

EL MERCADO DE DIVISAS EN ESPAÑA: ORGANIZACION Y FUNCIONAMIENTO

Daniel ALVAREZ PASTOR
Fernando EGUIDAZU

I. EL MERCADO ESPAÑOL DE DIVISAS

1. Introducción

El objeto de estas páginas es el análisis de las normas que regulan el funcionamiento del mercado español de divisas. No vamos a entrar en el estudio del mercado de divisas en general, ni en cuestiones de política económica tales como los distintos sistemas de determinación del tipo de cambio, la influencia del nivel del tipo de cambio sobre los movimientos de capital —y la forma en que ello afecta a las magnitudes monetarias— u otras cuestiones de esta naturaleza cuyo análisis rabasaría con mucho el marco de estas páginas. Sobre los mercados de divisas en general, remitimos al lector a la bibliografía disponible (1).

El estudio del mercado español de divisas exige considerar dos aspectos: en primer lugar, las fuerzas de la oferta y la demanda de divisas que concurren en el mercado; y en segundo lugar, el funcionamiento del mercado y las normas legales que lo regulan, y que afectan a los sujetos participantes en él.

En lo que respecta a la oferta y la demanda de divisas en el mercado, comenzaremos por señalar que la oferta está constituida por: 1) las divisas cedidas al mercado (ofrecidas contra pesetas) por todos aquellos residentes en España que, a su vez, las hubieran obtenido por cualquier concepto (cobro de exportaciones de mercancías, servicios prestados a no residentes, remesas de emigrantes, rendimientos de inversiones españolas en el extranjero, etc.) y no desearan conservarlas; 2) la oferta de divisas contra pesetas aportada por no residentes que desean tales pesetas bien para efectuar inversiones en España, bien para su colocación en activos financieros (incluso depósitos bancarios o saldos en cuenta corriente) con fines especulativos o de rentabilidad, y 3) la oferta de divisas de las propias entidades bancarias españo-

las que, por propia conveniencia (cálculo rentabilidad-riesgo), ofrecen o demandan divisas contra pesetas según las circunstancias.

A su vez, la demanda de divisas está constituida por: 1) las divisas adquiridas contra pesetas por los residentes que precisan efectuar pagos o transferencias al extranjero por cualquier concepto (pagos por importaciones de mercancías, servicios recibidos de no residentes, inversiones españolas en el extranjero, etc.), o que, simplemente, desean mantener saldos en moneda extranjera; 2) las adquiridas por no residentes que, siendo poseedores de saldos en pesetas por cualquier concepto (desinversiones extranjeras en España, liquidación de activos financieros, saldos en cuentas extranjeras de pesetas convertibles...), desean desprenderse de ellas, y 3) la demanda de divisas contra pesetas de las propias entidades bancarias españolas por fines propios.

Estas ofertas y demandas de divisas confluyen en el mercado determinando, en su nivel de equilibrio, el precio relativo divisas-pesetas; esto es, el tipo de cambio.

Si el mercado de divisas fuera no solamente libre (en el sentido de que el tipo de cambio se fija por el libre juego de la oferta y la demanda, sin ser limitado ni afectado por la intervención de las autoridades monetarias), sino además desprovisto de cualquier tipo de ordenación, regulación u organización (de forma que cualquiera pudiera concurrir directamente a él sin someterse a regla alguna), parece claro que el sistema resultante sería de imposible funcionamiento: la mecánica de contratación resultaría caótica, no habría forma de casar las distintas ofertas y demandas ni de determinar un tipo de cambio transparente, y, en suma, un mercado así daría base a todo tipo de maniobras y operaciones desleales, cuando no fraudulentas.

Es por eso por lo que los mercados de divisas, al igual que los mercados de valores o los de *commodities*, están sujetos, sin dejar por ello de mere-

cer el calificativo de libres en el sentido antes enunciado, a un conjunto de reglas de funcionamiento que se encaminan no a coartar la libertad de las partes, sino a asegurar la fluidez y corrección de las operaciones y la transparencia del mercado.

Una de las bases o principios de tal regulación es la limitación de la concurrencia en dicho mercado a determinadas personas o entidades (los socios del mercado), de forma que los particulares que deseen comprar y vender divisas deben hacerlo precisamente a través de una de esas entidades. Las entidades participantes garantizan, a su vez (bajo normas muy estrictas), tanto a sus clientes como a la autoridad monetaria, la ortodoxia de sus operaciones.

En el caso del mercado de divisas español, la participación directa en él se circunscribe a los bancos operantes en España, cajas de ahorros y entidades de depósito inscritas en los registros oficiales del Banco de España; es decir, a las denominadas «entidades registradas» (2) que concurren al mismo para comprar y vender las divisas solicitadas o cedidas por sus clientes, aparte de tomar sus posiciones propias.

En el mercado de divisas, no solamente intervienen las entidades de depósito. La presencia del Banco de España, que formula sus propias cotizaciones, es determinante para la formación del tipo de cambio, máxime si recordamos que la integración de España en el Sistema Monetario Europeo (SME) consagra la necesidad de intervención cuando el tipo de cambio rebasa los niveles de fluctuación máximo y mínimo establecidos. Y esta presencia se manifiesta no solamente en su propia participación en el mercado comprando y vendiendo divisas, sino en su actividad normativa, en el sentido de que es el Banco de España quien determina las reglas de funcionamiento del mercado.

Las actuales normas reguladoras del mercado de divisas arrancan históricamente del Decreto-Ley 10/59, de 21 de julio, de Ordenación Económica, desarrollado inmediatamente por una Orden de 25-VIII-59. Dicho Decreto-Ley creó un primer mecanismo de mercado de divisas en España, bien que fuertemente intervenido. Diversas normas posteriormente dictadas —por el Instituto Español de Moneda Extranjera (IEME), primero, y por el Banco de España, después— fueron, a lo largo de los años sesenta, setenta y ochenta, desarrollando y flexibilizando el mercado hasta llegar a su configuración actual (3).

