mientras que la única emisión de cédulas realizada por bancos ha correspondido a una entidad que proviene de la transformación de una sociedad de crédito hipotecario.

La evolución de las emisiones realizadas por las sociedades de crédito hipotecario (SCH) tampoco refleja la flexibilización de los requisitos de emisión a que antes se hacía referencia. El volumen informado ha venido descendiendo desde 13,7 mm en 1989 a 8 mm en 1990 y 2,4 mm en 1991, lo que contrasta con el aumento observable en sus emisiones de pagarés, y con un crecimiento del 47,4 % en los créditos otorgados, y pone en entredicho la eficacia de la cédula hipotecaria como instrumento diferenciado para la captación de fondos.

2.2. Bonos y obligaciones

Su evolución en el año ha sido negativa en número y sobre todo en cuantía, ya que el volumen emitido es, aproximadamente, el 40 % del correspondiente a 1990. Esta reducción es consecuencia de la nueva estructura accionarial de la banca pública, de la que el ICO aparece ahora desvinculado, mientras que, hasta la entrada en vigor de la Ley 25/1992, desempeñaba un importante papel de redistribuidor de fondos dentro del grupo, siendo las emisiones de bonos una de sus principales fuentes de captación.

No obstante su carácter testimonial, merece reseñarse la realización de dos emisiones de bonos de caja —instrumento privativo de los bancos industriales—, después de su inexistencia en el ejercicio anterior.

(7) La reducción en el importe medio debe relacionarse con el cambio de grupo de un emisor de gran tamaño, como es la Caja Postal, y con la ausencia de emisiones de una caja que, tradicionalmente, ha venido efectuando las de mayor importe.

2.3. Financiaciones subordinadas

Las emisiones de este activo vienen determinadas por el coeficiente de recursos propios (8), más que por las condiciones de mercado o política de financiación de la empresa. Por ello, la afloración, en 1991, de importantes cuantías de recursos propios con motivo de varias fusiones de cajas de ahorro hizo disminuir el número de emisiones de deuda subordinada, de la que éstas son las principales emisoras. El fuerte crecimiento del importe se debe a una operación aislada de excepcional cuantía (43 mm).

Las entidades de crédito distintas de las de depósito continúan sin emitir deuda subordinada negociable, aunque no han renunciado a allegar recursos por esta vía, y algunas de ellas han concertado préstamos directos en condiciones de subordinación.

2.4. Pagarés

Han sido, con gran diferencia, los valores más dinámicos en los dos últimos años. En 1990, el crecimiento de los emitidos por intermediarios financieros fue, en gran medida, artificial, al exigirseles el registro en la CNMV, y, por ende, el folleto, como condición inexcusable para que el cómputo a efectos del coeficiente de caja de los fondos captados en la emisión pudiera realizarse por el efectivo y no por el nominal. En 1991, además de la incidencia que sobre el crecimiento de los primeros meses haya tenido la mencionada exigencia, las emisiones de entidades de crédito se ven favorecidas por dos motivos. El primero, particular, se refiere a la posibilidad de las entidades de crédito de ámbito operativo limitado de emitir pagarés a plazo inferior a un año (9), y el segundo, que afecta a la generalidad de emisores, radica en el mayor descenso de tipos de interés en un mercado que en el ejercicio anterior había registrado un importante aumento en la demanda, debido a

(8) Con determinados requisitos, este valor es computable como recursos propios y no está sujeto a coeficiente de caja. Con anterioridad a la entrada en vigor de la Orden Ministerial de 29 de enero de 1992, de reforma del coeficiente de caja, la pérdida de computabilidad como recursos propios, establecida gradualmente durante la vida de las emisiones, llevaba aparejada la sujeción al coeficiente de caja, mientras que, en lo sucesivo, la exención se mantendrá durante la vida de la emisión, por lo que cabe prever un acortamiento en la vida media de las emisiones (la mitad de las realizadas en 1991 son perpetuas o con plazo de 20 años).

En todo caso, la emisión de deuda subordinada no perpetua tiene un techo, ya que el Banco de España no otorga computabilidad a las emisiones que, sumadas a los restantes recursos propios, excedan en más de un 20 % de los recursos reglamentariamente exigibles.

(9) La Orden Ministerial de 8 de febrero posibilita la captación de fondos a plazo inferior a un año, hasta entonces prohibida a las entidades de ámbito operativo limitado, cuando se efectúe mediante la emisión de valores que cumplan los requisitos que para el mercado primario se establecen en la Ley del Mercado de Valores, y siempre que no se produzca la amortización anticipada o la recompra por el emisor en fecha anterior a su vencimiento.

que el límite establecido al crédito bancario dirigía a los grandes prestatarios hacia el mercado de pagarés, con la consiguiente tensión sobre los tipos.

La totalidad de las emisiones ha sido realizada por entidades de crédito de ámbito operativo limitado, siendo las sociedades de arrendamiento financiero y las de crédito hipotecario los emisores más activos. Los primeros venían siéndolo ya tradicionalmente, dado que su apelación al ahorro del público se veía favorecida por la exención de coeficiente de caja de la que gozaron hasta 1990, y que este instrumento combinaba plazos cortos con facilidad de colocación.

Más novedoso es el dinamismo de las sociedades de crédito hipotecario, que sustituyen cédulas por pagarés, ante la mayor facilidad de colocación de estos últimos. Cabría pensar que esta sustitución aumenta el riesgo de interés de unas entidades cuyas operaciones activas se realizan esencialmente a largo plazo. Sin embargo, el acortamiento en la vida media de las cédulas contribuye a estrechar la diferencia entre uno y otro valor. Además, el hecho de que la mayor parte de las operaciones activas se realice ya a tipo variable atenúa de forma importante ese riesgo.

La ausencia de folletos de emisión del ICO y de las Entidades Oficiales de Crédito se explica por la exención del coeficiente de caja de la que entonces disfrutaban (10), por lo que el registro de emisiones no les reportaba un abaratamiento del coste. Respecto a las de entidades de depósito, cabría pensar que, o bien no las realizaron, o —lo que parece más probable— lo habrán hecho en emisiones no seriadas.

3. TIPOS DE INTERES

El tipo medio ponderado del conjunto de las emisiones ha sido del 11,8 % anual, inferior en 133 puntos básicos (pb) al del ejercicio anterior (cuadro 4). Para la generalidad de las emisiones registradas en la CNMV, el tipo medio (13,6 %) repite, prácticamen-

(10) Durante 1991, el nivel de este coeficiente estuvo fijado en el 5 % de los recursos computables, con lo que la exoneración de su cumplimiento permitía, al tipo medio de rentabilidad de los activos de bancos, un ahorro de 67 puntos básicos. En el futuro, esta ventaja irá desapareciendo gradualmente, ya que el RD 527/1992, de 22 de mayo, somete a coeficiente de caja a las entidades oficiales de crédito, y establece una aproximación gradual al nivel general; sólo queda exento el ICO.

4. Emisiones. Tipos de interés por tipo de emisión y de activo

%

	Media ponderada de tipos de interés												
	Total	Entidad											
		Bancos privados				Cajas de ahorro			ICO y Entidades Ley 25/1991		Resto entidades de crédito		
		Clase de amortización		Clase de amortización		Clase de amortiz.	Clase de amortización		Clase de amortiz.				
Efectivo	Convert. canj. o warrant	Total	Efectivo	Convert. canj. o warrant	Total	Efectivo	Efectivo	Convert. canj. o warrant	Total	Efectivo			
PERIODO 1990													
Total	13,13	13,24	11,64	12,10	12,83	11,64	11,07	11,07	13,76	13,76	—	14,14	14,14
CLASE:													
Cédulas hipotecarias	12,65	12,65	—	—	—	—	10,99	10,99	13,91	13,91	—	12,66	12,66
Bonos y obligaciones	13,28	13,37	11,19	11,68	12,10	11,19	11,17	13,64	13,64	≠	13,00	13,00	
Deuda subordinada	12,15	12,65	11,75	12,25	13,25	11,75	11,64	11,64	—	—	—	11,50	11,50
Pagarés	14,26	14,26	—	—	—	—	—	—	—	—	—	14,26	14,26
PERIODO 1991													
Total	11,80	11,80	11,33	12,32	12,36	10,00	11,19	11,19	12,21	12,24	11,50	11,64	11,64
CLASE:													
Cédulas hipotecarias	11,74	11,74	—	11,00	11,00	—	10,93	10,93	12,11	12,11	—	11,92	11,92
Bonos y obligaciones	12,18	12,32	11,33	11,54	11,65	10,00	10,03	10,03	12,58	12,83	11,50	—	—
Deuda subordinada	12,35	12,35	—	12,59	12,59	—	11,98	11,98	—	—	—	10,50	10,50
Pagarés	11,64	11,64	—	—	—	—	—	—	—	—	—	11,64	11,64

Fuente: Banco de España.

te, el del año anterior, con lo que se acentúan las diferencias existentes entre los tipos ofertados por las entidades de crédito y los restantes emisores. El mayor recorte se produce en los tipos de los pagarés que experimentan un descenso de 2,6 puntos, pasando a situarse en el 11,6 %. En bonos y cédulas, el recorte de tipos ha sido menor que el de la deuda pública a tres años (163 pb), mientras que, en los tipos de la deuda subordinada, se registra un aumento que cabe relacionar con la mayor transparencia del mercado y el importante alargamiento en su vida media.

El resultado es una estructura de tipos acorde con el grado de riesgo. Las cédulas hipotecarias son, por primera vez en varios ejercicios, el activo a medio y largo plazo de menor tipo, mientras que la deuda subordinada resulta, coherentemente, el valor de mayor remuneración.

Por emisores, los tipos medios están influidos decisivamente por el peso que en ellos tengan unos u otros valores (11), y oscilan entre el 11,2 % en las ca-

(11) En bancos, por ejemplo, la subida del tipo medio deriva de la importancia de la deuda subordinada, que en 1991 se emite sin ningún tipo de prima a la amortización u otros derechos ejercitables.

jas y el 12,3 % en los bancos, frente a un rango con una apertura de dos puntos el año anterior. Además de esta convergencia vertical, el cuadro 4 permite observar también una aproximación horizontal, es decir, una igualación dentro de los que corresponden al mismo tipo de valor, aunque todavía se hacen patentes la mayor facilidad de colocación entre la clientela de que disfrutaban las cajas y la exención del coeficiente de caja de que gozaba parte de la banca pública.

4. MODALIDADES DE EMISION

En el cuadro 5, puede apreciarse que el volumen de las emisiones a tipo de interés variable ha crecido un 60 %, aunque supone únicamente un 16 % del total; este último porcentaje se eleva al 30 % si se prescinde de los pagarés, en los que las emisiones al descuento presuponen un tipo fijo. El plazo se configura así como la variable determinante de la revisión de tipos —no por casualidad todas las emisiones de deuda subordinada se realizan a tipo variable—, pero su utilización depende también del arraigo que esta modalidad tenga entre los emisores, como lo prueba el que todas las emisiones de bancos se realicen a tipo variable, frente a sólo un tercio en las cajas.

5. Emisiones. Detalle por clase de emisión y de amortización

millones de pesetas

	CLASE DE EMISION									
	Fijo					Variable				
	1990		1991		% variación importe	1990		1991		% variación importe
	Núm.	Importe	Núm.	Importe		Núm.	Importe	Núm.	Importe	
Total	62	654.468	54	856.069	30,8	14	103.225	19	164.600	59,5
CLASE:										
Cédulas hipotecarias	29	283.750	30	328.000	15,6	1	3.000	6	19.900	563,3
Bonos y obligaciones	16	227.928	6	59.269	-74,0	1	4.000	7	33.000	725,0
Deuda subordinada	1	790	—	—	-100,0	10	71.225	6	111.700	65,8
Pagarés	16	142.000	18	468.800	230,1	2	25.000	—	—	—
	CLASE DE AMORTIZACION									
	Efectivo					Convertibles, canjeables o warrant				
	1990		1991		% variación importe	1990		1991		% variación importe
	Núm.	Importe	Núm.	Importe		Núm.	Importe	Núm.	Importe	
Total	72	707.765	71	1.007.169	42,3	4	49.928	2	13.500	-73,0
CLASE:										
Cédulas hipotecarias	30	286.750	36	347.900	21,3	—	—	—	—	—
Bonos y obligaciones	14	222.000	11	78.769	-64,5	3	9.928	2	13.500	36,0
Deuda subordinada	10	32.015	6	111.700	248,9	1	40.000	—	—	-100,0
Pagarés	18	167.000	18	468.800	180,7	—	—	—	—	—

Fuente: Banco de España.

6. Emisiones. Plazo medio por clase de activo

años

	Media ponderada de plazos de amortización					
	Total		Entidad			
			Entidades de depósito		Resto entidades de crédito	
	Período		Período		Período	
1990	1991	1990	1991	1990	1991	
Total	4,5	3,9	5,2	9,8	4,2	2,0
CLASE:						
Cédulas hipotecarias	5,3	3,1	4,2	3,0	6,0	3,2
Bonos y obligaciones	4,8	3,0	2,8	3,0	5,2	4,2
Deuda subordinada	8,1	18,2	8,1	18,2	—	—
Pagarés	1,2	1,1	—	—	1,2	1,1

Fuente: Banco de España.

En general, los bancos toman como referencia el MIBOR o bien algún índice de un grupo o del conjunto de los bancos, mientras que las cajas suelen referirse a índices de su colectivo o del mercado hipotecario. En 12 de las 19 emisiones, no se acota la variabilidad del tipo de interés; en las que establecen límites máximo y mínimo, el rango oscila entre dos y seis puntos porcentuales.

La atonía del mercado de valores, cuyo índice general —aun después de mejorar en algo menos de 7 puntos porcentuales respecto a 1990— se coloca 35 puntos por debajo del de 1989, explica la casi total ausencia de emisiones cuya rentabilidad última se ligue a la evolución de ese mercado. A ello habría que unir la pérdida de actualidad en los principales mercados internacionales de instrumentos como los «warrants», a consecuencia de la caída en las cotizaciones, lo que en algunos casos se ha traducido en un valor negativo del derecho. En las dos emisiones convertibles, las posibles ventajas de la conversión se concretan en un tipo inferior en un punto porcentual al tipo medio de ese valor.

5. VIDA DE LAS EMISIONES

El alargamiento en más de diez años de la vida media de la deuda subordinada contrasta con la reducción que sufre la de los restantes valores (cuadro 6). Lo dilatado del plazo de las primeras obedece a la proliferación de deuda perpetua (que en la estadística reciben un plazo de 20 años, ya que suelen presentar una cláusula de rescate opcional a ese plazo); esta preferencia se explica porque las perpetuas no están sujetas a un calendario de pérdida de computabilidad, o pueden utilizarse incluso cuando los recursos propios exceden de los necesarios en más de un 20 %. Por valores, el acortamiento más importante (26 meses) corresponde a las cédulas, que reflejan así la liberalización de plazos comentada, aunque la vida media del conjunto se sitúa todavía en los tres años. En cambio, la liberalización tiene menor impacto en los pagarés, pese a que se produjo mucho antes en el ejercicio y a que sólo 5 de las 18 emisiones tienen plazo superior al año. La vida media de los bonos se mantiene relativamente estable en bancos, y experimenta una reducción sustancial en las emisiones del ICO.

7. Número de emisiones. Distribución por plazos de amortización en 1991

	Total	Cédulas hipotecarias	Bonos y obligaciones	Deuda subordinada	Pagarés
Total	73	36	13	6	18
PLAZO:					
A menos de un año	15	2	—	—	13
De 1 a menos de 3 años	8	2	1	—	5
De 3 a menos de 5 años	36	28	8	—	—
De 5 a menos de 10 años	9	4	2	3	—
A más de 10 años	5	—	2	3	—

Fuente: Banco de España.

Como puede observarse en el cuadro 7, la mayor parte de las emisiones de cada instrumento se concentra en un determinado plazo, y las diferencias de plazos delimitan, más claramente que cualquier otra característica, uno y otro valor.

6. EMISIONES EN EL EXTERIOR

Las emisiones de deuda subordinada en divisas, que en ejercicios anteriores presentaban cierta importancia, al menos entre los grandes bancos, desaparecen casi por completo en 1991. A esa desaparición contribuye la mala situación de los principales mercados internacionales (Estados Unidos y, más aún, Japón) y la estrechez del propio mercado de deuda subordinada, que, internacionalmente, sólo resulta apetecible para un grupo muy restringido de inversores. De otra parte, en el ánimo de los emisores ha debido de pesar también la posibilidad de sustituir este instrumento por «acciones preferenciales no acumulativas» de sus filiales extranjeras. Estos valores, aún no regulados en España, gozan, en la normativa comunitaria, de la consideración de recursos propios básicos, por lo que están exentos de límites.

12-VI-1992.

La variabilidad de las magnitudes financieras en el período 1988-1992

Este artículo ha sido elaborado por Juan Ayuso, del Servicio de Estudios (1).

1. INTRODUCCION

En el Documento de Trabajo del Banco de España nº 9106, se analizó el efecto que la entrada de la peseta en el mecanismo de cambios del SME tuvo sobre la estabilidad de un conjunto de variables financieras relevantes. La conclusión principal que se desprendía de su lectura era que dicha entrada había tenido, en general, el efecto de reducir la variabilidad global de las mismas, en la medida en que vino acompañada de una reducción de las volatilidades, tanto del tipo de cambio como del tipo de interés, junto con una disminución de la intervención del Banco de España en el mercado cambiario. Por el contrario, la variabilidad de la cantidad de dinero se incrementó notoriamente.