En la actualidad, las normas que regulan el funcionamiento del mercado español de divisas son las siguientes:

— Circular 1/1987, de 7 de enero, del Banco de España, sobre riesgo de cambio.

— Circular 1/1991, de 22 de enero, del Banco de España, sobre mercado de divisas, instrumentos de cobertura de riesgo de cambio.

Tales normas tienen su fundamento legal en la Ley 40/79, de 10 de diciembre, de Régimen Jurídico de Control de Cambios, y Ley 30/80, de 21 de junio, de órganos rectores del Banco de España.

2. Concepto y clases de divisas

2.1. Concepto de divisa

Define el Diccionario de la Real Academia el término «divisa» como la «moneda, billete o efecto mercantil de cualquier país extranjero». En su acepción común la divisa es sinónimo de «moneda extranjera», y en este sentido el concepto que la mayoría de la gente tiene del término es claro.

Ahora bien, conceptualizar la divisa como moneda extranjera o «dinero extranjero» no resuelve el problema de la definición, ni mucho menos sus implicaciones legales (4). Sería preciso, como paso previo, concretar qué se entiende por dinero extranjero, lo que, a su vez, nos llevaría a referirnos al concepto del dinero y distinguir su triple cualidad como unidad de cuenta, medio de pago y activo financiero (5).

Si nos atenemos a la primera acepción del dinero como unidad de cuenta, podemos definir la divisa como la «unidad de cuenta legalmente vigente en un país distinto del propio». Ahora bien, esta definición, aunque conceptualmente suficiente, no lo es desde el punto de vista jurídico-mercantil. Debemos, por tanto, referirnos a las restantes acepciones.

Las definiciones que del término divisa nos dan los diversos autores varían en amplitud según se refieran exclusivamente a la primera acepción o incluya también la segunda. Definiciones del dinero en sentido amplio son, por ejemplo, la de Yeager, para quien el concepto de divisa engloba no sólo las monedas y billetes de banco extranjeros, sino cualquier otro derecho en moneda extranjera (6), o la que da la Ley de Control de Cambios (Ley 40/79, de 10 de diciembre), cuyos artículos 2.º y 6.º se refieren conjuntamente a la moneda metálica, billetes de banco y «cualquier medio de pago o instrumento de giro o crédito» cifrado en moneda extranjera (7).

Por nuestra parte, entendemos que estas definiciones pecan de excesiva amplitud, y que el con-

cepto de divisa se debe circunscribir a la acepción del dinero como medio de pago. En este sentido, conceptuamos como divisas los medios de pago denominados en moneda extranjera; esto es, los denominados en unidades monetarias distintas de la legalmente vigente en el país del poseedor.

Bajo tal definición, son divisas las monedas y billetes de banco extranjeros, así como los depósitos bancarios cifrados en moneda distinta a la del país en que están constituidos, pero no lo serían los activos financieros tales como bonos, pagarés, etcétera (8).

El concepto de la divisa como «medio de pago en moneda extranjera» aparece con mayor o menor precisión en diversos autores. Así, Núñez Lagos señala con especial acierto lo siguiente: «Por divisa se entiende, a falta de definición legal, los medios de pago cifrados en moneda extranjera, o sea, los billetes de banco y los saldos y haberes en cuentas bancarias, de los que se puede disponer mediante transferencia, talón o cheque, todo ello, billetes o saldos bancarios, expresados en unidades monetarias extranjeras, y siempre que sean distintas a las correspondientes al país del titular o tenedor. Porque, por ejemplo, billetes franceses o saldos en cuentas bancarias de francos franceses, estén en Francia o fuera de Francia, son divisas para cualquier persona que los tenga o sea su titular, menos para los residentes en Francia, pues para éstos son su moneda ordinaria. A las divisas se les llama usualmente dinero extranjero» (9).

Asimismo, Seldon y Pennance, aunque definen las divisas en forma tautológica como «moneda de otros países», hacen a continuación referencia explícita a su utilización «para comprar bienes y servicios al extranjero y para hacer donaciones a las personas de otros países». Por su parte, Bernard y Colli consideran divisas los «medios de pago expresados en una moneda extranjera», citando como ejemplo de tales medios de pago los billetes, cheques de viaje, depósitos bancarios, etc. Igualmente, aunque sin dar una definición formal, se expresa Saiz Cebrecos al referirse a la divisa como medio de pago (10).

Mucho más limitado es el concepto dado por Manzanedo, Hernando y Gómez Reino, para quienes la divisa es «cualquier moneda extranjera de curso legal» (añadiendo que «la moneda de curso legal es un medio de pago con pleno poder liberatorio y de forzosa admisión»), lo que limita la definición a la moneda metálica y billetes de banco extranjeros (dinero legal), excluyendo de ella a los depósitos bancarios (11).

Como puede apreciarse, aunque la doctrina coincide generalmente en la apreciación de las divisas como medios de pago cifrados en moneda extranjera, la coincidencia disminuye a la hora de concretar los instrumentos específicos que pueden clasificarse como tales medios de pago. En cuanto a esto último, es necesario hacer referencia a las peculiaridades de los billetes de banco como medio de pago.

2.2. *Distinción divisa-billete de Banco*

Desde un punto de vista conceptual, es absolutamente claro que los billetes de banco extranjeros son divisas, en cuanto que son «medios de pago cifrados en moneda extranjera»; más aún si consideramos su pleno poder liberatorio legal, que no tienen otros medios de pagos (abonos en cuenta mediante transferencia bancaria, cheque...). Ahora bien, tanto en la legislación española como en la de numerosos países, e incluso en la práctica bancaria internacional, se establece una neta distinción entre los billetes de banco y los restantes medios de pago conceptuados como divisa.