Todo ello, sin embargo, se obtenía en un contexto que aconsejaba cierta cautela con respecto a una interpretación excesivamente optimista. Elementos destacados en ese contexto eran el reducido tamaño de la muestra para la etapa de pertenencia al SME y la existencia tanto de controles de capital como de limitaciones a la expansión del crédito bancario durante dicha etapa.

El objetivo de este artículo es el de replantear de nuevo las preguntas que entonces se hacían sobre los efectos de la entrada de la peseta en el mecanismo de cambios, pero con la novedad de contar con un intervalo muestral más dilatado, que incluye un período relativamente largo sin controles de crédito ni, apenas, controles de capital.

De acuerdo con ello, el resto del trabajo se estructura como sigue. En la sección 2, se recuerda someramente la metodología seguida en el mencionado trabajo, así como las variables concretas objeto del análisis. La sección 3 presenta los resultados de las nuevas estimaciones, comparándolas con las correspondientes al período anterior a junio de 1989. Finalmente, la sección 4 sintetiza las principales conclusiones del trabajo.

2. METODOLOGIA Y DATOS

El análisis de la variabilidad de una determinada serie temporal se lleva a cabo separando, en primer lugar, los componentes esperado y no esperado de dicha serie mediante su modelización ARIMA univa-

(1) Este artículo es una ampliación del Documento de Trabajo nº 9106, «Los efectos de la entrada de la peseta en el SME sobre la volatilidad de las variables financieras españolas», de Juan Ayuso, continuamente citado en el texto, y donde pueden encontrarse todas las referencias de interés.

riante, para estimar, a continuación, la varianza del componente no esperado (volatilidad), según la metodología GARCH.

Por lo que a los datos se refiere, se trabaja con frecuencia diaria (lunes a viernes) para el período 1.7.1989/22.5.1992, excepto para el agregado monetario, cuya muestra finaliza en 8.5.1992.

Las series analizadas son el tipo de cambio vendedor peseta/marco, como tipo de cambio representativo de la peseta frente al SME; el tipo vendedor peseta/dólar, como tipo representativo de la peseta frente a países no pertenecientes al SME; el tipo interbancario a tres meses; las intervenciones al contado en el mercado de la peseta y un agregado monetario (desestacionalizado), que supone alrededor del 90 % de ALP.

El lector interesado en la justificación del uso de esta metodología o de estas series puede encontrar en Ayuso (1991) explicaciones detalladas, así como las principales referencias bibliográficas.

Antes de pasar al capítulo de resultados, conviene recordar que la serie de intervenciones, dado su carácter no aleatorio, se analiza mediante dos estadísticos que tratan de recoger lo esencial del comportamiento del Banco de España en el mercado de la peseta: el porcentaje de días que interviene y la intervención (cuadrática) media.

3. RESULTADOS

El período muestral se ha dividido en dos subperíodos, con el 31.12.1990 como frontera entre ambos. Con ello se pretende, en cierto modo, separar los efectos que las dos limitaciones comentadas en la introducción (tamaño muestral y existencia de controles de crédito y de capital) pudieran tener sobre los resultados del trabajo anterior. Así, el subperíodo que abarca desde julio de 1989 a diciembre de 1990 puede considerarse como una simple extensión del considerado en su momento (con final en junio de 1990), y con su estudio se trataría de analizar la existencia o no de sesgos por tamaño muestral. La segunda etapa, sin embargo, presenta importantes cambios cualitativos con respecto a la etapa precedente, que se pueden resumir en la desaparición de los controles al crédito bancario y la considerable reducción de los controles de capital. Por tanto, con su estudio se pretende contrastar el posible efecto de tales controles sobre los resultados en Ayuso (1991).

El cuadro 1 muestra las estimaciones de los modelos de la varianza condicional de las distintas series para los mencionados subperíodos, junto con los contrastes de cambio estructural entre uno y otro. Asimismo, el cuadro 2 contiene las varianzas

1. Modelos para la varianza condicional h_t (a)

$h_t = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \beta_1 h_{t-1}$				
Serie	Coeficiente	Período		Contraste cambio estruc. (p-value)
		7/89-12/90	1/91-5/92	
Tipo de interés	α_0	0,06 E-04 (0,03 E-04)	2,75 E-04 (0,35 E-04)	0,00
	α_1	0,02 (0,01)	0,52 (0,08)	
	β_1	0,97 (0,01)	0,44 (0,05)	
Tipo de cambio peseta/marco	α_0	0,54 E-02 (0,14 E-02)	0,50 E-02 (0,35 E-02)	0,03
	α_1	0,17 (0,02)	0,06 (0,04)	
	β_1	0,72 (0,04)	0,75 (0,15)	
Tipo de cambio peseta/dólar	α_0	0,08 E-01 (0,05 E-01)	0,99 E-01 (0,89 E-01)	0,00
	α_1	0,02 (0,01)	0,05 (0,03)	
	β_1	0,96 (0,02)	0,78 (0,17)	
Agregado monetario	α_0	0,39 E-01 (0,02 E-01)	0,28 E-01 (0,02 E-01)	0,01
	α_1	0,21 (0,07)	0,29 (0,07)	

(a) Errores estándar, entre paréntesis.

2. Varianzas incondicionales estimadas σ^2

Serie	$\sigma^2 = \frac{\alpha_0}{1 - \alpha_1 - \beta_1}$			
	Período			
	1/84-12/87	1/88-6/89	7/89-12/90	1/91-5/92
Tipo de interés	0,090	0,011	0,001	0,007
Tipo peseta/marco	0,035	0,077	0,049	0,026
Tipo peseta/dólar	0,500	0,500	0,400	0,582
Cantidad de dinero	0,036	0,048	0,049	0,039

3. Evolución de la intervención del Banco de España

	Período			
	1/84-12/87	1/88-6/89	7/89-12/90	1/91-5/92
S ₁	92,5 %	32,9 %	17,90 %	12,67 %
S ₂	0,011	0,036	0,031	0,034

S₁: porcentaje de días con intervención sobre el total del período.
S₂: valor medio del cuadrado de las intervenciones.

incondicionales que de tales estimaciones se derivan, y el cuadro 3, la evolución de los estadísticos representativos de la intervención del Banco de España en el mercado de cambios. Los gráficos 1 a 4, por su parte, recogen la evolución temporal de las diferentes varianzas condicionales, mientras que el cuadro 4 presenta los valores de los umbrales para las mismas, expresión analítica del «suelo» que aparece en los mencionados gráficos y cuya intuición no es otra que el valor mínimo al que se tiende tras una racha suficientemente prolongada de noticias o innovaciones despreciables en los diferentes mercados. Los datos correspondientes al período anterior a julio de 1989 están extraídos directamente del trabajo anterior.

Del análisis conjunto de todos estos cuadros y gráficos se desprende una serie de conclusiones, que pueden resumirse como sigue:

En primer lugar, cabe concluir que la extensión de la muestra correspondiente al período posterior a la entrada y previo a la supresión de los citados controles (mediante la incorporación del período julio-diciembre de 1990) no modifica sustancialmente los resultados obtenidos en el trabajo anterior. Así, se constata, como se hacía en su momento, una reducción de la volatilidad del tipo de cambio peseta/marco. La varianza incondicional se reduce un 36,4 %; el umbral, un 40,6 %, y el gráfico 2 muestra cómo los valores de la varianza condicional son, en general, menores.

4. Umbrales estimados para la varianza condicional

Serie	Período			
	1/84-12/87	1/88-6/89	7/89-12/90	1/91-5/92
	$v = \frac{\alpha_0}{1 - \beta_1}$			
Tipo de interés	0,006	0,007	0,0002	0,0005
Tipo peseta/marco	0,015	0,032	0,019	0,020
Tipo peseta/dólar	0,140	0,140	0,200	0,450
Agregado monetario	0,034	0,032	0,039	0,028

Lo propio ocurre con la volatilidad del tipo de interés (99,1 % y 97,1 %, respectivamente), mientras que el agregado monetario se hace algo más volátil (aumentos del 2,1 % y del 21,9 % en la varianza incondicional y en el umbral). Es especialmente notorio el cambio en la evolución de la varianza condicional del tipo de interés. Como puede verse en el gráfico 1, dicho cambio marca un paréntesis en la misma, sobre el que se volverá más tarde.

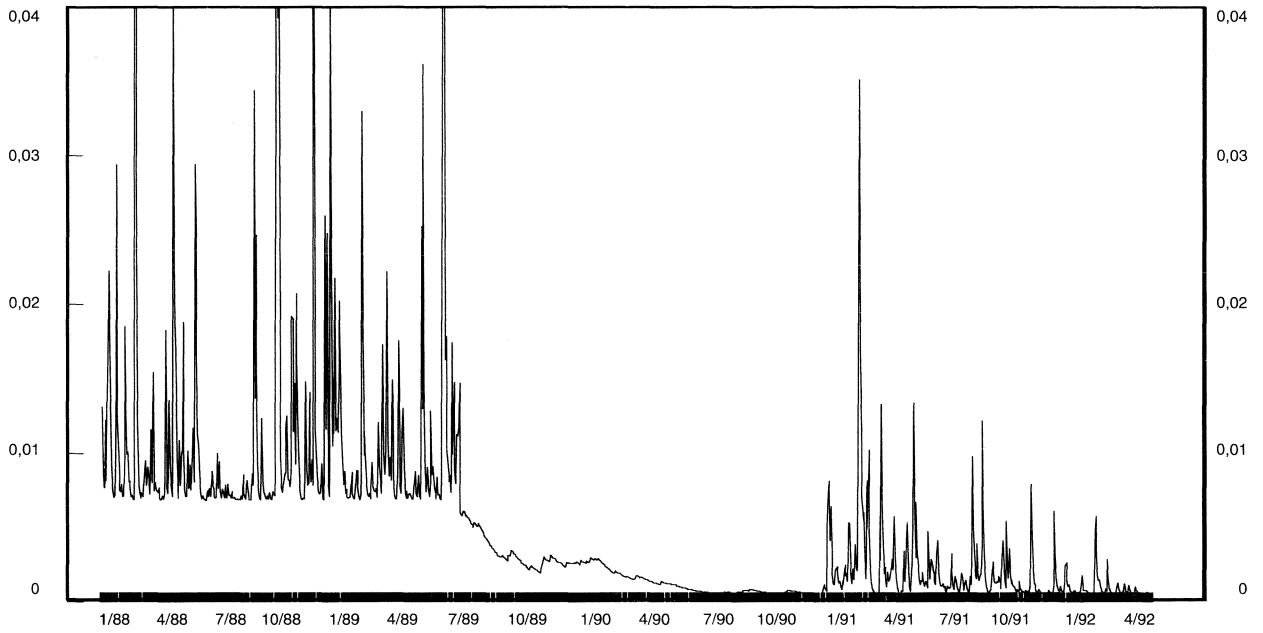
La evidencia con respecto al tipo de cambio peseta/dólar es mixta, según se comparen la varianza incondicional (que se reduce un 20 %) o el umbral (que crece un 42,9 %). Por su parte, el gráfico 3 apunta hacia una ligera reducción en los valores de la varianza condicional estimada.

Por último, se confirma la reducción en la frecuencia de las intervenciones del Banco de España en el mercado de la peseta, si bien ahora, además, se detecta una ligera reducción en la dimensión media de las mismas. Este último fenómeno indicaría que, en la etapa inmediatamente posterior a la entrada en el SME, las intervenciones fueron de cierta magnitud, quizá para afianzar la solidez del compromiso cambiario, comenzando desde entonces un proceso de paulatina disminución que venía a añadirse al proceso, también continuo, de menor frecuencia interventora.

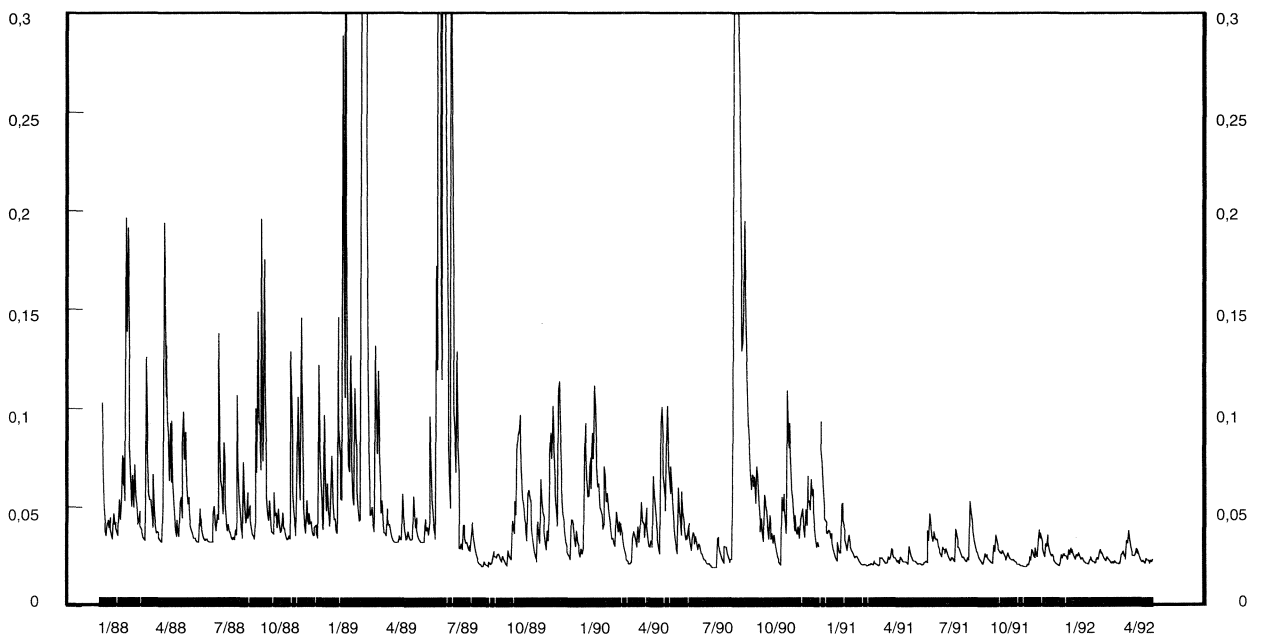
El segundo resultado de interés que se desprende de los cuadros y gráficos anteriores es la existencia de un cambio, más o menos notorio según las series, en el comportamiento de las diferentes varianzas condicionales, a partir de la supresión de los controles de crédito y de capital. En particular, la volatilidad de los tipos de interés aumenta de modo considerable. El gráfico 1 constituye, quizá, la evidencia más destacada al respecto, corroborada por la comparación tanto de las varianzas incondicionales como de los umbrales. Con todo, el nuevo «nivel» de variabilidad continúa por debajo del correspondiente a la etapa previa al ingreso en el SME, por lo que cabe concluir que, si bien los distintos controles parecen haber exagerado el efecto de dicho ingreso, éste ha sido, pese a todo, positivo, en tanto que ha provocado un aumento de la estabilidad del tipo de interés. Sin embargo, la contundencia del cambio de la estructura estocástica en el período entre julio y diciembre de 1990, tanto con respecto a la etapa precedente como con respecto al período 1991-1992, requiere un análisis más detallado de las posibles vías por las que han actuado esos controles, lo cual sobrepasa los objetivos de este trabajo.

En lo que a los tipos de cambio se refiere, se constata un ligero descenso en la volatilidad del tipo peseta/marco, que viene a sumarse al registrado en el período 1989-1990, con reducciones tanto de la varianza incondicional (46,7 %) como de la varianza

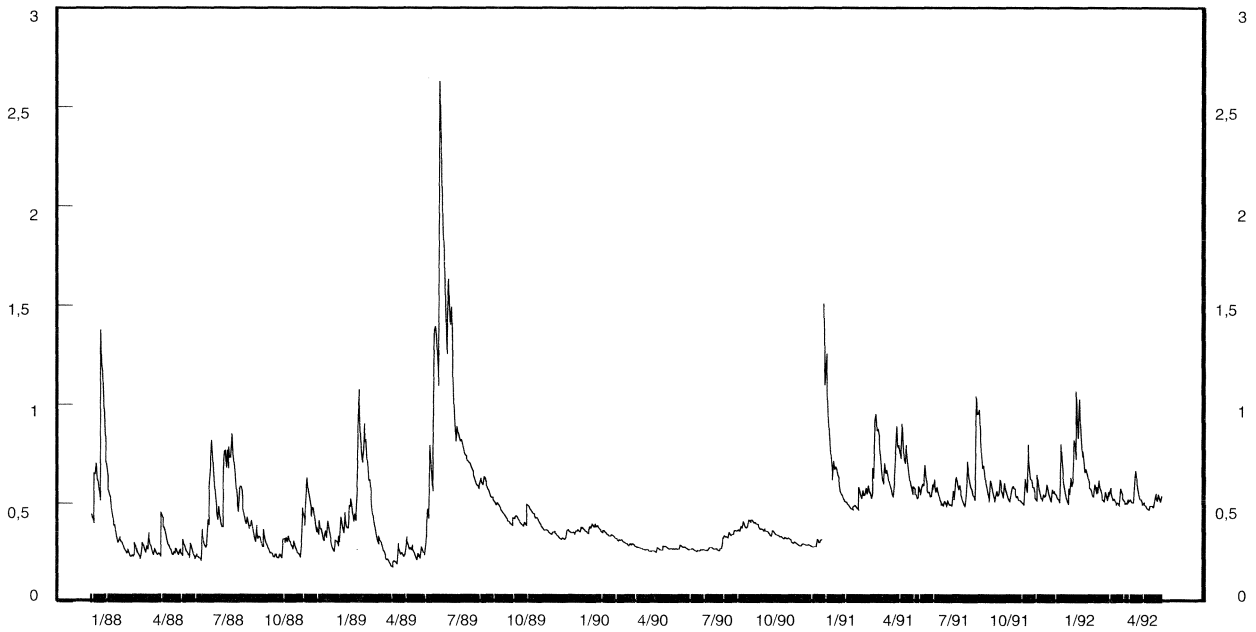
1. Varianza condicional estimada: tipo de interés



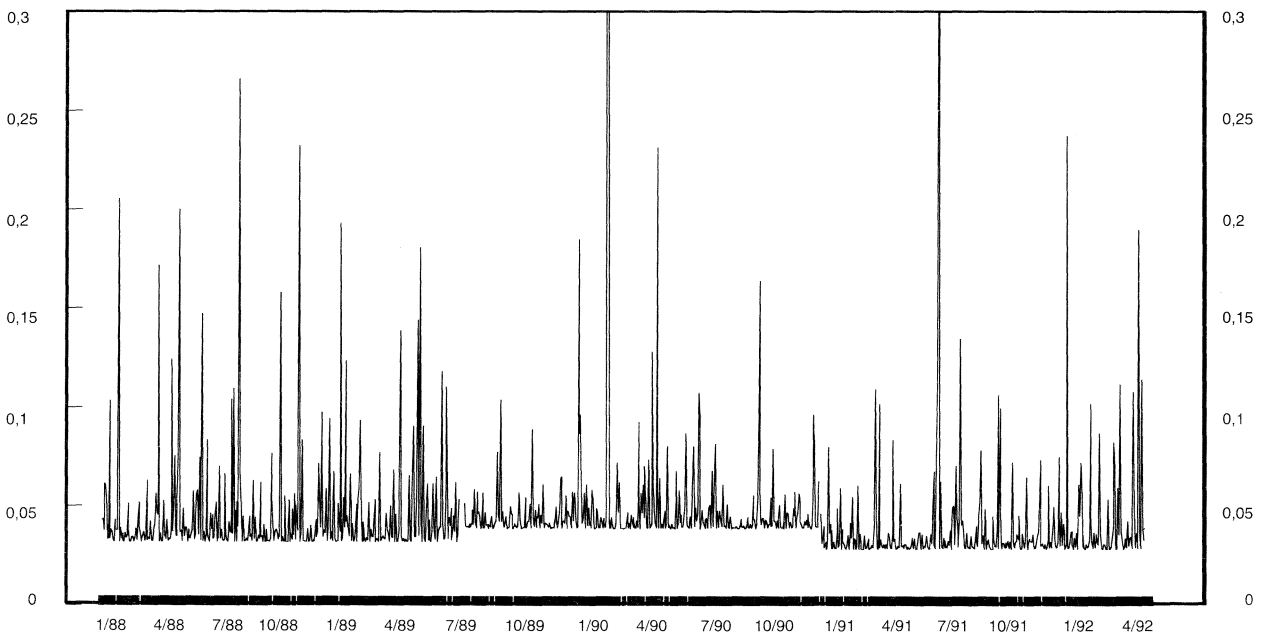
2. Varianza condicional estimada: tipo de cambio peseta/marco



3. Varianza condicional estimada: tipo de cambio peseta/dólar



4. Varianza condicional estimada: agregado monetario



condicional estimada (véase el gráfico 2), aunque el umbral aumenta un 5,3 %. Como contrapartida, se detecta un aumento de la variabilidad en el tipo de cambio frente al dólar, cualquiera que sea el criterio de comparación que se adopte.

La volatilidad de la cantidad de dinero, por su parte, se reduce en esta última etapa, situándose en unos niveles inferiores, incluso, a los correspondientes a la etapa previa al ingreso. La varianza incondicional se reduce un 28,2 %, y el umbral, un 20,4 %.

Finalmente, la evolución de la intervención en el mercado de la peseta sigue las pautas marcadas tras el ingreso, en lo relativo a la frecuencia de intervención —que nuevamente se reduce—, al tiempo que el tamaño medio de la misma se incrementa ligeramente, si bien se mantiene aún por debajo del nivel correspondiente al período anterior a junio de 1989.

En definitiva, los resultados anteriores modifican sólo ligeramente las conclusiones obtenidas en Ayuso (1991). En particular, si se presta atención al período que comienza en 1991 y culmina en mayo del presente año, donde no cabe hablar ya ni de controles de crédito interno ni de controles de capital importantes, y se compara con la etapa anterior al ingreso de la peseta, se constatan reducciones de volatilidad, tanto en el tipo de cambio frente al marco como en el tipo de interés y en el agregado monetario amplio; asimismo, se detecta una reducción considerable en la frecuencia de las intervenciones cambiarias y algo menor en su tamaño medio. La única posible transferencia de volatilidad ha tenido lugar hacia el tipo de cambio frente al dólar. Los gráficos 1 a 4, que incluyen las series de varianza condicional estimada desde enero de 1988, son bastante ilustrativos al respecto.

Para concluir esta sección de resultados, tiene interés replantear aquí un comentario del trabajo anterior, en relación con el cambio progresivo en la instrumentación de la política monetaria en el corto plazo. Se argumentaba entonces que el abandono de los Activos de Caja como variable instrumental en favor del tipo de interés a muy corto plazo podría justificar la transferencia de variabilidad desde los tipos de interés hacia la cantidad de dinero que las diferentes estimaciones reflejaban.

Contemplado ahora el período 1984-1992 en su totalidad, es preciso matizar ese comentario. Los resultados actuales corroboran la existencia de una importante reducción en la inestabilidad del tipo de interés, sea cual sea el criterio de comparación que se utilice (véase el gráfico 2.1, en el Documento de Trabajo 9106, para la evolución de la varianza condicional entre 1984 y 1987). Sin embargo, las conclusiones con respecto a la evolución de la volatilidad de la cantidad de dinero son ahora mucho menos categó-

ricas que antes. Así, mientras que la varianza incondicional se incrementa en torno a un 8,3 % (frente al 92,2 % de reducción que experimenta el tipo de interés), el umbral se reduce en un 17,6 %, y la comparación, a partir de los gráficos de las varianzas condicionales estimadas, no es, en modo alguno, concluyente.

En realidad, la mencionada transferencia parece circunscribirse al período entre julio de 1989 y diciembre de 1990, donde la varianza condicional del tipo de interés sufre un cambio importante en su estructura. Existe una fuerte tentación a relacionar este fenómeno con el control al crecimiento del crédito bancario, pero la relación entre uno y otro no es inmediata, debido, entre otras cosas, a las inevitables incertidumbres que rodean siempre las medidas de política monetaria claramente excepcionales y atípicas. En todo caso, la brusquedad del cambio es suficientemente llamativa para abrir un interrogante, cuya resolución, como se comentó con anterioridad, queda fuera de los objetivos de este trabajo.

4. CONCLUSIONES

En Ayuso (1991), se avanzaba que el ingreso de la peseta en el SME había aumentado, en general, la estabilidad de un conjunto de variables financieras relevantes, seleccionadas de acuerdo con un modelo teórico concreto. Sin embargo, el período muestral post-ingreso disponible (algo menos de un año) y la existencia durante el mismo de controles tanto al crédito bancario como a los movimientos internacionales de capitales arrojaban ciertas notas de necesaria cautela sobre tales resultados.

La posibilidad de ampliar el tamaño muestral hasta hoy, incluyendo, además, una etapa suficientemente dilatada de ausencia de controles, aconsejaba repetir, en este nuevo contexto, las preguntas que entonces se hacían.

Repetido el análisis y separando los datos anteriores a 1991 de los correspondientes a ese año y al siguiente, se concluye, en primer lugar, que el aumento de la muestra para la etapa de pertenencia al SME y de existencia de controles no modifica los resultados obtenidos entonces, excepto, quizá, en lo relativo al tamaño medio de las intervenciones cambiarias, probablemente sobrestimado con anterioridad.

Por otro lado, la eliminación de los controles vino acompañada de un aumento de la variabilidad del tipo de interés y del tipo de cambio de la peseta frente al dólar, y de una reducción de las variabilidades correspondientes a la cantidad de dinero y al tipo de cambio peseta/marco. Las intervenciones se redujeron en número y aumentaron ligeramente de tamaño.

La conclusión general, por tanto, es que la inestabilidad de la cantidad de dinero, del tipo de interés y del tipo de cambio frente al SME, así como la intervención en el mercado de cambios, se han reducido tras el ingreso en el SME y la posterior eliminación de los controles al crecimiento del crédito y a los movimientos de capital. Como contrapartida, parece haber existido una cierta transferencia de variabilidad hacia el tipo de cambio frente a países no pertenecientes al SME, representado por el tipo peseta/dólar.

A la luz del modelo teórico expuesto en el mencionado trabajo, los resultados anteriores indicarían que el cambio registrado en el esquema de control monetario a corto plazo —con la estabilización del tipo de cambio y del tipo de interés como elemento central en dicho esquema— ha venido acompañado más por una reducción del ruido global en el sector financiero que por una transferencia del mismo desde unas variables hacia otras (cantidad de dinero e intervenciones en el mercado de cambios, en este caso).

24-VI-1992.

Alternativas de financiación en pesetas de las entidades de crédito residentes: 1982-1992

Este artículo ha sido elaborado por Aurora Alejano y Eloísa Ortega, del Servicio de Estudios.

1. INTRODUCCION

La liberalización total de los movimientos de capital entre España y el exterior, a partir de febrero de 1992, introdujo como principal novedad operativa la posibilidad, para los residentes españoles, de mantener depósitos en divisas y en pesetas en bancos no residentes (1). El levantamiento de esta restricción reviste especial importancia, dadas sus implicaciones en términos de aumento de las posibilidades de ataque especulativo en contra de la divisa nacional (si el depósito está denominado en moneda extranjera), de pérdida de información y de control monetario, así como de desviación del negocio bancario hacia el exterior (en los dos últimos casos, si el depósito está denominado en moneda nacional). De hecho, en los esquemas de abolición de los controles de cambios, aplicados por la mayoría de los países industrializados, la eliminación de esta restricción ha constituido uno de los últimos escalones liberalizadores.

En este artículo, se trata de analizar las implicaciones que se derivan de la posibilidad de mantener depósitos en pesetas en bancos no residentes, en términos de modificación en las vías de obtención de financiación en pesetas por los bancos residentes, de arbitraje entre los tipos de interés asociados y de segmentación del mercado de la peseta.

Para ello, en el segundo apartado, se describen, para un período relativamente amplio (1982-1991), las vías a través de las cuales la banca residente ha obtenido financiación en pesetas en presencia de condiciones cambiantes, tanto por lo que se refiere a la propia coyuntura económica (grado de restricción monetaria, situación de la balanza de pagos, expectativas sobre el tipo de cambio de la peseta, etc.) como a las distintas restricciones impuestas sobre los movimientos de capital con el exterior, que determinaron una evolución anómala del mercado a plazo de la peseta, y, por tanto, diferencias importantes en los costes implícitos de las distintas vías de financiación bancaria.

En el tercer apartado, se analiza la repercusión de la liberalización total de los movimientos de capital con el exterior sobre las vías de obtención de financiación en pesetas por parte de las entidades residentes, así como su contribución al proceso de normalización de los mercados interno y externo de la peseta.

(1) Nótese que el resto de medidas liberalizadoras suponía la ampliación de posibilidades operativas ya existentes antes de la liberalización: podían contratarse préstamos financieros, pero no a corto plazo; podían adquirirse instrumentos en mercados monetarios españoles, pero no si estos mercados no estaban organizados, etc.

Por último, se presentan las principales conclusiones que se desprenden del análisis realizado.

2. VIAS ALTERNATIVAS DE OBTENCION DE LIQUIDEZ EN PESETAS DE LAS ENTIDADES RESIDENTES: 1982-1991

En el período comprendido entre los años 1982 y 1991, las entidades residentes han dispuesto, entre otras, de tres vías de financiación en pesetas alternativas a las operaciones habituales con la clientela residente no bancaria. Por una parte, el mercado interbancario de depósitos, y, por otra, a través de los no residentes, mediante los depósitos en pesetas convertibles y mediante la realización de operaciones «swap» (2).

La financiación en pesetas entre bancos residentes ha constituido la vía tradicional de obtención de liquidez en pesetas por parte del sistema bancario, cuya única limitación venía impuesta por la oferta de activos de caja del Banco de España en sus operaciones de intervención en el mercado monetario.

Por su parte, la financiación en pesetas a través de la clientela no residente ha dependido, por una parte, de la preferencia, en cada momento, de los no residentes de mantener activos en pesetas, y, por otra, de la demanda relativa de liquidez en pesetas por parte de la banca residente. Ambas decisiones han estado condicionadas por el carácter de la política monetaria aplicada y por las diferentes medidas de control de cambios vigentes en el período. Todo ello configuró, a lo largo del período analizado, un conjunto de operaciones de arbitraje entre los tipos de interés internos y externos de la peseta, que se desarrolla en detalle a lo largo de este epígrafe.

En el cuadro 1, se presenta el volumen de financiación en pesetas obtenido por las entidades, entre los años 1982 y 1991, a través de las tres vías enunciadas. Como se observa en dicho cuadro, entre los años 1982 y 1986 las dos vías disponibles para la obtención de liquidez en pesetas fueron el mercado interbancario de depósitos y las cuentas de pesetas convertibles de los no residentes, ambas exentas del coeficiente de caja. A partir de 1987, la aplicación de una normativa más liberal sobre la asunción de riesgos de cambio por parte del sistema bancario, que permitió por primera vez su endeudamiento ilimitado en moneda extranjera, aunque sometido a ciertos

(2) Un «swap» de divisas es una operación en la que se combinan simultáneamente una transacción al contado y una transacción a plazo: una moneda es comprada y vendida simultáneamente, pero las fechas de entrega para la compra y la venta son diferentes. Una descripción detallada de la operatoria «swap» puede encontrarse en A. Alejano, «Operaciones «swap» con no residentes: 1987-1991», en *Boletín Económico*, marzo 1992.

1. Vías alternativas de financiación en pesetas de las entidades

	Mercado interbancario (a)	Depósitos en pesetas de no residentes (b)	Posición de contado (c)
1982	280	71	-41
1983	245	86	-6
1984	386	238	-11
1985	346	-4	-96
1986	836	157	-18
1987	915	44	195
1988	504	154	208
1989	1.729	47	123
1990	1.278	402	491
1991	1.312	85	-119

Fuente: Banco de España.

- (a) Oferta de activos de caja del Banco de España.
 (b) Las variaciones en las cuentas de pesetas convertibles no sólo responden a movimientos de entrada o de salida de capital, sino también al trasvase de fondos entre instrumentos denominados en pesetas. No obstante, esta serie permite medir, aunque de manera aproximada, la importancia de dichas cuentas como vía de entrada de capital especulativo a corto plazo.
 (c) Aunque la posición de contado de las entidades recoge variaciones correspondientes a operaciones por cuenta corriente y por cuenta de capital, esta serie se utiliza como medida aproximada de las operaciones de captación de recursos a corto plazo, vía «swap». Un signo positivo indica captación de fondos a través del endeudamiento en moneda extranjera.

controles de carácter prudencial, posibilitó una nueva vía de financiación en pesetas a través de las operaciones «swap».

En la primera parte de la década de los ochenta, la demanda de depósitos en pesetas por parte de no residentes respondió a diferentes motivos:

En primer lugar, la toma de posiciones de pesetas en el plazo por parte de importadores no residentes generó, asimismo, una demanda de depósitos en pesetas convertibles. Durante los años 1982 y 1983, la adversa situación de la economía española generó importantes expectativas de depreciación del tipo de cambio de la peseta, aunque inferiores al descuento que traducía el elevado diferencial de intereses entre la peseta y la moneda extranjera (3) (ver gráfico 1). Ello supuso una notable demanda de pesetas a plazo por parte de los no residentes, en previsión de futuros pagos en pesetas. La cobertura del riesgo de cambio en el mercado de contado por parte de la entidad financiera no residente, con su contrapartida residente, permitía a la segunda la obtención de liquidez en pesetas mediante la venta de las divisas en el mercado de contado.

A partir del año 1984, la mejora en la posición financiera de España frente al exterior, implícita en el

(3) A lo largo de este artículo, se utiliza como divisa de comparación el dólar americano, única moneda para la que existe un mercado a plazo de la peseta desarrollado.

superávit de balanza de pagos, junto con la intensa apreciación de la peseta frente al dólar, aumentó el atractivo de este tipo de inversión para los no residentes, los cuales comenzaron a tomar posiciones en pesetas en el contado para arbitraje de intereses. Estas operaciones eran a muy corto plazo, generalmente, entre una entidad residente y una entidad financiera no residente, y se instrumentaban a través del mercado de contado bajo la forma de un depósito.

Estas operaciones de arbitraje entre los años 1984 y 1986, en ausencia de restricciones a las entradas de capital, se tradujeron en un progresivo acercamiento del descuento de la peseta al diferencial de intereses, hasta igualarse, prácticamente, en 1986 (ver gráfico 1). En este período, en el que la cotización a plazo de la peseta traducía, prácticamente, el diferencial de intereses, surgió una nueva operación de generación de saldos en pesetas convertibles. Dicha operación consistía en la financiación en pesetas de la banca extranjera, como medio de suministrar fondos en pesetas a sus sucursales en España, ante la limitación vigente para la captación de recursos en pesetas fuera del mercado interbancario interno (4), con cobertura del riesgo de cambio (5).