La razón de esta distinción debe buscarse en aquellas peculiaridades de los billetes de banco que no se presentan en los instrumentos bancarios de pago. Algunas de estas peculiaridades (ausencia de rentabilidad, necesidad de manejo físico, riesgo eventual de destrucción, pérdida o robo...) explican que su cotización sea distinta de la de las divisas. Otras de entre ellas (anonimato en su tenencia, inexistencia de rastro o evidencia documental en las transacciones que instrumentan...) explican que su movimiento físico a través de las fronteras —o incluso su utilización para pagos entre residentes y no residentes— esté sujeta a limitaciones, incluso en algunos países que mantienen una absoluta libertad de cambios.

2.3. *Clases de divisas*

Desde un punto de vista general, las divisas pueden clasificarse en convertibles y no convertibles.

Son divisas convertibles aquellas que, en virtud de las normas legales de su país emisor, pueden ser libremente cambiadas por cualquier otra moneda, sea quien sea su poseedor y sea cual sea la causa de su adquisición. Tal cambio o conversión se efectúa en el mercado de divisas al tipo de cambio cotizado en el mismo.

Son, en cambio, divisas no convertibles aquellas que carecen de esta facultad, bien con carácter absoluto (divisas inconvertibles), bien de forma limitada o condicionada en función de la naturaleza

de su poseedor (persona residente o no residente) o de la causa de su adquisición (por conceptos determinados o previa autorización).

Una categoría especial, dentro de las no convertibles, la constituyen las llamadas «divisas bilaterales», que son aquellas en las que se instrumentan los cobros y pagos del país en cuestión con aquellos otros países con los que tuviera establecidos acuerdos bilaterales de comercio y pagos.

Tales acuerdos establecen normalmente mecanismos de compensación, de forma que el importador paga, en su propia moneda, a su banco central al tipo de cambio establecido para la «divisa bilateral» en cuestión, acreditando el banco central dicha suma a favor del banco central del otro país. A su vez, los importadores de este segundo país hacen otro tanto con su respectivo banco central, compensándose al final del período ambos bancos centrales sus créditos respectivos y liquidándose el saldo resultante a favor de uno u otro (12).

En lo que respecta a la normativa española, y a los efectos del funcionamiento del mercado de divisas, la Circular 1/1991, del Banco de España, clasifica las divisas en dos grupos: divisas que son objeto de cotización por el Banco de España y divisas que no lo son.

Adviértase que, de acuerdo con dicha norma, cualquier divisa puede ser libremente cotizada en el mercado español (norma 1.^a 1); pero solamente algunas de ellas, en concreto las enumeradas en la citada circular, son objeto de cotización por el Banco de España. Las restantes, caso de cotizarse entre entidades registradas, lo hacen sin participación alguna del banco emisor.

a) Divisas objeto de cotización en el mercado por parte del Banco de España:

Son, de acuerdo con la Circular 1/1991 (norma 1.^a 2), las veinte siguientes:

1. Dólar USA.
2. Ecu (European Currency Unit, o Unidad de Cuenta Europea).
3. Marco alemán.
4. Franco francés.
5. Libra esterlina.
6. Lira italiana.
7. Franco belga y luxemburgués.
8. Florín holandés.
9. Corona danesa.
10. Libra irlandesa.
11. Escudo portugués.
12. Dracma griego.
13. Dólar canadiense.

14. Franco suizo.
15. Yen japonés.
16. Corona sueca.
17. Corona danesa.
18. Marco finlandés.
19. Chelín austríaco.
20. Dólar australiano.

El Banco de España se reserva el derecho a modificar esta lista en cualquier momento, añadiendo o restando monedas a la misma por el simple procedimiento de publicar en el *Boletín Oficial del Estado* cualquier modificación de la misma (norma 1.^a 2 de la Circular 1/1991).

b) Divisas que no son objeto de cotización por el Banco de España. Son, por exclusión, todas las no contenidas en la anterior lista.

Como antes se indicó, que una divisa no sea objeto de cotización por el Banco de España no impide que pueda ser libremente cotizada —y, por tanto, objeto de transacciones— por parte de las entidades operantes en dicho mercado.

3. Clases de mercado

Los mercados de divisas pueden clasificarse, según el plazo de las operaciones, en mercados de contado (*spot*) y mercados a plazo o de futuro (*forward*); y según su regulación, en mercados libres o reglados.

Los mercados de contado están constituidos por el conjunto de operaciones de compraventa de divisas con valor mismo día, valor día hábil siguiente y valor dos días hábiles siguientes. Esta, que es la convención universalmente admitida, está expresamente definida en la Circular 1/1991 del Banco de España (norma 2.^a 1).

Los mercados a plazo están constituidos por el conjunto de operaciones de compraventa de divisas con vencimiento superior a dos días hábiles de mercado. Esta es, asimismo, la definición dada por la citada Circular (norma 4.^a).

En cuanto a su regulación, se dice que un mercado de divisas es un mercado reglado cuando la autoridad monetaria (en principio, el banco central) establece sus normas de funcionamiento, determinando las reglas para la determinación del *fixing*, indicando el orden y mínimos de contratación de las monedas y, en general, estableciendo los procedimientos de dicha contratación. Un mercado libre es aquel que no es objeto de tal reglamentación oficial, lo cual no quiere decir que dicho mer-

cado no esté sujeto a ciertas reglas y procedimientos, siquiera sean las tácitamente establecidas y aceptadas por los operadores.

II. EL MERCADO DE DIVISAS DE CONTADO

1. Funcionamiento del mercado

Como se ha señalado anteriormente, los residentes o no residentes que, por cualquier razón, desean adquirir o vender pesetas contra divisas se dirigen a las entidades de depósito, las cuales, a su vez, concurren al mercado de divisas para comprar o vender —a otras entidades registradas, a otras entidades bancarias extranjeras o, eventualmente, al propio Banco de España— las divisas que necesiten o que les sobren en función de las necesidades de su clientela. Y, asimismo, compran o venden divisas atendiendo a sus propios fines y estrategias.

De acuerdo con la norma 2.^a 1 de la Circular 1/1991, las entidades registradas pueden realizar, en el mercado de contado, operaciones de compra y venta de divisas (tanto contra pesetas como contra otras divisas) con personas físicas o jurídicas residentes en España; personas físicas o jurídicas no residentes, y otras entidades registradas (13).

Bajo un sistema de monopolio absoluto de la tenencia y comercio de divisas por parte del banco central, una entidad de depósito debería actuar así: cada vez que un cliente le ofreciese divisas (las cediese al mercado), dicha entidad las adquiriría contra pesetas al cambio de cada día, para, a continuación, cederlas al banco central. E inversamente, cada vez que un cliente le solicitase divisas, debería previamente adquirirlas al banco central para luego vendérselas a su cliente. Todo lo más, la entidad podría casar las ofertas y demandas de divisas recibidas de sus clientes en el curso de la jornada, debiendo, al término de ésta, liquidar el saldo remanente (positivo o negativo) con el banco central.

No hace falta señalar que tal sistema sólo podrá funcionar —siquiera malamente— en un país cuyo volumen de intercambios con el extranjero sea muy reducido. Cuando el número de operaciones diarias sea elevado, el retraso y entorpecimiento que este mecanismo provocará en los cobros y pagos exteriores lo hará impracticable.

Entendiéndolo así, las normas de control de cambios facultaron ya desde antiguo a las enton-

ces denominadas «entidades delegadas» para mantener un determinado saldo en divisas (en cuentas con sus corresponsales bancarios extranjeros) con el que poder atender a las necesidades de sus clientes.

Dicho saldo se denominó «posición de contado», y fue objeto de estricta regulación por el Banco de España tanto en la forma de utilizarlo como en su cuantía máxima. Bajo el sistema legal anterior a 1992, basado en la prohibición de que los residentes mantuvieran saldos en divisas salvo autorización expresa (y la consiguiente obligación de los mismos de ceder las que obtuvieran por cualquier causa dentro de los quince días siguientes a su disponibilidad), la autorización concedida a los bancos para mantener esta «posición en divisas» suponía una excepción a dicho principio, justificada por las necesidades operativas antes mencionadas.

A partir de 1987 esta posición de contado pasó a formar parte de un concepto más amplio, denominado «posición en moneda extranjera», que es el volumen total de activos en divisas que, de acuerdo con la Circular 1/1987, del Banco de España, pueden mantener las entidades registradas.

Al suprimirse, a partir de febrero de 1992, las restricciones de cambios, y ser ya en consecuencia libres los residentes para adquirir y mantener saldos en divisas en cuantía ilimitada y bajo cualquier forma (incluso en cuentas en el extranjero), este carácter de excepcionalidad de la posición ha desaparecido lógicamente. Más aún, en la medida en que la «posición en moneda extranjera» de las entidades registradas tiene establecido un límite máximo por el Banco de España que éstas no pueden rebasar, cabría aducir que dichas entidades registradas están discriminadas en comparación con los restantes residentes no bancarios, que pueden mantener saldos en cuantía ilimitada; y que dicha discriminación no encuentra justificación en el control de cambios. Pero se debe recordar, a tal respecto, que las razones por las que el Banco de España impone límites a la «posición» y a los riesgos en moneda extranjera se deben buscar en las consideraciones de prudencia bancaria que la autoridad monetaria debe tutelar, y no ya en consideraciones de control de cambios.

Sobre las normas que regulan la «posición» nos extenderemos más adelante. Volviendo ahora al funcionamiento del mercado de divisas, señalaremos que cada vez que una persona, residente o no, ofrece divisas contra pesetas a una entidad de depósito, ésta las adquirirá al cambio de ese día

(luego nos referiremos a este extremo), incorporándolas a su «posición». Y cada vez que alguien se las demande, la entidad se las venderá (también al cambio del día) con cargo a dicha «posición».

Naturalmente, es muy difícil que estas ofertas y demandas sean equilibradas divisa por divisa. Lo usual será que la entidad registre un exceso de oferta en unas divisas y un exceso de demanda en otras. La entidad, a su vez, en base a sus propias apreciaciones sobre la evolución de los tipos de cambio, deseará tener posiciones elevadas en unas divisas y reducidas en otras. Y como resultado, lo normal será que dicha entidad deba dirigirse, a su vez, a otras entidades registradas para vender las cantidades sobrantes de unas divisas y comprar las cantidades necesarias de otras. Estas compraventas por parte de las entidades registradas entre sí configuran el mercado interbancario de divisas.

El mercado de divisas, en su sentido económico, está constituido por el conjunto de operaciones de compra y venta efectuadas por las entidades de depósito entre sí y con el Banco de España. Estas operaciones se efectúan a lo largo de toda la jornada hábil y desde el comienzo mismo de ésta, y a resultas de las mismas la «posición» de cada entidad es objeto de constante modificación.

Las normas que regulan este mercado interbancario de divisas están contenidas en la Circular 1/1991, de 22 de enero, del Banco de España, y son las siguientes:

1.º Solo pueden operar en el mercado interbancario de divisas al contado las entidades registradas (14).

La lista de entidades registradas está contenida en la Circular 28/1984, del Banco de España (anexo E), requiriéndose publicación en el *Boletín Oficial del Estado* para cualquier modificación de la misma.

2.º El mercado interbancario de divisas está abierto todos los días de lunes a viernes, con excepción de los declarados inhábiles a efectos de mercado de divisas (norma 2.ª 2).

Como antes se indicó, el mercado interbancario no consiste en una localización física, sino en el conjunto de ofertas y demandas de divisas cruzadas por las entidades registradas entre sí por cualquier medio (teléfono, télex...) desde que se abre la sesión y a lo largo de toda la jornada, culminando con la sesión del mercado de divisas en que se determina el *fixing* del día (cuestión a la que nos referiremos más adelante).