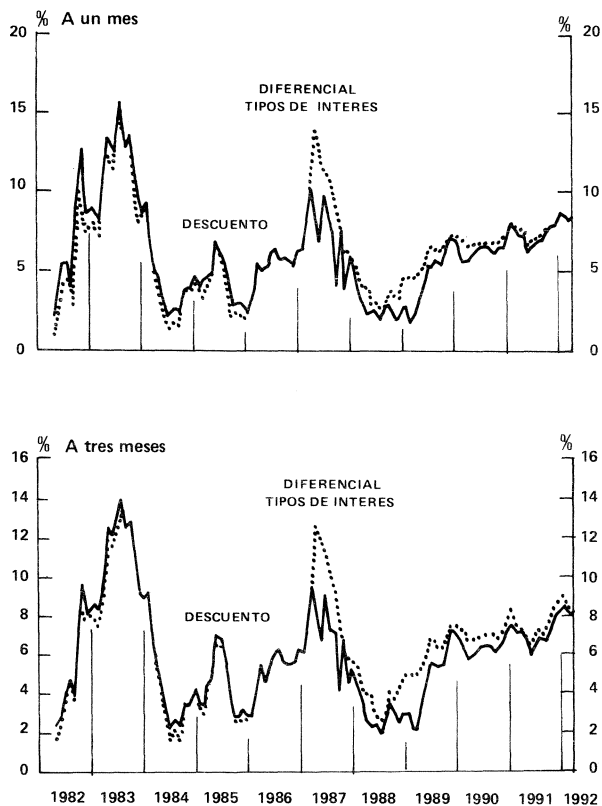
Las sucursales extranjeras residentes obtenían liquidez mediante la realización de dos operaciones «swap» de sentido inverso. La primera, con la matriz extranjera a la que compraban moneda extranjera al contado contra pesetas convertibles, y simultáneamente le vendían dicha moneda extranjera a plazo contra pesetas convertibles. La segunda, con otra entidad residente, por la cual le vendían la moneda extranjera al contado contra pesetas, y simultáneamente le compraban la moneda extranjera a plazo contra pesetas.

Las operaciones hasta aquí enunciadas permitían a las entidades residentes obtener financiación en pesetas a través de los pasivos en pesetas de no residentes. Así, entre los años 1982 y 1986, la financiación a través de los depósitos en pesetas convertibles supuso el 21 % de la financiación total, mientras que la financiación interbancaria interna fue del 79 %. Además, y como se observa en el cuadro 2, donde se presenta el coste alternativo de financiación en pesetas a través de las tres vías enunciadas,

(4) El Real Decreto 1388/1978, de 23 de junio, establecía ciertas restricciones sobre la operativa de estos bancos. A efectos de este artículo, la más significativa era la que limitaba la financiación ajena no interbancaria captada en el mercado interior al 40 % de sus inversiones en valores y créditos a entidades españolas, más los activos de cobertura del coeficiente de caja.

(5) La CBE nº 4/1981, de 30 de enero, sobre mercado a plazo de divisas, sólo autoriza a la banca la cobertura a plazo de los saldos de depósitos en pesetas convertibles mantenidos, quedando prohibida la cobertura del riesgo de cambio del principal e intereses de préstamos en divisas.

1. Descuento de la peseta y diferencial de tipos de interés



Fuente: Banco de España.

el tipo de interés al que las entidades residentes remuneraban los depósitos en pesetas convertibles era equivalente al tipo tomador del mercado interbancario, dado que dichos depósitos no estaban sujetos al coeficiente de caja, y, asimismo, la entidad residente que adquiría las divisas podía venderlas en el mercado y colocar su contrapartida a un tipo de interés superior, mediante su préstamo a un residente.

Por otra parte, este tipo tomador en el mercado interbancario de Madrid era, prácticamente, igual al tipo tomador de la europeseta, dada la inexistencia de restricciones a la apertura de depósitos de pesetas convertibles por parte de no residentes (6).

(6) No ocurría lo mismo en el caso del tipo interbancario de oferta, donde las restricciones existentes sobre préstamos en pesetas a no residentes y sobre ventas a plazo de divisas contra pesetas a no residentes implicaban un tipo de oferta, en el mercado de Madrid, inferior al tipo de oferta de la europeseta. Un análisis sobre la formación de precios en el euromercado se encuentra en el artículo: «El mercado de eurodepósitos en pesetas y la liberalización de los movimientos de capital». Análisis nº 51, abril-mayo 1992.

2. Coste y rentabilidad alternativa de financiación e inversión, respectivamente, para la entidad y el no residente (3 meses)

	Tipo implícito «swap»	Entidad: coste alternativo de financiación. Mercado interbancario	No residente: rentabilidad alternativa de inversión. Depósitos en pesetas convertibles
	(a)	(b) (c)	(d)
1982	...	16,63	16,63
1983	...	19,85	19,85
1984	...	14,75	14,75
1985	...	12,01	12,01
1986	...	11,46	11,46
1987	14,21	15,98	12,91
1988	11,09	11,80	9,72
1989	13,76	15,18	12,39
1990	14,61	15,29	13,90
1991	12,92	13,39	12,72

Fuente: Banco de España.

- (a) El tipo implícito del «swap» está calculado como la suma del tipo de interés del dólar y el descuento a plazo de la peseta.
 (b) El dato para el año 1982 incorpora información desde mayo.
 (c) Entre 1982 y 1986, es el tipo interbancario de demanda. A partir de 1987, es el tipo interbancario de oferta.
 (d) Entre 1982 y 1986, es el tipo interbancario de demanda. A partir de 1987, es el tipo interbancario de oferta, menos el coeficiente de caja vigente en cada momento.

A principios de 1987 (7), la liberalización de la toma y colocación de fondos en moneda extranjera, así como en lo relativo a la asunción de riesgos por parte de las entidades bancarias, abrió una nueva vía alternativa a las entidades para obtener financiación en pesetas, a través del mercado de divisas, mediante la realización de operaciones «swap» con no residentes. El desarrollo de la operativa «swap» al amparo de la anterior circular, que permitió, por primera vez, el mantenimiento de posiciones cortas divisa/peseta, tanto en el contado como en el plazo, consistió en la adquisición, por parte de la entidad residente, de pesetas contra moneda extranjera al contado, y la venta simultánea de dichas pesetas a plazo. A diferencia de la vía del mercado de depósitos, descrita anteriormente, en que la posición en divisas de las entidades no variaba, en este último caso las entidades asumen una posición corta de divisas en el contado.

Esta nueva vía de obtención de liquidez en pesetas sustituyó, a partir del segundo trimestre del año, a las cuentas en pesetas convertibles, cuyo saldo experimentó una importante disminución, como consecuencia de las medidas de control de cambios que redujeron e incluso anulaban, en algunos casos, su

(7) CBE nº 1/1987, por la cual se permitió el mantenimiento de posiciones abiertas, tanto deudoras como acreedoras, y se ampliaron, significativamente, los límites de las posiciones largas.

rentabilidad (8). Tales medidas consistieron en la aplicación, en un primer momento, del coeficiente de caja sobre los incrementos de los saldos de pesetas convertibles (9), y, posteriormente, en la aplicación del coeficiente de caja sobre la totalidad de los saldos de pesetas convertibles (10) y en la prohibición del pago de intereses a las cuentas de pesetas convertibles con saldos superiores a diez millones de pesetas (11).

Como se observa en el cuadro 2, el coste de obtención de liquidez en pesetas a través del «swap» era inferior al correspondiente al tipo de oferta del mercado interbancario (equivalente al de las cuentas en pesetas convertibles), dado que, mediante esta operación del mercado de divisas, las entidades residentes podían eludir el coeficiente de caja. Sin embargo, el tipo implícito del «swap» (tipo de interés del depósito en dólares, más el descuento a plazo de la peseta) no traducía el coste, en términos estrictos, del coeficiente de caja, como consecuencia de la caída en el descuento de la peseta, que se situó por debajo del diferencial de intereses.

Esta situación en el mercado a plazo de la peseta (12) se fue agudizando a mediados de 1987, cuando la introducción de restricciones sobre el endeudamiento en moneda extranjera de las entidades (13), junto con la fuerte demanda de pesetas a plazo por parte de no residentes, se tradujo en una caída aún mayor de los puntos de descuento de la peseta (14).

Así pues, mediante la vía «swap», las entidades residentes pudieron financiarse durante 1987 a un coste sensiblemente inferior (1,7 puntos porcentuales) al del mercado interbancario (ver cuadro 2).

Esta situación anómala en el mercado a plazo de la peseta comenzó a suavizarse a finales de dicho año, observándose un progresivo acercamiento entre

(8) A partir de este momento, las entidades residentes dejaron de cotizar el tipo de demanda de depósitos en pesetas convertibles.

(9) CBE nº 4/1987, de 11 de marzo.

(10) CBE nº 12/1987, de 22 de abril.

(11) CBE nº 13/1987, de 28 de abril.

(12) En J. L. Alzola, «La cotización a plazo de la peseta y las entradas de capital», en *Boletín Económico*, marzo 1989, se analiza la evolución del descuento de la peseta en los años 1987 y 1988.

(13) CBE nº 12/1987, de 22 de abril: aplicación del coeficiente de caja sobre los incrementos del endeudamiento neto en divisas.

CBE nº 13/1987, de 28 de abril: recomendación del Banco de España a las entidades para que reduzcan su posición corta de divisas en el contado.

Oficio-circular de 12 de junio de 1987: se prohíbe la realización o renovación de operaciones en divisas que amplíen los saldos deudores en moneda extranjera.

(14) Esta reducción del descuento de la peseta, que se produjo tanto en Londres como en Madrid, supone un encarecimiento de la venta de pesetas a plazo, dado que las entidades residentes pagan un menor tipo de interés sobre su endeudamiento en divisas.

el diferencial de intereses y el descuento de la peseta durante 1988 y a partir de la segunda mitad de 1989, que determinó la aproximación del tipo implícito del «swap» al tipo de oferta interbancario interno.

La normalización del mercado a plazo de la peseta estuvo, inicialmente, favorecida por la menor presión que ejercieron, vía «swap», los no residentes, una vez que dispusieron de instrumentos alternativos en pesetas de alta rentabilidad, tales como letras del Tesoro y deuda pública a medio y largo plazo. Asimismo, la disminución en el diferencial de intereses durante 1988 y, especialmente, la reducción de la prima riesgo de la peseta a raíz de la incorporación al mecanismo de estabilidad cambiaria del SME, en junio de 1989, fueron factores fundamentales a la hora de explicar la aproximación del descuento de la peseta al diferencial de intereses. Hay que señalar que este proceso de aproximación se vio interrumpido, en la primera parte de 1989, como consecuencia del endurecimiento de las restricciones sobre los incrementos de las posiciones cortas de divisas en el contado (15).

En el período 1987-1989, la financiación interbancaria interna supuso el 81 % de la financiación total, mientras que la obtenida vía depósitos en pesetas convertibles fue del 6 %, y la correspondiente a operaciones «swap», del 13 %. Estos porcentajes señalan que las medidas de control de cambios impuestas en estos años limitaron la obtención de liquidez en pesetas a través de no residentes por parte de las entidades bancarias, en especial si se compara con lo que ocurriría en el año 1990.

En efecto, a partir de 1990, ambas vías de financiación experimentaron un auge muy importante, tras la liberalización de algunas medidas de control de cambios (16), llegando a suponer en torno al 42 % de la financiación total en ese año. La elevada demanda de pesetas a plazo por parte de los no residentes, localizada entre los meses de diciembre de 1989 y mayo de 1990, redujo el descuento de la peseta y amplió la brecha con el diferencial de intereses. Sin embargo, a partir del mes de julio, la menor presión ejercida sobre la cotización a plazo de la peseta —como consecuencia, en un primer momento, de la incertidumbre generada tras la crisis del Golfo, que se tradujo en ciertas salidas de capital, y, posteriormente, por el importante desplazamiento de las

inversiones de no residentes hacia instrumentos de deuda pública a medio y largo plazo (17)— permitió, de nuevo, la aproximación gradual entre el descuento de la peseta y el diferencial de intereses. Como se observa en el cuadro 2, el coste diferencial de las operaciones «swap» respecto al interbancario interno y los depósitos en pesetas convertibles era de 0,7 puntos porcentuales, frente a los 1,3 puntos porcentuales que se mantuvieron, en promedio, entre los años 1987-1989.

Por el contrario, durante 1991, las entidades residentes apenas obtuvieron liquidez en pesetas a través de los no residentes. Ello encuentra su explicación en el importante desplazamiento de las inversiones de no residentes desde depósitos en pesetas convertibles y «swaps» hacia títulos de deuda pública a medio y largo plazo, ante la posibilidad de importantes ganancias de capital (18).

Durante este año, el descuento de la peseta interna y externa continuó reflejando, prácticamente, el diferencial de intereses (19), si bien era ligeramente superior en el euromercado, ante las restricciones vigentes sobre las colocaciones de pesetas en el exterior. Sin embargo, el anuncio, en el mes de septiembre de dicho año, de la liberalización de los controles de cambios fue acercando progresivamente el tipo de oferta de pesetas del euromercado al tipo de oferta del interbancario interno. Ello reflejaba la expectativa de las entidades residentes en torno a la posible supresión del actual límite sobre la posición corta vencida, que, finalmente, no se produjo, aunque, como se verá a continuación, esta limitación se ha podido eludir mediante la realización de determinadas operaciones.

3. VIAS DE OBTENCION DE LIQUIDEZ EN PESETAS Y NUEVAS POSIBILIDADES DE ARBITRAJE DESPUES DE LA LIBERALIZACION PLENA DE LOS MOVIMIENTOS DE CAPITAL ENTRE ESPAÑA Y EL EXTERIOR

Las vías para la obtención de financiación en pesetas por parte de las instituciones bancarias españolas, tras la plena liberalización de los movimientos de capital con el exterior, son equivalentes a las que existían bajo el régimen normativo anterior.

(15) CBE nº 1/1989, de 31 de enero: establece un depósito previo del 20 %, sin remunerar, sobre los incrementos de la posición corta vencida de las entidades.

(16) CBE nº 17/1989, de 23 de noviembre: suprime la obligación del depósito previo del 20 %, impuesto en enero del mismo año.

Orden del 12 de marzo de 1990: se restablece la posibilidad de pagar intereses sobre las cuentas de pesetas convertibles.

CBE nº 2/1990, de 27 de febrero: se reduce el coeficiente de caja del 17 % hasta el 5 %.

(17) Orden del 12 de marzo de 1990, por la que se autoriza la adquisición temporal de deuda pública a no residentes.

(18) Durante los primeros meses de 1991, los no residentes realizaron adquisiciones temporales de deuda pública financiadas mediante «swaps», lo que supuso que, a diferencia de años anteriores, fueran oferentes de pesetas a plazo en lugar de demandantes.

(19) El descuento de la peseta era ligeramente inferior al diferencial de intereses, como consecuencia del mantenimiento del límite sobre la posición corta vencida.

Sin embargo, la oferta relativa de pesetas en el euromercado ha aumentado considerablemente, tras la eliminación de la restricción que impedía a los residentes españoles mantener depósitos en pesetas en bancos no residentes. En efecto, la desaparición de esta restricción y los movimientos de deslocalización de depósitos que ha generado han aumentado el montante de fondos a partir de los cuales las entidades residentes pueden obtener liquidez en pesetas, vía depósitos en pesetas convertibles o vía «swap» (20).

Por otra parte, se han modificado las condiciones bajo las cuales se realiza el arbitraje de tipos de interés asociado a cada una de estas vías de financiación. En primer lugar, el incremento en el saldo de pesetas disponibles en el euromercado debería traducirse en una disminución del tipo de oferta de la europeseta. Asimismo, y aun cuando el límite a la posición corta vencida de las entidades continúa en vigor (21), su efectividad se ha reducido considerablemente tras las últimas medidas liberalizadoras de control de cambios, pues la ampliación en la gama operativa de las entidades de depósito ha permitido el diseño de operaciones que posibilitan la obtención de financiación en pesetas no sometida al coeficiente de caja, vía «swap», sin incidir sobre la posición corta vencida de las entidades (22).

La vigencia del límite, tras la liberalización, impide la elusión generalizada del coeficiente de caja, lo que debe reflejarse, no obstante, en el mantenimiento de dos mercados para la peseta —externo e interno—, con tipos de interés distintos. Su menor efectividad, sin embargo, debe repercutir en una mayor aproximación del nivel del tipo de interés de la europeseta al nivel del interbancario (peseta interna) (23).

Por otra parte, el aumento de las posibilidades de elusión del coeficiente de caja podría poner en mar-

cha un proceso de salida de pesetas hacia el euromercado, cuya detención requeriría el incremento en la rentabilidad relativa ofrecida por los depósitos de no residentes en bancos españoles, lo que, a su vez, sólo podría producirse mediante la reducción del coeficiente de caja o la disminución del nivel absoluto de los tipos domésticos.

En definitiva, la plena liberalización de los movimientos de capital entre España y el exterior debería generar un proceso de aproximación entre los tipos de interés asociados a cada una de las vías de obtención de financiación en pesetas —euromercado, interbancario y depósitos en bancos residentes—, tanto mayor cuanto menor sea la efectividad del límite a la posición corta vencida. Sólo en el caso de que dicho límite desapareciera, o perdiera totalmente su eficacia, se produciría la total igualación entre los tres tipos de interés analizados (24).