4.º Cualquier divisa puede ser libremente cotizada en el mercado español por las entidades registradas (norma 1.ª 1). No existe limitación alguna a este respecto. Ahora bien, el Banco de España solamente cotiza las 20 monedas enumeradas en la norma 1.ª 2 de la Circular (relación que puede ser modificada por el Banco de España, añadiendo o restando monedas a la lista, mediante publicación en el *Boletín Oficial del Estado*). Por tanto, para las restantes divisas, las cotizaciones practicadas por las entidades registradas carecerán de referencia alguna por parte del banco central (15).

5.º La contratación de divisas entre las entidades se realiza a los cambios que resulten del libre juego de la oferta y la demanda.

Con arreglo a esta norma, el cambio al que se cierre una compraventa cualquiera de divisas entre dos entidades registradas en el mercado interbancario es totalmente libre. Ahora bien, el hecho de que el Banco de España pueda intervenir en el mercado comprando o vendiendo divisas en cualquier momento hace que, en la práctica, las entidades tengan muy en cuenta esta eventualidad, y que ello afecte a sus cotizaciones.

2. La intervención del Banco de España en el mercado

La forma de intervención del Banco de España en el mercado ha variado notablemente de una a otra época, dependiendo de la normativa vigente en cada momento sobre determinación del tipo de cambio (espejo, a su vez, de la situación económica general).

En esquema, se pueden distinguir tres etapas:

- Una primera, de 1961 a 1988, que Linde y Gil (16) califican como de «intervención pasiva permanente».
- Una segunda, a partir de febrero de 1988, que los citados autores califican de «intervención activa ocasional».
- Una tercera, a partir de la incorporación de la peseta al SME, que supone un compromiso de intervención en el mercado para hacer frente a las fluctuaciones de los cambios por encima de los límites establecidos.

Describiremos brevemente estas etapas que, más allá de su mero interés histórico, permiten apreciar las formas en que el banco central interviene en el mercado.

2.1. *Primera etapa (1961-1988)*

Durante el tiempo transcurrido entre el restablecimiento del mercado de divisas en España (1961) y la puesta en práctica de un nuevo sistema (febrero de 1988), la intervención del Banco de España se caracterizó por su presencia permanente en el mercado.

Cuando, en 1959, el gobierno español estableció (Decreto 1.251/1959) la paridad de la peseta, la aceptación de la disciplina monetaria del FMI significó que el IEME quedaba formalmente obligado a intervenir en el mercado de divisas de Madrid, siempre que fuese necesario, a fin de evitar que el tipo de cambio de la peseta se desviara a más de un 1 por 100, en más o en menos, respecto al nivel de paridad legalmente vigente. Quedaban así definidos dos «cambios límites» de compra y venta: el primero, un 1 por 100 por debajo del cambio de paridad, y el segundo, un 1 por 100 por encima (17).

A principios de 1974, y tras una larga serie de acontecimientos a raíz de la crisis monetaria internacional iniciada en 1971, el gobierno español suspendió el compromiso de intervención, inaugurando así un régimen legal de libre flotación de la peseta.

Ahora bien, que no existiese ya obligación legal, ante el FMI, de intervenir en apoyo de la cotización de la moneda nacional no significaba que el banco central renunciase al derecho de hacerlo siempre que lo aconsejasen sus objetivos de política monetaria. En el caso concreto de España, esta función interventora del banco central se manifestó mediante los llamados «cambios de intervención».

Estos cambios de intervención eran distintos e independientes de los «cambios límite» a que antes nos hemos referido. Los fijaba diariamente el Banco de España, y eran aquellos a los que éste estaba dispuesto a intervenir en el mercado con fines estabilizadores, comprando o vendiendo dólares contra pesetas (sólo dólares USA, nunca otras divisas; la relación entre éstas y la peseta se formaría en virtud de la relación de las mismas con el dólar en sus respectivos mercados).

Los «cambios de intervención de compra y venta» eran comunicados diariamente por el Banco de España a las entonces denominadas «entidades delegadas» y tenían validez durante toda la jornada, en tanto el Banco de España no los modificase.

En este período, el principio fundamental siguió siendo la presencia permanente del Banco de España en el mercado: al comienzo de cada jornada, éste comunicaba sus cambios de intervención a las entidades delegadas, y desde ese momento se

comprometía a comprar o vender cualquier cantidad de la divisa de intervención (dólar USA) que le ofreciesen o demandasen al cambio de intervención vigente en cada momento.

La política cambiaria seguida por el Banco de España no perseguía forzar el tipo de cambio de la peseta a un nivel predeterminado, sino simplemente compensar los movimientos erráticos o estacionales del tipo de cambio (evitando oscilaciones bruscas de éste), hacer frente a los movimientos especulativos y procurar, en suma, que la cotización de la peseta siguiera la senda que se consideraba de equilibrio. Para ello, el Banco de España calculaba el tipo de cambio efectivo nominal de la peseta que se consideraba normal, así como su senda teórica de deslizamiento, y fijaba en función del mismo sus cambios de intervención (18).

Este sistema de presencia permanente del Banco de España en el mercado condicionaba decisivamente la actividad de las entidades participantes en un doble sentido:

En primer lugar, el que el Banco de España hiciera públicos sus cambios de intervención (a los cuales se comprometía a comprar o vender dólares en cuantía, en principio, ilimitada) hacía que tales cambios fueran punto de referencia obligada para todas las transacciones en el mercado. Difícilmente una entidad estaría dispuesta a comprar dólares a otra a un cambio superior al «cambio vendedor» cotizado por el Banco de España si podía comprárselos a éste a dicho cambio. Y difícilmente estaría dispuesto a venderlos a un cambio inferior al «cambio comprador» cotizado por el Banco de España si podía vendérselos a éste a dicho cambio. De forma que ambos tipos operaban, en cada momento, como cambios «horquilla», o cambios límites, entre los cuales se movía la cotización real del mercado.

En segundo lugar, el hecho de que el Banco de España comprase o vendiese, a los cambios de intervención, todas las divisas que las entidades le ofreciesen o demandasen aseguraba a éstas que siempre encontrarían contrapartidas a sus operaciones en moneda extranjera. En consecuencia, podían utilizar el mercado de divisas como instrumento de regulación de sus necesidades de liquidez en pesetas (comprando divisas en momentos de exceso de liquidez y vendiéndolas —al Banco de España— en momentos de escasez, compensando así las limitaciones del mercado monetario interno).

A partir de 1986, el Banco de España comenzó a preparar el terreno para abandonar este papel

de tutela del mercado que si, a lo largo del período comentado, pudo ser necesario para la consolidación y el desarrollo del mercado, no parecía ya adecuado a la situación de la economía española. La Circular 9/86, de 28 de abril, introdujo un cambio importante en el sistema, al suprimir los «cambios de intervención» como cotizaciones oficiales y públicas a las que el Banco de España se comprometía a comprar y vender en cuantía teóricamente ilimitada. Poco después, la Circular 1/1987 hizo posible para las entidades delegadas asumir mayores riesgos de cambio y adoptar tanto posiciones largas como posiciones cortas en divisas. La Circular 5/1987 liberalizó la toma y colocación de fondos en moneda extranjera. Y, finalmente, la Circular 27/1987 completó la liberalización de los mercados de contado y a plazo. Con estos pasos previos, a principios de 1988 se puso en práctica el nuevo sistema de intervención.

2.2. Segunda etapa (1988)

El sistema de intervención puesto en práctica en febrero de 1988, respondiendo al principio de «intervención activa ocasional», es similar al practicado por casi todos los demás bancos centrales del área de la OCDE.

Bajo este sistema, el Banco de España ya no anuncia de forma pública y general a las entidades participantes sus tipos de cambio de intervención, ni mucho menos asume un compromiso incondicional de comprar o vender divisas a un tipo de cambio previamente establecido, sino que, simplemente, se limita a intervenir en el mercado de forma voluntaria, y ocasional, decidiendo, en cada momento, si compra o vende divisas por las cantidades y a los cambios que estime convenientes, y con las entidades que le parezca, en función de sus consideraciones de política monetaria y cambiaria.

La adopción de este nuevo sistema a principios de 1988 supuso un paso importante para la homologación del mercado de divisas español con los de los restantes países miembros de la CEE. Con él, el Banco de España renunció a su carácter de *market maker* fundamental (prácticamente único) para ceder el protagonismo a las entidades de depósito.

La nueva configuración de éstas como sujetos realmente independientes, se hizo además posible por la facultad que les fue otorgada para (Circular 1/1987) asumir posiciones abiertas, cortas o largas, en divisas.

Esta renuncia del Banco de España a una presencia permanente en el mercado no significó, sin

embargo, que dejara de ejercer una actividad de vigilancia del tipo de cambio. Por el contrario, el Banco de España continuó estableciendo cuál era el tipo de cambio efectivo de la peseta que consideraba de equilibrio, y continuó, en consecuencia, vigilando permanentemente el comportamiento del tipo de cambio. Si en algún momento estimaba que la cotización de la peseta en el mercado rebasaba —o estaba próxima a rebasar— ciertos límites con respecto a ese tipo de cambio teórico deseado, el Banco de España intervendría en el mercado, comprando o vendiendo divisas directamente con las entidades registradas, o bien solicitando a alguna de éstas que operase en el mercado por cuenta del banco central.

Así pues, el Banco de España continuó, de hecho, interviniendo en el mercado en función de sus consideraciones de política monetaria y cambiaria, sólo que de forma voluntaria y ocasional.

De hecho, todos los bancos centrales intervienen con cierta frecuencia en los mercados, comprando o vendiendo divisas, cuando el exceso de demanda o de oferta desplaza la cotización más allá de lo que consideran razonable o deseable. En el caso de los países integrantes de SME, esta intervención viene además impuesta por la obligación de mantenimiento del tipo de cambio asumida por los bancos centrales en el seno del mismo. En el caso de España, en cambio, hasta el momento de su adhesión al SME, tal intervención fue totalmente libre, dependiendo en exclusiva de los objetivos de política monetaria de nuestro banco emisor.

El sistema de intervención que comentamos supone la inexistencia de una contrapartida automática en pesetas para las operaciones en divisas de las entidades registradas, a diferencia de lo que sucedía bajo el sistema anterior, en que el compromiso de intervención del Banco de España aseguraba, en último extremo, a éstas la posibilidad de ceder o adquirir divisas contra pesetas a los cambios establecidos. Esto implica que las entidades registradas no pueden hoy utilizar en la misma forma que en el pasado su posición en divisas como instrumento compensador de su liquidez en pesetas, sino que deberán proceder a este respecto con mayor cautela. Así pues, en principio, las posiciones en divisas de las entidades registradas deben responder en mucha mayor medida a las necesidades originadas por la oferta y la demanda de moneda extranjera por parte de la clientela, así como a las expectativas de fluctuación de los tipos de cambio.

La segunda característica y consecuencia de este sistema es la de conceder el protagonismo en

la fijación y evolución del tipo de cambio a las entidades registradas. Ahora bien, no debe olvidarse que esto solamente es cierto en términos absolutos cuando la cotización resultante de la oferta y demanda de divisas de las entidades registradas se mantenga dentro de los límites que el Banco de España se hubiera marcado para su intervención, puesto que si se deslizará más allá de tales límites, el Banco de España intervendría comprando o vendiendo divisas, y ello llevaría a una situación muy parecida a la del sistema anterior, ya que tal intervención llevaría al tipo de cambio de nuevo a los límites anteriores, de forma que el Banco de España estaría finalmente determinado, mediante sus intervenciones, el nivel de la cotización de la peseta. Más aún, en último extremo, y aunque el Banco de España no haga públicos de forma general sus cambios de intervención, es evidente que las entidades registradas tendrán en cada momento, en base a las intervenciones más recientes, un conocimiento bastante exacto de la cotización de la peseta que el Banco de España considera aceptable y de los tipos de cambio a los cuales decidirá intervenir (19).