El proceso de aproximación entre los tipos de interés de la europeseta y del interbancario se inició con anterioridad a la entrada en vigor de la plena liberalización de los movimientos de capital, probablemente ante la creciente expectativa de las entidades sobre la posible eliminación del límite a la posición corta vencida. Sin embargo, la evolución efectiva de los tipos de interés asociados a la peseta después de la plena liberalización de los movimientos de capital con el exterior indica la persistencia de diferenciales entre los tipos de interés correspondientes (véase gráfico 2).

(24) La igualación entre estos tipos de interés puede no ser total, incluso en el caso de inexistencia de controles de cambios y de coeficiente de caja, como consecuencia, por ejemplo, del impacto de ciertas regulaciones de carácter «prudencial» que se aplican para

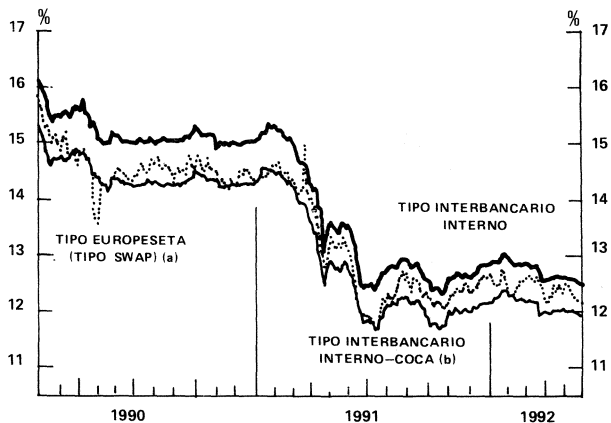
(20) En este caso, la operación «swap» se realiza a partir de los fondos en pesetas que deposita un residente en un banco no residente (que normalmente es filial en el extranjero de un banco español) y consiste en la toma, por parte del banco español, de un depósito en pesetas de su filial en el exterior (cuya contrapartida es el depósito del residente) y la correspondiente operación «swap» de compra de pesetas al contado y venta a plazo entre ambas entidades.

(21) A partir del 31 de abril de 1992, el límite del grupo 1 de bancos y cajas disminuyó desde el 15 % de los recursos propios hasta el 10 %.

(22) Estas operaciones, que consisten en la realización de una operación «swap» con un no residente y la simultánea concesión de créditos en moneda extranjera a residentes, generan movimientos de signo opuesto en la posición de contado de las entidades (el «swap» aumenta la posición corta vencida, mientras que la concesión de préstamos incrementa su posición larga vencida), con lo que la posición neta no varía. Obviamente, estas operaciones sólo podrán realizarse en la medida en que exista demanda de financiación en divisas por parte de los residentes.

(23) En el caso extremo, la eliminación del límite a la posición corta vencida permitiría eludir, de forma generalizada, el coeficiente de caja, a través de la realización de «swaps».

2. Tipos de interés de la peseta a tres meses



Fuente: Banco de España.

(a) El tipo «swap» es equivalente al tipo de la europeseta.

(b) Este tipo es el resultado de deducir del tipo interbancario interno el coeficiente de caja (5 % hasta el 29 de febrero, y 4,5 % a partir del 1 de marzo).

El tipo de interés de la europeseta continúa siendo más elevado que el tipo de interés asociado a un depósito en pesetas en un banco residente, de forma que existen incentivos para la localización de depósitos en pesetas en el euromercado. Ello demuestra que, aparentemente, el límite a la posición corta vencida conserva cierta efectividad, lo que se traduce en el mantenimiento de un doble mercado para la peseta.

Por último, en términos del coste de la financiación en pesetas, la liberalización se ha plasmado en una reducción del diferencial entre el tipo de interés del mercado interbancario interno y el tipo de interés implícito del «swap», y en la igualación de este último al tipo de interés del mercado externo de la peseta.

4. CONCLUSIONES

Entre los años 1982-1991, las entidades residentes han dispuesto, entre otras, de tres vías de financiación en pesetas alternativas a las operaciones habituales con la clientela residente: el mercado interbancario de depósitos, las cuentas de pesetas convertibles y las operaciones «swap». Aunque la financiación entre bancos residentes ha constituido la vía tradicional de obtención de liquidez, la financiación a través de no residentes, en determinados años, ha adquirido gran importancia.

En el período 1982-1986, la financiación en pesetas de los no residentes se canalizó a través del mercado de depósitos, en un contexto en el que la ausencia de restricciones a la apertura de este tipo de cuentas y su no sometimiento al coeficiente de caja igualaban el tipo de interés de la peseta interna al de la europeseta.

A partir de 1987, la liberalización en la asunción de riesgos de cambio y en la toma y colocación de recursos en moneda extranjera por parte de la banca residente amplió las posibilidades de obtención de financiación en pesetas a través de no residentes, mediante la realización de operaciones «swap».

La mayor o menor utilización de esta nueva vía estuvo condicionada por la introducción de diversas medidas de control de cambios, que limitaron ciertas entradas de capital en el período 1987-1990.

En un primer momento, las restricciones que recayeron sobre las pesetas convertibles determinaron una sustitución total de esta vía por la del mercado

de divisas, que permitía eludir el coeficiente de caja. Posteriormente, la realización de operaciones «swap» estuvo condicionada por las distintas limitaciones que se fueron introduciendo sobre el endeudamiento en moneda extranjera de las entidades residentes.

Este conjunto de medidas de control de cambios se tradujo en la aparición de diferencias importantes entre los costes de financiación asociados a cada una de las vías comentadas. Así, el tipo implícito del «swap» pasó a situarse por debajo del tipo correspondiente a las pesetas convertibles y al interbancario interno. Por su parte, el tipo de la europeseta se situó ligeramente por encima del correspondiente al «swap», como consecuencia de las limitaciones vigentes a las colocaciones de pesetas en el exterior por residentes.

La plena liberalización de los movimientos de capital entre España y el exterior, en febrero de 1992, ha determinado un incremento en la oferta relativa de pesetas disponible en el euromercado, a partir de la cual las entidades residentes pueden obtener liquidez, vía depósitos o vía «swap». Ello ha supuesto la igualación entre el tipo de interés de la europeseta y el tipo implícito del «swap», así como el inicio de un proceso de aproximación de los tipos de interés asociados a la obtención de financiación en pesetas, vía interbancario interno y vía euromercado («swap»).

Esta aproximación se ha producido como consecuencia de la menor efectividad del límite a la posición corta vencida, fruto de las mayores posibilidades de elusión del coeficiente de caja, mediante las operaciones «swap», tras la liberalización total de los movimientos de capital.

Por otra parte, el menor atractivo que tiene para los inversores no residentes la apertura de depósitos en pesetas en bancos establecidos en España, al estar sujetos al coeficiente de caja, ha determinado una caída de éstos, al tiempo que se estimulaba un desplazamiento de los depósitos de residentes hacia el exterior. Estas circunstancias existirán en tanto persista un diferencial significativo del coeficiente de caja por encima de los vigentes en otros países del entorno.

17-VI-1992.

controlar el riesgo de cambio asumido por las entidades. Otros autores consideran que el comportamiento oligopolístico de las entidades que operan en los mercados de divisas puede estar en la base de este resultado. Véase Serra, «Diferenciales de tipos de interés onshore/offshore y operaciones swap», que será publicado próximamente como Documento de Trabajo del Banco de España.

Análisis de los determinantes de los precios de la vivienda: 1976-1991

Este artículo ha sido elaborado por Olympia Bover, del Servicio de Estudios (1).

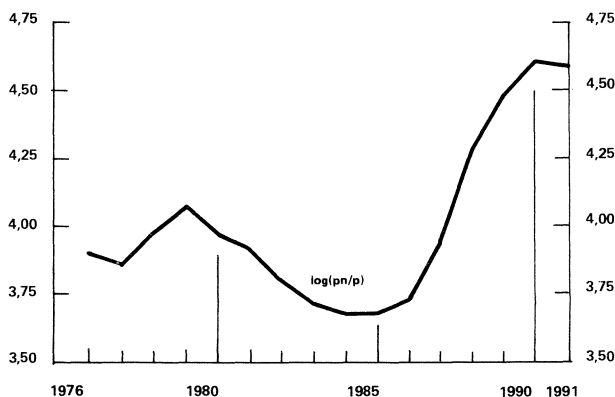
1. INTRODUCCION

Entre 1985 y 1990, los precios de la vivienda en propiedad subieron espectacularmente en España. El precio real de la vivienda en Madrid llegó a subir entre un 110 % y un 170 % en este período, según el índice que se utilice. El gráfico 1 refleja la evolución de los precios reales de las viviendas nuevas en Madrid, durante los últimos años, entendiendo por precio real de la vivienda el que resulta de deflacionar su precio absoluto por el índice de precios al consumo. Se aprecia, además del «boom» de la segunda parte de los ochenta, otro, menos intenso, alrededor de 1979. Aquellos con buena memoria recordarán que España vivió también, a principios de los setenta, un «boom» importante en los precios de la vivienda (desgraciadamente, parece que no hay ninguna serie completa de estos precios antes de 1976).

¿Por qué se dan estas alzas y bajas considerables? ¿Qué razones rigen la evolución de los precios de la vivienda? En este sentido, es interesante comparar las distintas realidades de otros dos países europeos. En Alemania, los precios de la vivienda responden al crecimiento de la población, de la renta y a factores demográficos (emigración, dinámica de formación de hogares): la vivienda es, básicamente, un hogar donde vivir. Por el contrario, en el Reino Unido (R.U.), el motivo inversión es muy importante en la decisión de compra de vivienda, ya que la tasa de rendimiento de la inversión en vivienda ha alcan-

(1) Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo nº 9217, del Servicio de Estudios del Banco de España.

1. Evolución del precio real de la vivienda Madrid



Fuente: Tecnigrama.

zados, a veces, el 100 % en un año. En Alemania, el rendimiento del capital vivienda ha sido negativo durante casi la totalidad de los ochenta, y nunca ha experimentado grandes fluctuaciones. Aparte del distinto nivel de los tipos de interés nominales con respecto a la inflación (lo que obedece a criterios que van más allá del mercado de la vivienda), hay importantes diferencias entre los dos países, que inciden en este comportamiento.

A priori, el mercado de la vivienda español combina rasgos tanto del mercado inglés como del alemán. Es importante, pues, aclarar empíricamente hasta qué punto en España la compra de vivienda se rige, sobre todo, por el motivo inversión o por el motivo más básico de consumo de servicios de vivienda. El objetivo de este estudio es ver cuáles son los determinantes de la evolución de los precios de la vivienda en España, y su importancia relativa, para el período 1976-1991.

El conocimiento de estos mecanismos de determinación de los precios de la vivienda es fundamental a la hora de tomar decisiones de política económica, dada la incidencia del mercado de la vivienda sobre el resto de la economía. En primer lugar, es evidente que un elevado precio de la vivienda implica un coste importante en términos de fondos públicos, si se quiere alcanzar el objetivo de toda política de vivienda, que es el de facilitar que cada familia tenga un hogar. Pero el precio de la vivienda puede tener importantes consecuencias en otras áreas de la economía. La caída de la tasa de ahorro observada en los últimos años ha sido, en parte, atribuida, en el caso del R.U., al aumento del consumo por los propietarios que ven incrementada su riqueza, debido al alza de los precios de la vivienda. Este incremento en el consumo también sería responsable, en cierta medida, del empeoramiento del déficit de la balanza de pagos [véase Muellbauer y Murphy (1990, 1991)]. En Bover, Muellbauer y Murphy (1989), se estudian las consecuencias de los precios de la vivienda sobre el mercado laboral. Se demuestra cómo, en el R.U., las diferencias regionales en los precios de la vivienda aumentan la presión salarial (a través de una disminución en la movilidad de los trabajadores).

2. MARCO ANALITICO

2.1. Modelo teórico

El modelo teórico de partida utilizado en el estudio [véanse Meen (1990) y Poterba (1984)] considera que el mercado de la vivienda puede dividirse, conceptualmente, en dos mercados: el mercado de servicios de vivienda y el mercado de la vivienda como un activo. En el primero, se determina el precio de alquiler de equilibrio, que iguala la oferta y la de-

manda de servicios vivienda, y que depende del stock de viviendas, de la renta per cápita y, probablemente, de la población. En el mercado de activos, el precio alquiler más las ganancias de capital obtenidas a través de la vivienda (menos depreciación) constituyen el rendimiento real de la vivienda y, a través de una condición de arbitraje, tiene que igualarse con el rendimiento de activos alternativos. El precio de la vivienda es el que equilibrará el mercado de activos.

La teoría anterior nos lleva, pues, a un modelo para la determinación del precio de la vivienda, en el que éste depende de la renta per cápita, del stock de viviendas per cápita y de la tasa de rendimiento en vivienda. Esta tasa de rendimiento es la diferencia entre la tasa de inflación de los precios de la vivienda y el tipo de interés.

Para relajar el supuesto, implícito en este modelo, de mercado de capitales perfecto, la medida utilizada del tipo de interés es una media ponderada (donde los pesos vienen dados por la ratio préstamo-valor de la vivienda) del coste del préstamo y del coste de oportunidad de los fondos. También, para intentar captar posibles efectos de restricciones crediticias, incluiremos en el modelo el saldo del crédito para la adquisición de vivienda libre (no subsidiada).

2.2. Modelo empírico

El resultado de las estimaciones se resume en el cuadro 1.

1. Ecuación estimada para el precio real de la vivienda

$$\log(PN/P) = 34,097 + 0,152 \left[\frac{D \log PN - (0,8i_p + 0,2i_o)}{0,2} \right]_{-1}$$

(13,75) (4,43)

$$+ 3,716 \log(YD/P \cdot POB)_{-1}$$

(12,14)

DW = 2,05, R² ajustado = 0,964, error estándar regresión = 0,064, período muestral: 1978-1991, t-ratios entre paréntesis.

En donde:

- PN: Precio nominal de la vivienda (promociones nuevas, Madrid). Fuente: Tecnigrama.
- P: Deflactor del consumo. Fuente: Corrales y Taguas (1989).
- i_p: Tipo del crédito total. Fuente: Cuenca (1991).
- i_o: Tipo de depósitos a plazo. Fuente: Cuenca (1991).
- YD: Renta nominal disponible familias. Fuente: Corrales y Taguas (1989).
- POB: Población total. Fuente: INE.

La ecuación estimada es económicamente satisfactoria y ajusta bien con sólo dos variables. Esto es especialmente importante, dado el pequeño número de observaciones.

Antes de pasar a analizar, en la sección siguiente, las implicaciones de estos resultados, conviene hacer algunos comentarios.

De acuerdo con estas estimaciones, la renta real per cápita y la tasa de rendimiento del activo vivienda son importantes determinantes del precio real de la vivienda. Sin embargo, no hemos encontrado empíricamente ningún efecto del stock de vivienda per cápita sobre el precio real de la vivienda. Este resultado (sorprendente) podría tener su explicación en la heterogeneidad de la variable de stock disponible (viviendas protegidas y libres). No se ha podido obtener un desglose del stock por estas categorías para nuestro período muestral. El saldo del crédito vivienda tampoco tiene un efecto significativo, pero de nuevo esto puede ser debido a los importantes errores de medida en los que inevitablemente se incurre al construir una serie de saldo de crédito para la adquisición de vivienda libre. Finalmente, exploramos el posible efecto de variables demográficas (como, por ejemplo, la proporción de la población entre 20 y 34 años), sin hallar ninguno significativo, habiendo incluido en la ecuación la renta real per cápita.

También hemos investigado el posible efecto de otras variables a las que algunos autores atribuyen influencia sobre el precio de la vivienda nueva. Entre otras, hemos incorporado los costes de construcción y el número de viviendas en construcción. En el caso español, se ha argumentado a menudo que parte del aumento de los precios de la vivienda, desde 1985, se debió a la entrada masiva de dinero negro en el mercado inmobiliario, tras la Ley de Régimen Fiscal de Determinados Activos Financieros, de 1985. En un intento de contrastar esta hipótesis, hemos introducido una variable que mide la cantidad de dinero atesorada real per cápita [construida en Jareño y Delrieu (1991)]. Ninguna de estas variables tiene un efecto significativo sobre la determinación de los precios de la vivienda durante este período.

3. RESULTADOS Y CONCLUSIONES

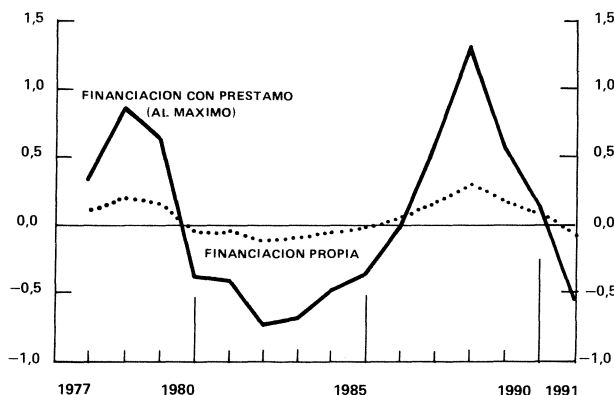
En esta sección explicamos los resultados del modelo para precios de la vivienda que hemos obtenido, aunque se ha de tener en cuenta que, con el período muestral disponible, se ha captado sólo el «boom» de los precios de la segunda parte de los ochenta y el más reducido de finales de los setenta.