2.3. Tercera etapa (1989)

En junio de 1989, el gobierno español decidió integrar la peseta en el mecanismo de cambios del SME. Tal decisión implica que, de acuerdo con la disciplina impuesta por dicho sistema (al que nos referiremos con detalle más adelante, en el apartado IV), el Banco de España está formalmente obligado a intervenir en el mercado cuando sea necesario para asegurar que la cotización de la peseta no fluctúe más allá de los cambios límite establecidos en relación con las restantes monedas integrantes del SME.

Ahora bien, pese a esta obligación, la forma o sistema de intervención del Banco de España en el mercado es, desde el punto de vista técnico, igual que la que hemos descrito para la etapa anterior (de «intervención activa ocasional») en la medida en que el banco emisor no anuncia cotizaciones a las que esté dispuesto a comprar y vender divisas en todo momento, sino que interviene en el mercado ocasionalmente, como y cuando lo estime oportuno (aun cuando debe hacerlo obligatoriamente cuando la cotización de la peseta rebasa los cambios límites frente a las restantes monedas del sistema).

Por otra parte, en enero de 1991, el Banco de España publicó su Circular 1/1991, sobre mercado de divisas, que supuso el último paso para la homologación del sistema español con los imperan-

tes en los restantes países de la CEE. Poco después, por télex-circular, comunicó a las entidades registradas la forma y condiciones de celebración de las sesiones del mercado de divisas para la fijación de los cambios oficiales.

De las características del SME, y de los mecanismos de fijación del tipo de cambio de acuerdo con él, nos ocuparemos más adelante (apartado IV).

3. La formación del *fixing* y de los cambios oficiales

Ya hemos visto cómo, en el mercado interbancario de divisas, las entidades registradas efectúan operaciones de compra y venta a los tipos de cambio libremente cotizados por cada una, y que resultan del libre juego de la oferta y la demanda. Y hemos visto, igualmente, en qué forma el Banco de España afecta al mercado con sus propias operaciones de compra y venta (condicionadas y obligadas por las exigencias del SME).

Veamos ahora cómo todas estas operaciones desembocan finalmente en la determinación del tipo de cambio base resultante de la jornada (*fixing*), el cual, a su vez, servirá de base para la determinación de los tipos de cambio oficiales comprador y vendedor que orientarán las operaciones de las entidades registradas con su clientela.

3.1. Determinación del *fixing*

El «cambio base», o *fixing*, se fija en la denominada «sesión oficial del mercado de divisas», cuya forma y condiciones de celebración determina el Banco de España.

Debe, ante todo, advertirse que esta «sesión del mercado de divisas» no es, en definitiva, sino una parte, limitada en el tiempo, de la jornada normal de contratación del mercado interbancario (que, como antes dijimos, se desarrolla entre las horas de apertura y cierre de las salas de arbitraje): es, en concreto, la única parte o período institucionalizado de dicho mercado interbancario, en la medida en que las normas del Banco de España especifican la duración, lugar de celebración y reglas de contratación de las sesiones (a diferencia del resto de la jornada del mercado, que se desarrolla, como vimos antes, en condiciones de gran flexibilidad normativa).

El objeto de la sesión (que no es otra cosa que una «fotografía» en el tiempo, en un momento determinado, de la jornada del mercado interbanca-

rio) es ayudar al encaje de las posiciones de las entidades registradas, así como, esencialmente, determinar el *fixing*, o cambio base de la peseta, correspondiente a la jornada.

Con anterioridad a 1981, las sesiones del mercado de divisas se celebraban de acuerdo con unos procedimientos formales, a una hora determinada (12,30) y en los locales habilitados al efecto en la sede del Banco de España, bajo la presidencia de éste. Tales sesiones tenían lugar todos los días hábiles de lunes a viernes, y en ellas las divisas se debían contratar de acuerdo con un orden determinado y por unas cuantías mínimas establecidas.

La actualmente vigente Circular 1/1991 del Banco de España, a diferencia de la normativa precedente (20) no regula estas sesiones, sino que se limita a establecer (norma 3.ª) que «el Banco de España comunicará a las entidades registradas que actúen en el mercado de divisas la forma y condiciones de celebración de la sesión del mercado de divisas en la que se fijarán los cambios oficiales o, en su caso, el procedimiento a seguir para la determinación de tales cambios, tomando como referencia los tipos vigentes en el mercado interbancario».

Desarrollando esta norma, el Banco de España transmitió a las entidades registradas un télex-circular sobre fijación de los cambios oficiales, estableciendo el nuevo sistema de determinación de éstos a partir del 4 de marzo de 1991.

De acuerdo con el citado télex-circular, la forma y condiciones en que se fijan los cambios oficiales son las siguientes:

1.º Las sesiones del mercado se realizan todos los días hábiles de lunes a viernes; pero, a diferencia del sistema anterior, no se formalizan mediante la reunión, en un local en la sede del Banco de España, de los representantes de las entidades delegadas a una hora determinada, sino que se materializan simplemente mediante comunicaciones entre el Banco de España y las entidades operantes en el mercado de divisas en la forma que a continuación se expone.

2.º Diariamente, el Banco de España, inmediatamente antes de las 14,15 horas, llama a cinco entidades registradas y a dos *brokers* del mercado español de divisas para requerirles cotizaciones operativas de la peseta contra el marco alemán (moneda elegida como base, frente al tradicional dólar USA utilizado anteriormente).

Una vez calculados los cambios medios de las cotizaciones de compra y venta aportados por los siete participantes mencionados, se procede a eli-

minar los dos valores extremos, máximo y mínimo (a fin de evitar distorsiones), y se calcula la media simple de los cinco cambios restantes. Este cambio medio resultante marco-peseta es el *fixing* del marco alemán.