La ecuación del cuadro 1 muestra que la renta real, con una elasticidad de $\varepsilon = 3,7$, tiene una gran influencia sobre el precio real de la vivienda. Esta elasticidad

está en línea con estimaciones obtenidas para el Reino Unido [Meen (1990) $\varepsilon = 3$, Muellbauer y Murphy (1991) $\varepsilon = 2,6$, Hendry (1984) $\varepsilon = 3,65$]. Nótese que, dado que estos dos últimos estudios condicionan sus ecuaciones en el saldo de crédito y que éste está positivamente correlacionado con la renta real, esperamos encontrar una elasticidad mayor en nuestro modelo [Meen (1990)]. La magnitud del efecto del rendimiento es similar también a la obtenida para el Reino Unido. Este efecto nos muestra la importancia del motivo inversión en la compra de vivienda. En el gráfico 2, se ve la evolución de la tasa de rendimiento del capital vivienda para un agente que compra una vivienda con un 80 % del valor financiado por un préstamo y la tasa de rendimiento de un agente que compra una vivienda al contado. Esta serie no tiene en cuenta el tratamiento fiscal de la vivienda, con lo cual el rendimiento efectivo sería mayor.

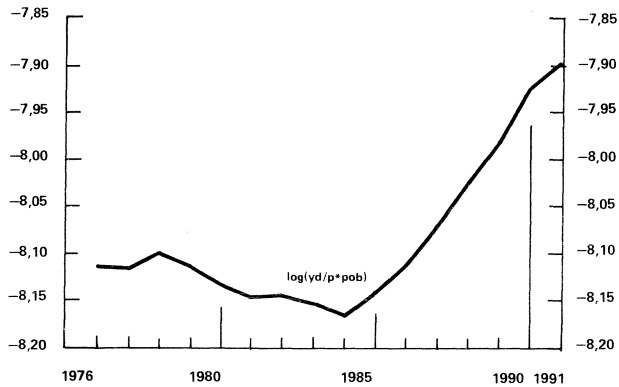
Estos resultados nos muestran que el crecimiento de la renta, que determina la evolución del precio de la vivienda a medio plazo, ha sido responsable de más del 70 % del incremento del precio real de la vivienda entre 1985 y 1990 (véase gráfico 3). Probablemente, parte de este efecto es atribuible a la mejora de las condiciones crediticias para el mercado de la vivienda, debidas al desarrollo del mercado hipotecario y al consiguiente aumento en la capacidad de endeudamiento de los agentes, a pesar de que no hemos podido captar tal efecto con los datos de saldo de crédito disponibles. A corto plazo, hemos encontrado que la evolución de la tasa de rendimiento y, en particular, los tipos de interés, son fundamentales para explicar la evolución de los precios de la vivienda. Una incógnita que queda por despejar es el papel del stock de vivienda. El incremento en la demanda de servicios-vivienda, creado por un importante aumento de la renta per cápita y por la elevada tasa de rendimiento, puede haber sido agravado por

2. Tasas de rendimiento vivienda en propiedad Sin ajuste impositivo



Fuente: Véase cuadro 1.

3. Evolución de la renta real per cápita



Fuente: Véase cuadro 1.

una oferta de stock de viviendas insuficiente. No hemos encontrado evidencia de ello con los datos disponibles, pero éstos son pocos y demasiado agregados. Lo que sí es un resultado robusto es la sorprendente insensibilidad del precio de la vivienda ante todo tipo de variables demográficas, corroborando la importancia de la inversión como motivo de compra.

Para finalizar, como perspectiva para el futuro, diremos que los niveles actuales de renta per cápita han elevado, a medio plazo, el precio real de la vivienda. Sin embargo, dada la tasa de rendimiento negativa actual en la compra de vivienda como inversión, el mercado de la vivienda, en el corto plazo, seguirá deprimido por algún tiempo.

25-VI-1992.

BIBLIOGRAFIA

- BOVER, O., J. MUELLBAUER y A. MURPHY (1989): «Housing, Wages and Labour Markets», en *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 51, págs. 97-136.
- CORRALES, A. y D. TAGUAS (1989): *Series macroeconómicas para el período 1954-88: Un intento de homogeneización*, Monografía nº 75, Instituto de Estudios Fiscales.
- CUENCA, J. A. (1991): «La construcción de variables financieras para el análisis del sector monetario de la economía española», mimeo, Banco de España, Servicio de Estudios.
- HENDRY, D. (1984): «Econometric modelling of house prices in the United Kingdom», en *Econometrics and Quantitative Economics*, editado por D. F. Hendry and K. F. Wallis, Basil Blackwell, Oxford.
- JAREÑO, J. y J. C. DELRIEU (1991): «La circulación fiduciaria en España: distorsiones en su evolución», Documento de Trabajo nº 9118, Banco de España, Servicio de Estudios.

MEEN, G. P. (1990): «The removal of mortgage market constraints and the implications for econometric modelling of UK house prices», en *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 52, págs. 1-23.

MUELLBAUER, J. y A. MURPHY (1990): «Is the UK balance of payments sustainable?», en *Economic Policy*, págs. 348-395.

— (1991): «Modelling UK Second-hand House Prices», mimeo, Nuffield College, Oxford.

POTERBA, J. M. (1984): «Tax subsidies to owner-occupied housing: an asset-market approach», en *The Quarterly Journal of Economics*, págs. 729-752.

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 mayo de 1992

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
GRANDES BANCOS					
BILBAO VIZCAYA	13,00	32,31	29,00	32,31	29,00
CENTRAL HISPANOAMERICANO	12,75	32,74	29,00	32,31	29,00
ESPAÑOL DE CREDITO	12,50	30,47	27,50	30,47	27,50
EXTERIOR ESPAÑA	11,90	32,31	29,00	32,31	29,00
POPULAR ESPAÑOL	13,00	31,25	27,50	30,47	27,50
SANTANDER	11,95	32,31	29,00	32,31	29,00
<i>Media simple</i>	<i>12,52</i>	<i>31,90</i>	<i>28,50</i>	<i>31,70</i>	<i>28,50</i>
RESTO BANCA NACIONAL					
ABEL MATUTES TORRES	14,17	30,39	27,00	30,39	27,00
ALBACETE	-	-	-	-	-
ALCALA	13,65	25,00	-	(4,00)	-
ALICANTE	12,50	32,31	29,00	32,31	29,00
ALICANTINO DE COMERCIO	-	-	-	-	-
ANDALUCIA	13,00	31,25	27,50	30,47	27,50
BANCAJA	13,00	27,00	-	27,00	-
BANCAPITAL	13,00	25,58	23,00	25,58	23,00
BANCO 21	13,25	22,00	-	24,00	-
BANCOVAL	14,20	23,88	-	23,88	-
BANIF DE GESTION PRIVADA	12,75	32,31	29,00	32,31	29,00
BANKINTER	11,25	32,30	29,00	32,30	29,00
BANKOA	13,00	30,47	-	30,47	-
BARCELONA	13,00	32,30	29,00	32,30	29,00
BILBAO MERCHANT BANK	12,75	-	-	-	-
CAJA POSTAL	12,40	28,82	27,00	29,86	27,00
CASTILLA	13,00	31,25	27,50	30,47	27,50
CATALA DE CREDIT	13,65	30,47	27,50	30,47	27,50
CATALANA	13,00	32,30	29,00	32,30	29,00
COMERCIO	12,40	32,31	29,00	32,31	29,00
CONDAL	-	-	-	-	-
COOPERATIVO ESPAÑOL	15,00	22,71	-	(4,00)	-
CREDIPAS	14,50	24,36	22,00	23,88	22,00
CREDITO BALEAR	13,50	31,25	27,50	30,47	27,50
CREDITO CANARIO	13,25	32,31	29,00	32,31	29,00
CREDITO Y AHORRO	14,20	28,65	26,00	28,65	26,00
DEPOSITOS	7,19	18,71	-	19,25	-
DESARROLLO ECONOMICO ESPAÑOL	14,60	28,65	-	28,65	-
ETCHEVERRIA	13,09	28,64	-	(7,00)	-
EUROHIPOTECARIA	14,50	20,97	-	20,97	-
EUROPA	13,25	32,31	29,00	32,31	29,00
EUROPEO DE FINANZAS	13,00	29,86	27,00	(5,00)	-
EXPORTACION	12,50	29,86	-	29,86	-
EXTERIOR DIRECTO	11,90	32,31	29,00	32,31	29,00
EXTERIOR INTERNACIONAL	13,65	32,31	29,00	32,31	29,00
FINANZAS E INVERSIONES	13,50	20,00	-	(2,00)	-
FINANZIA	13,50	32,31	29,00	32,31	29,00
FINESOR	-	-	-	-	-
FOMENTO	13,25	32,31	29,00	32,31	29,00
GALICIA	13,00	31,25	27,50	30,47	27,50
GALLEGO	12,75	32,31	29,00	32,31	29,00
GENERAL	12,50	30,47	27,50	30,47	27,50
GESTION E INVERSION FINANCIERA	11,90	32,31	29,00	32,31	29,00
GRANADA	12,75	32,31	29,00	32,31	29,00
GUIPUZCOANO	13,10	27,69	26,00	(7,00)	(7,00)
HERRERO	12,75	32,31	29,00	32,31	29,00
HUELVA	-	-	-	-	-
IBERCORP	15,87	28,07	25,00	23,88	22,00
INDUSTRIAL DE BILBAO	13,10	25,44	24,00	26,25	24,00

(Continuación) 2
Situación al día 31 de mayo de 1992

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
RESTO BANCA NACIONAL					
INDUSTRIAL DE CATALUÑA	13,00	32,30	29,00	32,30	29,00
INDUSTRIAL DEL MEDITERRANEO	13,00	32,30	29,00	32,30	29,00
INTERNACIONAL DE COMERCIO	13,25	29,86	27,00	29,86	27,00
INVERSION	14,00	28,37	25,00	28,37	25,00
INVERSIONES Y SERVICIOS FINANCIEROS	13,50	29,33	-	28,65	-
ISBANC, BANCO PRIVADO DE NEGOCIOS	15,31	28,65	-	28,65	-
JEREZ	12,75	32,74	29,00	32,31	29,00
MADRID	12,75	32,31	29,00	32,31	29,00
MAPFRE	12,25	27,44	-	27,44	-
MARCH	13,00	30,60	27,00	29,86	27,00
MERCANTIL DE TARRAGONA	12,75	32,31	29,00	32,31	29,00
MERIDIONAL	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
MURCIA	12,20	32,31	29,00	32,31	29,00
NOROESTE	-	-	-	-	-
OCCIDENTAL	-	-	-	-	-
PASTOR	12,55	29,85	27,00	29,85	27,00
PENINSULAR	-	-	-	-	-
PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA	15,00	27,44	25,00	27,44	25,00
POPULAR INDUSTRIAL	12,00	31,25	27,50	30,47	27,50
PRIVANZA BANCO PERSONAL	15,87	32,31	29,00	32,31	29,00
PRIVAT BANK	13,50	28,07	25,00	28,07	25,00
PROGRESO	13,65	27,44	-	27,44	-
PROMOCION DE NEGOCIOS	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
PUEYO	10,66	28,65	26,00	28,65	26,00
SABADELL	13,10	28,65	26,00	28,65	26,00
SABADELL MULTIBANCA	13,10	28,65	26,00	28,65	26,00
SANTANDER NEGOCIOS	13,65	22,71	21,00	18,11	17,00
SEVILLA	-	-	-	-	-
SIMEON	11,90	32,31	29,00	32,31	29,00
SINDICATO DE BANQUEROS BARNA	15,59	32,31	29,00	32,31	29,00
TOLEDO	-	-	-	-	-
UNIVERSAL	13,80	28,65	-	28,65	-
URQUIJO	12,00	29,97	26,50	29,97	26,50
VALENCIA	12,75	32,31	29,00	32,31	29,00
VASCONIA	13,00	31,25	27,50	30,47	27,50
VITORIA	12,50	30,47	27,50	30,47	27,50
ZARAGOZANO	13,10	33,18	29,00	33,18	29,00
<i>Media simple</i>	<i>13,15</i>	<i>29,58</i>	<i>27,53</i>	<i>29,75</i>	<i>27,45</i>
BANCA EXTRANJERA					
ABBEYCOR NACIONAL	13,95	22,00	-	22,00	-
A.B.N.	13,29	21,55	-	21,55	-
AMERICA	11,75	27,44	25,00	(4,00)	-
ARABE ESPAÑOL	12,50	28,73	25,00	28,73	25,00
ASTURIAS	13,50	30,60	27,00	29,85	27,00
ATLANTICO	12,75	26,25	24,00	26,25	24,00
B.N.P.	13,75	31,10	29,00	(3,00)	-
BANKERS TRUST	13,52	22,00	-	22,00	-
BARCLAYS BANK PLC.	11,75	32,31	-	32,31	-
BARCLAYS BANK S.A.E.	11,75	32,31	-	32,31	-
BRASIL	15,58	27,44	25,00	(3,00)	-
BRUXELLES LAMBERT	14,20	21,55	20,00	21,55	20,00
CAISSE NATIONALE CREDIT AGRICOLE	13,25	24,36	-	(2,01)	-
CARIPLIO S.P.A.	12,50	15,31	-	(2,00)	-
CHASE MANHATTAN	13,75	27,24	-	(3,08)	-
CITIBANK ESPAÑA	12,75	29,86	27,00	(4,06)	(4,00)
CITIBANK N.A.	14,00	25,00	-	30,00	-
COMERCIAL TRASATLANTICO	13,00	29,85	27,00	29,85	27,00
COMMERCIALE ITALIANA	14,48	27,44	-	(2,50)	-
COMMERZBANK	13,24	21,55	20,00	21,55	20,00

(Continuación) 3
Situación al día 31 de mayo de 1992

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/ccto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
BANCA EXTRANJERA					
COMPAGNIE BANCAIRE, SUC. ESP.	12,75	15,00	-	15,00	-
CONSOLIDADO ESPAÑA	13,10	26,56	25,00	27,44	25,00
CREDIT COMMERCIAL DE FRANCE	13,10	23,88	22,00	(4,06)	(4,00)
CREDIT LYONNAIS	14,75	23,88	22,00	(4,00)	-
CREDIT LYONNAIS ESPAÑA	12,55	32,31	29,00	32,31	29,00
CREDIT SUISSE	13,50	27,44	25,00	19,25	18,00
CREDITO ITALIANO	13,00	24,00	-	24,00	-
DAI-ICHI KANGYO BANK LIMITED	13,00	28,07	-	(2,00)	-
DEUTSCHE	14,75	24,37	-	24,37	-
DEUTSCHE BANK CREDIT	14,20	27,44	25,00	(4,06)	(4,00)
DRESDNER	12,69	24,60	22,00	24,60	22,00
ESPIRITO SANTO E COM. LISBOA	14,50	24,00	-	24,00	-
ESTADO DE SAO PAULO	12,00	26,82	24,00	26,82	24,00
EXTERIOR DE LOS ANDES Y ESPAÑA	9,84	27,44	-	27,44	-
EXTREMADURA	13,44	32,31	29,00	32,31	29,00
FOMENTO EXTERIOR-PORTUGAL	14,75	33,18	29,00	33,18	29,00
FUJI	14,75	28,65	26,00	28,65	26,00
GENERAL BANK, BANCO BELGA	15,00	24,32	23,00	(3,00)	-
INDOSUEZ	13,60	20,00	-	20,00	-
INDUSTRIAL BANK OF JAPAN	12,62	26,82	24,00	26,82	24,00
INST. BANC. S. PAOLO DI TORINO	15,75	22,00	-	(4,00)	-
JOVER	12,50	32,31	29,00	32,31	29,00
JYSKE	14,25	32,80	29,00	32,80	29,00
LLOYDS	14,75	26,25	24,00	(4,06)	(4,00)
LUSO ESPAÑOL	13,44	25,81	24,00	26,64	24,00
MANUFACTURERS HANNOVER TRUST	12,25	28,39	-	(2,02)	-
MIDLAND	15,19	26,56	25,00	(3,03)	(3,00)
MITSUBISHI	12,95	25,59	-	(2,00)	-
MITSUI TAIYO KOBE	12,50	22,00	-	22,00	-
MORGAN GUARANTY TRUST	11,75	14,75	-	15,25	-
NACION ARGENTINA	13,50	24,36	22,00	(4,00)	-
NAPOLI	13,25	23,14	21,00	(5,10)	(5,00)
NATIONAL WESTMINSTER	13,00	30,60	27,00	(6,66)	(6,50)
NATIONALE DE PARIS	13,75	31,10	29,00	(3,00)	-
NATWEST ESPAÑA	13,00	30,60	27,00	29,85	27,00
NAZIONALE DEL LAVORO	12,33	25,06	-	19,25	-
PARIBAS	12,75	21,55	-	(2,00)	-
PORTUGUES DO ATLANTICO	13,52	29,33	-	(4,07)	-
REAL	18,14	24,00	-	22,00	-
ROMA	14,93	21,00	20,00	(2,00)	-
ROYAL BANK OF CANADA	14,10	28,00	-	(2,00)	-
SANWA	12,50	25,33	24,00	(2,00)	-
SAUDI ESPAÑOL	16,36	27,44	25,00	27,44	25,00
SOCIETE GENERALE	13,65	26,25	-	(3,03)	-
SUMITOMO	12,50	21,55	20,00	(2,02)	(2,00)
TOKAI	14,50	21,50	-	21,50	-
TOKYO	13,75	24,32	-	(2,02)	-
WESTDEUTSCHE LANDESBANK	16,00	27,44	25,00	27,44	25,00
<i>Media simple</i>	13,53	25,94	24,87	25,20	25,14
TOTAL					
<i>Media simple</i>	13,30	28,01	26,60	28,30	26,94
BANCA OFICIAL					
CREDITO AGRICOLA	12,50	32,31	-	32,31	-
CREDITO LOCAL DE ESPAÑA	-	18,81	18,00	19,25	18,00
HIPOTECARIO DE ESPAÑA	12,95	27,69	26,00	28,65	26,00
<i>Media simple</i>	12,73	26,27	22,00	26,74	22,00

(Continuación) 4
Situación al día 31 de mayo de 1992

CAJAS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
ALBACETE	14,26	25,44	24,00	26,65	24,00
ASTURIAS	12,50	23,21	22,00	(4,00)	-
AVILA MONTE	13,00	25,06	-	25,06	-
BADAJOS	13,10	22,10	-	(4,00)	-
BALEARES	13,50	26,24	-	26,24	-
BILBAO BIZKAIA KUTXA	12,00	26,25	24,00	26,25	24,00
BURGOS C.C.O.	13,42	21,00	-	21,55	-
BURGOS MUNICIPAL	13,65	21,00	20,00	21,55	20,00
CANARIAS GENERAL	14,20	25,06	-	(4,00)	-
CANARIAS INSULAR	14,20	25,44	24,00	26,25	24,00
CARLET	12,68	23,88	-	23,88	-
CATALUÑA	12,96	27,44	25,00	27,44	25,00
CECA	13,00	21,00	20,00	(2,00)	-
CORDOBA MONTE	12,00	24,04	22,75	24,77	22,75
CORDOBA PROVINCIAL	13,10	24,32	23,00	25,06	23,00
CUENCA Y CIUDAD REAL	13,10	26,25	-	26,25	-
ESPAÑA DE INVERSIONES	13,10	23,21	-	(5,09)	-
EXTREMADURA	9,52	23,21	-	23,88	-
GALICIA	12,00	26,56	25,00	(4,00)	-
GERONA	13,10	26,56	-	27,44	-
GRAL. AH. DE GRANADA	13,75	26,56	25,00	27,44	25,00
GUADALAJARA	13,65	25,44	-	26,25	-
GUIPUZCOA Y SAN SEBASTIAN	13,65	25,44	24,00	25,44	24,00
HUELVA Y SEVILLA	13,50	26,56	-	27,44	-
IBERCAJA	13,64	24,00	-	24,00	-
INMACULADA DE ARAGON	12,00	23,21	-	23,88	-
JAEN	15,00	26,56	-	27,44	-
JEREZ	12,28	25,06	-	(2,02)	-
LAYETANA	13,50	29,86	27,00	29,86	27,00
MADRID	12,75	23,88	22,00	(6,14)	-
MANLLEU	12,25	29,87	-	29,87	-
MANRESA	12,50	28,80	27,00	(3,00)	-
MEDITERRANEO	13,65	27,44	25,00	27,44	25,00
MURCIA	13,00	28,65	-	(8,00)	-
NAVARRA	14,20	25,44	24,00	26,82	24,00
ONTENIENTE	13,37	25,06	-	25,06	-
ORENSE	14,20	25,44	24,00	26,25	24,00
PAMPLONA MUNICIPAL	11,00	22,10	-	23,14	-
PENSIONES DE BARCELONA	13,65	27,44	25,00	27,44	25,00
POLLENSA	15,30	25,06	-	25,06	-
PONTEVEDRA	14,25	26,56	-	27,44	-
RIOJA	14,75	22,00	22,00	23,88	22,00
SABADELL	12,93	28,65	26,00	28,65	26,00
SAGUNTO	13,65	28,65	-	28,65	-
SALAMANCA Y SORIA	10,38	26,56	-	27,44	-
SANTANDER Y CANTABRIA	14,75	21,00	21,00	(6,00)	(6,00)
SEGOVIA	13,64	21,55	20,00	21,55	20,00
SEVILLA SAN FERNANDO	13,25	25,06	23,00	(5,09)	(5,00)
TARRAGONA	12,00	22,00	-	(5,00)	-
TARRASA	14,00	26,84	-	26,84	-
TOLEDO	12,00	25,44	-	25,44	-
UNICAJA	13,25	26,56	25,00	27,44	25,00
VALENCIA, CASTELLON Y ALICANTE	12,77	27,44	25,00	27,44	25,00
VIGO	13,25	26,56	25,00	27,44	25,00
VILLAFRANCA DEL PENEDES	12,01	27,44	-	(3,00)	-
VITORIA Y ALAVA	13,65	24,32	23,00	25,06	23,00
TOTAL					
<i>Media simple</i>	13,14	25,28	23,67	26,01	23,94

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

CIRCULARES Y COMUNICACIONES VARIAS PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	CONTENIDO	PUBLICACION EN EL «BOE»
9/92, de 26 de mayo	Entidades de crédito. Balances públicos. (Incluye modificación de la circular 4/91 que anula y sustituye la página 58.)	28 de mayo de 1992
10/92, de 26 de mayo	Entidades de crédito. Coeficiente de caja.	28 de mayo de 1992

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas durante el primer semestre de 1992

Código	Nombre	Fecha	Concepto
BANCOS			
0173	FIRST INTERSTATE BANK OF CALIFORNIA. Sucursal en España	13.01.92	Baja a petición propia.
0049	BANCO HISPANO AMERICANO, S.A.	20.01.92	Baja por fusión por absorción por el Banco Central, S.A.
0016	BANCO CENTRAL, S.A.	20.01.92	Cambio de denominación por BANCO CENTRAL HISPANOAMERICANO, S.A.
0194	ISTITUTO BANCARIO SAN PAOLO DI TORINO. Sucursal en España	04.02.92	Cambio de denominación social por ISTITUTO BANCARIO SAN PAOLO DI TORINO, S.p.A. Sucursal en España.
0201	BANCO DI NAPOLI. Sucursal en España	04.02.92	Cambio de denominación social por BANCO DI NAPOLI, S.p.A. Sucursal en España.
0004	BANCO DE ANDALUCIA, S.A.	05.02.92	Cambio de domicilio social a Fernández y González, 4-12.-41001 Sevilla.
0029	BANCO COMERCIAL ESPAÑOL, S.A.	07.02.92	Cambio de denominación social por CREDIT LYONNAIS ESPAÑA, S.A., y de número de codificación al 0208.
0212	COMPAGNIE BANCAIRE. Sucursal en España	11.02.92	Alta con domicilio social en Antonio Maura, 4, 4º.-28014 Madrid.
0141	BANCAPITAL, S.A. (BANCO FINANCIERO PRIVADO)	12.02.92	Cambio de denominación social a BANCAPITAL, S.A.
0165	THE FIRST NATIONAL BANK OF CHICAGO. Sucursal en España	12.03.92	Baja a petición propia.
0101	ISBANC, BANCO PRIVADO DE NEGOCIOS, S.A.	01.04.92	Cambio de domicilio social a Avda. Diagonal, 427 bis.-08036 Barcelona.
0212	COMPAGNIE BANCAIRE. Sucursal en España	01.04.92	Cambio de domicilio social a Pº de la Castellana, 40, 7ª pl.-28046 Madrid.
0177	THE MITSUI TAIYO KOBE BANK LTD. Sucursal en España	02.04.92	Cambio de denominación social por THE SAKURA BANK LIMITED. Sucursal en España.
0211	BANCAJA, S.A.	03.04.92	Cambio de denominación social por SOCIEDAD ESPAÑOLA DE BANCA DE NEGOCIOS, S.A., y de domicilio social a Almagro, 46.-28010 Madrid.
0213	CASSA DI RISPARMIO DELLE PROVINCE LOMBARDE (CARIPL0) S.p.A. Sucursal en España	07.04.92	Alta con domicilio social en Alcalá, 44, 2ª pl.-28014 Madrid.
0209	ABBEYCOR NACIONAL BANCO PRIVADO HIPOTECARIO, S.A.	10.04.92	Cambio de denominación social por ABBEY NATIONAL BANK, S.A.E.
0178	THE ROYAL BANK OF CANADA. Sucursal en España	05.05.92	Cambio de denominación social por ROYAL BANK OF CANADA. Sucursal en España.
0077	BANCO DE BARCELONA, S.A.	11.05.92	Cambio de domicilio social a Avda. Diagonal, 453 bis, pl. 4ª.-08036 Barcelona.
0129	BANCO INDUSTRIAL DE CATALUÑA, S.A.	11.05.92	Cambio de domicilio social a Avda. Diagonal, 662-664.-08034 Barcelona.
0015	BANCA CATALANA, S.A.	05.06.92	Cambio de domicilio social a Avda. Diagonal, 662-664.-08034 Barcelona.
OFICINAS DE REPRESENTACION DE BANCOS EXTRANJEROS			
1116	OFICINA DE REPRESENTACION EN ESPAÑA DE BANQUE SCANDINAVE EN SUISSE	07.01.92	Cambio de domicilio social a Avda. Ricardo Soriano, 50, 4º.-29600 Marbella (Málaga).

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas durante el primer semestre de 1992

(continuación)

Código	Nombre	Fecha	Concepto
OFICINAS DE REPRESENTACION DE BANCOS EXTRANJEROS (Continuación)			
1145	BANCOMER, S.N.C. OFICINA DE REPRESENTACION EN ESPAÑA	09.01.92	Cambio de denominación social por BANCOMER, S.A. OFICINA DE REPRESENTACION EN ESPAÑA.
1199	OFICINA DE REPRESENTACION EN ESPAÑA DE CASSA DI RISPARMIO DI GENOVA E IMPERIA	05.02.92	Cambio de denominación social por OFICINA DE REPRESENTACION EN ESPAÑA DE BANCA CARIGE S.p.A.- CASSA DI RISPARMIO DI GENOVA E IMPERIA.
1206	BIKUBEN INTERNATIONAL BANK, S.A. OFICINA DE REPRESENTACION EN ESPAÑA	17.02.92	Alta con domicilio social en Avda. de Suel, Puebla Lucía, Local 6.-29640 Fuengirola (Málaga).
1207	OFICINA DE REPRESENTACION EN ESPAÑA DE BFG BANK AG	17.02.92	Alta con domicilio social en Pº de Recoletos, 19.-28004 Madrid.
1208	OFICINA DE REPRESENTACION EN ESPAÑA DE THE LONG-TERM CREDIT BANK OF JAPAN, LTD.	26.02.92	Alta con domicilio social en Pº de la Castellana, 60.-28046 Madrid.
1209	OFICINA DE REPRESENTACION EN ESPAÑA DE ALLIED BANKING CORPORATION	27.02.92	Alta con domicilio social en Mayor, 4-3, pl. 7º.-28013 Madrid.
1210	OFICINA DE REPRESENTACION EN ESPAÑA DE BANQUE REGIONALE D'ESCOMPTE ET DE DEPOTS	03.03.92	Alta con domicilio social en Avda. de Felipe II, 17.-28009 Madrid.
1212	OFICINA DE REPRESENTACION EN ESPAÑA DE VARDE BANK	05.03.92	Alta con domicilio social en Posada, 15. Pueblo López.-29640 Fuengirola (Málaga).
1211	OFICINA DE REPRESENTACION EN ESPAÑA DE DIE ERSTE OSTERREICHISCHE SPAR-CASSE-BANK	06.03.92	Alta con domicilio social en Pza. de Colón, 2.-Torres de Colón, 1-5º.-28046 Madrid.
1213	OFICINA DE REPRESENTACION EN ESPAÑA DE BNE SWEDBANK, S.A.	12.03.92	Alta con domicilio social en Avda. Ricardo Soriano, 65.-Edificio Rincón del Mar, 4º, 2.-29600 Marbella (Málaga).
1214	OFICINA DE REPRESENTACION EN ESPAÑA DE THE DAIWA BANK LIMITED	13.03.92	Alta con domicilio social en Pza. Pablo Ruiz Picasso.-Torre Picasso, 2ª pta.-28020 Madrid.
1215	OFICINA DE REPRESENTACION EN ESPAÑA DE J. HENRY SCHRODER WAGG & CO. LIMITED	23.03.92	Alta con domicilio social en Orfila, 8, 1º-a.-28010 Madrid.
1115	OFICINA DE REPRESENTACION EN ESPAÑA DE BAYERISCHE-HYPOTEKEN WECHSEL (HYPOBANK)	02.04.92	Baja a petición propia.
1216	OFICINA DE REPRESENTACION EN ESPAÑA DE THE SUMITOMO TRUST & BANKING, CO. LTD.	06.04.92	Alta con domicilio social en Pza. de Colón, 2, 9º B.-28046 Madrid.
1217	OFICINA DE REPRESENTACION EN ESPAÑA DE UNION BANK OF FINLAND INTERNATIONAL, S.A.	07.04.92	Alta con domicilio social en Parque Doña Sofía, 3, 1-J.-Pº Marítimo.-29640 Fuengirola (Málaga).

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas durante el primer semestre de 1992

(continuación)

Código	Nombre	Fecha	Concepto
OFICINAS DE REPRESENTACION DE BANCOS EXTRANJEROS (Continuación)			
1179	OFICINA DE REPRESENTACION EN ESPAÑA DE CASSA DI RISPARMIO DELLE PROVINCIE LOMBARDE	11.05.92	Baja a petición propia.
1198	CASSA DI RISPARMIO DI FIRENZE OFICINA DE REPRESENTACION EN MADRID	25.05.92	Cambio de denominación social por CASSA DI RISPARMIO DI FIRENZE S.p.A. OFICINA DE REPRESENTACION EN ESPAÑA.
1218	OFICINA DE REPRESENTACION EN ESPAÑA DE NORDBANKEN LUXEMBOURG, S.A.	10.06.92	Alta con domicilio social en Edificio Atenea, 2 (Urb. Torre Real).-29600 Marbella (Málaga).
1219	OFICINA DE REPRESENTACION EN ESPAÑA DE CREDIT LOCAL DE FRANCE	24.06.92	Alta con domicilio social en Pza. de Colón, 2, Torres de Colón II, 15-b.-28046 Madrid.
1220	OFICINA DE REPRESENTACION EN ESPAÑA DE SOCIETE MARSEILLAISE DE CREDIT	25.06.92	Alta con domicilio social en Marqués del Duero, 3, bajo dcha.-28001 Madrid.
CAJAS DE AHORRO			
2081	CAJA DE AHORROS DEL PENEDES	17.02.92	Cambio de denominación social por CAIXA D'ESTALVIS DEL PENEDES.
2102	CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE ALICANTE Y VALENCIA	22.04.92	Baja por fusión por absorción por la Caja de Ahorros del Mediterráneo.
2077	CAJA DE AHORROS DE VALENCIA, CASTELLON Y ALICANTE	16.06.92	Cambio de denominación social por CAJA DE AHORROS DE VALENCIA, CASTELLON Y ALICANTE, BANCAJA.
COOPERATIVAS DE CREDITO			
3172	CAJA DE CREDITO DEL COLEGIO DE INGENIEROS DE CAMINOS, CANALES Y PUERTOS, S.C.C.L.	07.01.92	Cambio de denominación social por CAJA CAMINOS, SOCIEDAD COOPERATIVA DE CREDITO.
3090	CAJA RURAL COMARCAL DE CARRION DE LOS CONDES, SOCIEDAD COOPERATIVA DE CREDITO LIMITADA, EN LIQUIDACION	09.04.92	Baja por disolución con liquidación.
3069	CAIXA RURAL DE CATALUNYA, S.C.C.C.L.	25.05.92	Baja por fusión por absorción por la CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE ZARAGOZA, ARAGON Y RIOJA.
SOCIEDADES ESPECIALIZADAS EN TASACION			
4368	COMPANIA HISPANA DE TASACIONES, S.A.	07.01.92	Cambio de domicilio social a Pº de la Castellana, 52.-28046 Madrid.
4401	GABINETE DE VALORACIONES, S.A.	07.01.92	Alta con domicilio social en Puerto Rico, 1, Bajos 7º.-17310 Lloret de Mar (Gerona).
4402	ENTIDAD DE TASACIONES, S.A.	07.01.92	Alta con domicilio social en Avda. de San Luis, 93.-28033 Madrid.
4403	INTA, SOCIEDAD ANONIMA, SOCIEDAD DE TASACIONES	03.02.92	Alta con domicilio social en Avda. de Pío XII, 28.-46015 Valencia.
4404	ARQUITASA SOCIEDAD DE TASACIONES DE COLEGIOS DE ARQUITECTOS DE ESPAÑA, CAJA DE ARQUITECTOS Y ASEMAS, S.A.	03.02.92	Alta con domicilio social en Pza. Nueva, 5.-08002 Barcelona.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas durante el primer semestre de 1992

(continuación)

Código	Nombre	Fecha	Concepto
SOCIEDADES ESPECIALIZADAS EN TASACION (Continuación)			
4318	COVIVIENDAS, S.A.	13.02.92	Baja.
4405	IBERAPPRAISAL, S.A.	13.02.92	Alta con domicilio social en Génova, 17.-28004 Madrid.
4406	TASACIONES Y PERITACIONES, SOCIEDAD ANONIMA, SOCIEDAD DE TASACIONES	17.03.92	Alta con domicilio social en Pº de la Habana, 109.-28036 Madrid.
4407	INFORMATICA Y VALORACIONES, S.A.	23.03.92	Alta con domicilio social en Raimundo Fernández Villaverde, 65.-28003 Madrid.
4408	TASACIONES ORFE, S.A.	06.04.92	Alta con domicilio social en Ecuador, 1.-28220 Majadahonda (Madrid).
4409	TASACIONES 92, S.A.	13.04.92	Alta con domicilio social en Pº de Almería, 24.-04001 Almería.
4387	URQUIJO TASACIONES, S.A.	14.05.92	Cambio de domicilio social a Juan Bravo, 3-C.-28006 Madrid.
4410	TASACIONES APPRAISE, S.A.	02.06.92	Alta con domicilio social en Avda. América, 40 (planta 4, dcha.).-28028 Madrid.
4411	PENIBETICA DE TASACIONES, S.A.	02.06.92	Alta con domicilio social en Betis, 49-50 (ático).-41010 Sevilla.
4412	EXPERTASA-EXPERTOS INMOBILIARIOS DE TASACIONES, S.A.	02.06.92	Alta con domicilio social en Provença, 304.-08008 Barcelona.
4413	ISLEÑA DE TASACIONES, S.A.	12.06.92	Alta con domicilio social en Pérez Galdós, 20.-11100 San Fernando (Cádiz).
4367	GABINETE DE TASACIONES INMOBILIARIAS, S.A.	16.06.92	Cambio de domicilio social a Agustín de Foxá, 22 (pl. 1-C).-28036 Madrid.
4383	TASABALEAR, S.A.	16.06.92	Cambio de domicilio social a Pasaje Santa Catalina de Siena, 4 (pl. 2-A).-07002 Palma de Mallorca.
SOCIEDADES DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO			
4797	SANTANDER DE LEASING, S.A.	07.01.92	Cambio de domicilio social a Pza. de Manuel Gómez Moreno, 2 (Edificio Alfredo Mahou).-28020 Madrid.
4833	EUROLEASING INMOBILIARIO, S.A., S.A.F.	07.01.92	Cambio de domicilio social a Avda. Diagonal, 615, 3º.-08021 Barcelona.
4820	LIS-LEASING INDUSTRIAL Y DE SERVICIOS, S.A.	22.01.92	Cambio de domicilio social a Serrano, 43-45.-28001 Madrid.
4799	SOCIEDAD DE LEASING PARA VEHICULOS MERCEDES-BENZ EN ESPAÑA, S.A.	03.02.92	Cambio de denominación social por SOCIEDAD DE LEASING PARA VEHICULOS MERCEDES-BENZ EN ESPAÑA, SOCIEDAD ANONIMA DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO.
4813	ESFINGE LEASING, S.A.	03.02.92	Cambio de denominación social por ESFINGE LEASING, SOCIEDAD ANONIMA, SOCIEDAD DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO.
4808	CAPITAL LEASING, S.A.	06.02.92	Cambio de domicilio social a Camino Monte Valdeoliva, Polígono Industrial «EL RASO», Carretera Nacional I, km. 36,200.-28750 San Agustín de Guadalix (Madrid).
4759	MASTER LEASING, SOCIEDAD DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO, S.A.	14.02.92	Baja por fusión por absorción por Cofiber Leasing, S.A.F., S.A.
4794	FIMOTOR LEASING, S.A.	03.03.92	Cambio de denominación social por NISSAN LEASING, SOCIEDAD ANONIMA, SOCIEDAD DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO.
4791	COFISA LEASING, S.A.	12.03.92	Baja por cambio de objeto social.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas durante el primer semestre de 1992

(continuación)

Código	Nombre	Fecha	Concepto
SOCIEDADES DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO (Continuación)			
4830	ABN LEASING ESPAÑA, S.A.	04.05.92	Cambio de domicilio social a Soto Hidalgo, 1.-28042 Madrid.
4827	MAPFRE LEASING, S.A.	19.05.92	Cambio de domicilio social a Pº de Recoletos, 33.-28004 Madrid.
4755	SECURITY PACIFIC LEASING, S.A.	04.06.92	Cambio de denominación social a SECURITY PACIFIC LEASING, SOCIEDAD ANONIMA DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO.
4730	IBERCORP LEASING, E.A.F., S.A.	05.06.92	Cambio de denominación social por FINANCO LEASING, ENTIDAD DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO, S.A.
SOCIEDADES DE CREDITO HIPOTECARIO			
8230	HIPOTECARIO 86, S.A., S.C.H.	03.03.92	Cambio de denominación social por IBERCORP HIPOTECARIO, S.C.H., S.A. y de domicilio social a José Ortega y Gasset, 29.-28006 Madrid.
8228	AMERICO HISPANA, SOCIEDAD ANONIMA, S.C.H.	04.05.92	Cambio de domicilio social a Velázquez, 113.-28006 Madrid.
8226	CORPORACION HIPOTECARIA CENTRAL, S.C.H., S.A.	11.05.92	Cambio de domicilio social a Serrano, 89, pl. 2.-28006 Madrid.
8218	MAPFRE HIPOTECARIA, S.C.H., S.A.	20.05.92	Cambio de domicilio social a Pº de Recoletos, 33.-28004 Madrid.
8212	BEX HIPOTECARIO, S.A., S.C.H.	05.06.92	Cambio de domicilio social a Zorrilla, 3.-28014 Madrid.
8230	IBERCORP HIPOTECARIO, SOCIEDAD DE CREDITO HIPOTECARIO, S.A.	05.06.92	Cambio de denominación social por FINANCO HIPOTECARIO, SOCIEDAD DE CREDITO HIPOTECARIO, S.A.
ENTIDADES DE FINANCIACION			
8355	FINANCIERA DE SERVICIOS GENERALES, S.A. DE FINANCIACION	20.01.92	Cambio de domicilio social a Carretera de La Coruña, km. 17,900.-28230 Las Rozas (Madrid).
8739	UNION FINANCIERA INDUSTRIAL, S.A. DE FINANCIACION	03.02.92	Cambio de denominación social por UNION FINANCIERA INDUSTRIAL, SOCIEDAD ANONIMA, ENTIDAD DE FINANCIACION.
8414	FICEN, S.A. (FINANCIERA CENTRO, S.A.) E.F.	05.02.92	Cambio de domicilio social a Orense, 11.-28020 Madrid.
8675	CORPORACION HIPOTECARIA, S.A. ENTIDAD DE FINANCIACION	07.02.92	Baja por cambio de objeto social.
8783	CONAFIN, SOCIEDAD ANONIMA DE FINANCIACION	10.02.92	Baja por cambio de objeto social.
8775	PROGRESO BARCELONA, SOCIEDAD ANONIMA, S.F.	14.02.92	Cambio de denominación por URQUIJO FINANCIACION, SOCIEDAD ANONIMA, ENTIDAD DE FINANCIACION, y de domicilio social a Juan Bravo, 3 C, 3º.-28006 Madrid.
8565	ENTIDAD FINANCIERA DE DESCUENTOS Y REDESCUENTOS, S.A.	20.02.92	Cambio de denominación social por CENTROBAN, ENTIDAD DE CREDITO Y FINANCIACION, S.A.
8711	CAJA ESPAÑOLA FINANCIERA, S.A., E.F.	20.02.92	Cambio de domicilio social a Velázquez, 113.-28006 Madrid.
8322	FIGUI, S.A., ENTIDAD DE FINANCIACION	05.03.92	Baja por revocación de la autorización para operar como Entidad de Financiación.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas durante el primer semestre de 1992

(continuación)

Código	Nombre	Fecha	Concepto
ENTIDADES DE FINANCIACION (Continuación)			
8768	COMPAÑIA DE FINANCIACION DE VEHICULOS DE MOTOR, S.A.	11.03.92	Cambio de denominación social por NISSAN FINANCIACION, SOCIEDAD ANONIMA, ENTIDAD DE FINANCIACION.
8306	FINANCAISA, S.A.	12.03.92	Baja por cambio de objeto social.
8694	COMPAÑIA DE FINANCIACION INTERCOMEX, S.A.	12.03.92	Baja por cambio de objeto social.
8800	AROFINANCE, ENTIDAD DE FINANCIACION, S.A.	01.04.92	Alta con domicilio social en Gran Vía de D. Diego López de Haro, 35.-48009 Bilbao (Vizcaya).
8304	SOCIEDAD DE GESTION Y COOPERACION FINANCIERA, S.A.	02.04.92	Baja a petición propia.
8576	CENTRAL DE CREDITOS Y FINANCIACIONES, S.A., E.F.	06.04.92	Baja a petición propia.
8498	MAPFRE FINANZAS DEL SUR, E.F., S.A.	04.05.92	Cambio de domicilio social a Avda. de la Aurora, 34-36.-29006 Málaga.
8756	FIDARE COMPAÑIA DE FINANCIACION, S.A.	11.05.92	Baja por cambio de objeto social.
8676	TRADEMATI, S.A.	13.05.92	Baja por cambio de objeto social.
8791	BNP-CONSUMO, S.A. ENTIDAD DE FINANCIACION	14.05.92	Cambio de domicilio social a Génova, 27.-28004 Madrid.
8794	FINEX ESPAÑA, ENTIDAD DE FINANCIACION, S.A.	19.05.92	Cambio de domicilio social a Pº de Recoletos, 33.-28004 Madrid.
8427	MAPFRE FINANZAS, ENTIDAD DE FINANCIACION, S.A.	20.05.92	Cambio de domicilio social a Pº de Recoletos, 33.-28004 Madrid.
8691	IBERCORP FINANCIACIONES, ENTIDAD DE FINANCIACION, S.A.	04.06.92	Cambio de denominación social por FINANCO FINANCIACIONES, ENTIDAD DE FINANCIACION, S.A.
8390	GEGRESA BARCELONA, S.A., ENTIDAD DE FINANCIACION	08.06.92	Baja por cambio de objeto social.
8801	GESTION DE TARJETAS, ENTIDAD DE FINANCIACION, S.A.	16.06.92	Alta con domicilio social en Pº de La Habana, 54.-28036 Madrid.
8802	AVCO SERVICIOS FINANCIEROS, ENTIDAD DE FINANCIACION, S.A.	18.06.92	Alta con domicilio social en Fernández de la Hoz, 68.-28003 Madrid.
8350	FINCATA, SOCIEDAD ANONIMA, COMPAÑIA DE FINANCIACION	19.06.92	Cambio de denominación social por BEX FINANZAS CATALUÑA, SOCIEDAD ANONIMA, COMPAÑIA DE FINANCIACION.
8350	BEX FINANZAS CATALUÑA, SOCIEDAD ANONIMA, COMPAÑIA DE FINANCIACION	19.06.92	Baja por fusión por absorción por BEX FINANZAS, S.A., E.F.
8401	COMPAÑIA DE FINANCIACION CASE, S.A.	26.06.92	Baja por cambio de objeto social.
SOCIEDADES DE FACTORING			
8917	CAIXAFACORING, S.A., E.F.	14.01.92	Alta con domicilio social en Avda. Diagonal, 520.-08029 Barcelona.
8903	HELLER FACTORING ESPAÑOLA, S.A.	05.02.92	Cambio de denominación social por HELLER FACTORING ESPAÑOLA SOCIEDAD ANONIMA, ENTIDAD DE FINANCIACION Y FACTORING.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas durante el primer semestre de 1992
(continuación)

Código	Nombre	Fecha	Concepto
SOCIEDADES DE FACTORING (Continuación)			
8913	MAPFRE FACTORING, ENTIDAD DE FINANCIACION, S.A.	20.05.92	Cambio de domicilio social a Pº de Recoletos, 33.-28004 Madrid.
SOCIEDADES DE GARANTIA RECIPROCA			
9842	SOCIEDAD DE GARANTIA RECIPROCA DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA DE GRAN CANARIA, LANZAROTE Y FUERTEVENTURA, S.G.R.	17.03.92	Cambio de denominación social por SOCIEDAD DE AVALES DE CANARIAS SOGAPYME, SOCIEDAD DE GARANTIA RECIPROCA.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas durante el mes de junio de 1992

Código	Nombre	Fecha	Concepto
BANCOS			
0015	BANCA CATALANA, S.A.	05.06.92	Cambio de domicilio social a Avda. Diagonal, 662-664.-08034 Barcelona.
OFICINAS DE REPRESENTACION DE BANCOS EXTRANJEROS			
1218	OFICINA DE REPRESENTACION EN ESPAÑA DE NORDBANKEN LUXEMBOURG, S.A.	10.06.92	Alta con domicilio social en Edificio Atenea, 2, Urb. Torre Real.-29600 Marbella (Málaga).
1219	OFICINA DE REPRESENTACION EN ESPAÑA DE CREDIT LOCAL DE FRANCE	24.06.92	Alta con domicilio social en Pza. de Colón, 2, Torres de Colón II, 15 B.-28046 Madrid.
1220	OFICINA DE REPRESENTACION EN ESPAÑA DE SOCIETE MARSEILLAISE DE CREDIT	25.06.92	Alta con domicilio social en Marqués del Duero, 3, bajo dcha.-28001 Madrid.
CAJAS DE AHORRO			
2077	CAJA DE AHORROS DE VALENCIA, CASTELLON Y ALICANTE	16.06.92	Cambio de denominación social por CAJA DE AHORROS DE VALENCIA, CASTELLON Y ALICANTE, BANCAJA.
DEMÁS ENTIDADES (Ley 26/1988)			
4410	TASACIONES APPRAISE, S.A.	02.06.92	Alta con domicilio social en Avda. de América, 40, planta 4, dcha.-28028 Madrid.
4411	PENIBETICA DE TASACIONES, S.A.	02.06.92	Alta con domicilio social en Betis, 49-50, ático.-41010 Sevilla.
4412	EXPERTASA-EXPERTOS INMOBILIARIOS DE TASACIONES, S.A.	02.06.92	Alta con domicilio social en Provença, 304.-08008 Barcelona.
4755	SECURITY PACIFIC LEASING, S.A.	04.06.92	Cambio de denominación social por SECURITY PACIFIC LEASING, SOCIEDAD ANONIMA DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO.
8691	IBERCORP FINANCIACIONES, E.F., S.A.	04.06.92	Cambio de denominación social por FINANCO FINANCIACIONES, E.F., S.A.
8230	IBERCORP HIPOTECARIO, S.C.H., S.A.	05.06.92	Cambio de denominación social por FINANCO HIPOTECARIO, S.C.H., S.A.
8212	BEX HIPOTECARIO, S.A., S.C.H.	05.06.92	Cambio de domicilio social a Zorrilla, 3.-28014 Madrid.
4730	IBERCORP LEASING, E.A.F., S.A.	05.06.92	Cambio de denominación social por FINANCO LEASING, E.A.F., S.A.
8390	GECRESA BARCELONA, S.A., ENTIDAD DE FINANCIACION	08.06.92	Baja por cambio de objeto social.
4413	ISLEÑA DE TASACIONES, S.A.	12.06.92	Alta con domicilio social en Pérez Galdós, 20.-11100 San Fernando (Cádiz).
8801	GESTION DE TARJETAS, E.F., S.A.	16.06.92	Alta con domicilio social en Pº de la Habana, 54.-28036 Madrid.
4367	GABINETE DE TASACIONES INMOBILIARIAS, S.A.	16.06.92	Cambio de domicilio social a Agustín de Foxá, 22, 1º C.-28036 Madrid.
4383	TASABALEAR, S.A.	16.06.92	Cambio de domicilio social a Pasaje Santa Catalina de Siena, 4, 2º A.-07002 Palma de Mallorca.
8802	AVCO SERVICIOS FINANCIEROS, ENT. FINANC., S.A.	18.06.92	Alta con domicilio social en Fernández de la Hoz, 68.-28003 Madrid.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas durante el mes de junio de 1992

(continuación)

Código	Nombre	Fecha	Concepto
DEMÁS ENTIDADES (Ley 26/1988) (continuación)			
8350	FINCATA, SOCIEDAD ANONIMA, CIA. FINANCIACION	19.06.92	Cambio de denominación social por BEX FINANZAS CATALUÑA, SOCIEDAD ANONIMA, COMPAÑIA DE FINANCIACION.
8350	BEX FINANZAS CATALUÑA, S.A., CIA. FINANCIACION	19.06.92	Baja por fusión por absorción por BEX FINANZAS, SOCIEDAD ANONIMA, E.F.
8401	COMPAÑIA DE FINANCIACION CASE, S.A.	26.06.92	Baja por cambio de objeto social.

PUBLICACIONES RECIENTES DEL BANCO DE ESPAÑA

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

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

Javier Santillán

LA IDONEIDAD Y ASIGNACION DEL AHORRO MUNDIAL DOCUMENTO DE TRABAJO N° 9213

Este trabajo comienza describiendo las grandes tendencias del ahorro en los principales países industriales durante las últimas décadas y repasando las explicaciones que cuentan con mayor aceptación al respecto, basadas en la teoría del ciclo vital, de acuerdo con la cual el factor demográfico, la renta y la riqueza son los principales elementos determinantes del ahorro privado. A continuación, se discute la cuestión de la idoneidad del ahorro a partir de test basados en los modelos de crecimiento. Dichos test no han detectado niveles de ahorro excesivos en ninguno de los grandes países industriales. Por el contrario, existe evidencia sobre niveles de ahorro insuficientes en Estados Unidos, obtenida a partir de la comparación de sendas de crecimiento alternativas correspondientes a distintos niveles de ahorro.

Seguidamente, se debate el grado de movilidad del capital alcanzado en años recientes y en qué medida ello ha podido afectar a las pautas ahorradoras de algunos países, al facilitar la financiación de déficit por cuenta corriente, que ha alcanzado niveles sin precedentes recientes. Por último, se abordan algunas implicaciones de la discusión anterior para el proceso de Unión Monetaria en Europa y se presentan algunas conclusiones, entre las que cabe resaltar la necesidad de establecer mecanismos que garanticen la disciplina ahorradora, tanto a nivel nacional como internacional.