La lista de las entidades delegadas y *brokers* que el Banco de España tiene en cuenta para participar en este proceso está formada por las 20 primeras entidades registradas de mayor volumen de negocio, en cobros y pagos exteriores, en divisas contra pesetas y los siete primeros *brokers* en volumen intermediado de transacciones de contado en divisas contra pesetas, según los datos en poder del Banco de España a través de las informaciones que dichas instituciones le remiten periódicamente. Esta lista se revisa periódicamente, al menos una vez al año. En cualquier caso, el télex-circular del Banco de España señala que el procedimiento asegurará que, de las cinco entidades delegadas elegidas cada día, dos de ellas estén entre las seis primeras entidades registradas por volumen de negocio, y las tres restantes estén entre las situadas entre los lugares séptimo y vigésimo.

3.º A las 14,15 horas, el Banco de España toma los cambios aportados por los bancos centrales extranjeros que participan en el mecanismo de concertación telefónica diaria del dólar USA contra cada una de sus respectivas divisas. Ello se completa con los cambios indicativos aportados por el Banco de Inglaterra del yen japonés, del dólar australiano y del ecu.

Cruzando dichos cambios con el *fixing* del marco alemán, calculado en la etapa anterior, y con el cambio dólar USA/marco alemán aportado por el Bundesbank, se obtienen los *fixing* del resto de las divisas contra la peseta.

4.º El Banco de España, inmediatamente después de calculados los *fixing* en la forma señalada, procede a publicarlos en cumplimiento de lo exigido por la norma 3.ª 2 de la Circular 1/1991. Dicha publicación se efectúa en los medios de difusión más generalmente utilizados por los operadores en el mercado (Reuters y Telerate), y se complementa con la publicación de los nombres de las cinco entidades registradas y de los dos *brokers* elegidos cada día, así como de las cotizaciones aportadas en cada caso.

3.2. *Determinación de los cambios oficiales comprador y vendedor*

Una vez calculado el *fixing* de la peseta con cada una de las monedas en la forma que hemos descrito, debemos referirnos a la determinación de los

denominados «cambios oficiales comprador y vendedor».

Estos cambios son los resultantes de aplicar al cambio base, o *fixing*, unos determinados márgenes que el Banco de España establece, y que actualmente están fijados en un 0,150 por 100. El «cambio oficial de venta» es, por tanto, el *fixing* incrementado en un 0,150 por 100, y el «cambio oficial de compra» es el *fixing* reducido en igual porcentaje.

Una vez calculados estos cambios oficiales comprador y vendedor, el Banco de España los publica en las páginas correspondientes de los medios informativos antes señalados (Reuters y Telerate). Tal publicación se efectúa, según señala el télex-circular antes citado, «siempre que sea posible, antes de las 15 horas».

Igualmente, el Banco de España publica diariamente en el *Boletín Oficial del Estado* del día siguiente los «cambios oficiales comprador y vendedor» de las divisas cotizadas oficialmente por él, que son las enumeradas en la norma 1.^a 2 de la Circular 1/1991.

Estos cambios oficiales comprador y vendedor son los que, en principio, los bancos aplican a las operaciones de compra y venta de divisas contra pesetas que efectúan con su clientela. Ahora bien, esto, que en épocas anteriores era de aplicación literal, en la actualidad no es exactamente así.

En efecto, al realizar operaciones de compra y venta de divisas contra pesetas con su clientela no bancaria (o, dicho más precisamente, con personas físicas o con personas jurídicas, residentes o no residentes, que no sean entidades de crédito), las entidades registradas están sometidas por la Circular 1/1991 (norma 2.^a 4) a las siguientes reglas en cuanto al tipo de cambio a aplicar:

- Para las operaciones con valor dos días hábiles de mercado, cuyo contravalor, calculado a los tipos de cambio base (*fixing*) correspondientes al día anterior, sea igual o superior a veinte millones de pesetas, las entidades pueden aplicar libremente el tipo de cambio que deseen.

- Para las operaciones con valor dos días hábiles de mercado, cuyo contravalor en pesetas sea inferior a veinte millones, los cambios oficiales de compra y venta de cada día tendrán la consideración de cambios mínimos comprador y máximo vendedor.

- Para las operaciones valor mismo día y valor día siguiente (siempre sujetas a las disponibilidades del mercado), los cambios aplicables son libres.

- Son, asimismo, libres los tipos de cambio aplicables a las operaciones efectuadas con otras entidades registradas o, en general, con otras entidades de crédito.

Estas normas suponen un importante avance liberalizador sobre la normativa anterior a 1986, que obligaba a las entidades delegadas a aplicar, a sus operaciones con terceros, los cambios oficiales de compra y venta. Consolidando un camino ya iniciado por la Circular 9/1986, la vigente Circular 1/1991 hace posible el pleno juego de la competencia bancaria, puesto que cada entidad es libre para cotizar sus propios cambios, y, por tanto, para ofrecer a sus clientes el mejor cambio que sea capaz.

Como cautela, presumiblemente para proteger a los pequeños clientes de posibles prácticas abusivas, la norma 2.^a 4 de la Circular 1/1991 estipula que, para las operaciones de pequeña cuantía (inferiores a veinte millones de pesetas), las entidades registradas deben forzosamente aplicar los cambios oficiales de compra y venta con carácter de cambios «límite». Es decir, no pueden vender divisas a sus clientes a un cambio superior al «cambio oficial de venta», pero nada les impide venderse a un cambio inferior. Y, análogamente, no pueden comprar divisas a sus clientes a un cambio inferior al «cambio oficial de compra», pero nada les impide comprárselas a un cambio superior. Esta disposición preserva el juego de la competencia bancaria, puesto que cada entidad es libre de ofrecer a sus clientes el mejor cambio que sea capaz; pero, a la vez, al fijarse unos topes máximo y mínimo a los cambios aplicables a las ventas y compras de divisas a la clientela, la Circular asegura la protección de los intereses de los particulares, evitando que el monopolio de contratación de divisas que la normativa cambiaría concede a los bancos conduzca al cobro de márgenes abusivos a los clientes.

En cuanto a las operaciones valor mismo día y valor día hábil siguiente, los cambios son, como antes se dijo, libres.

4. La posición en moneda extranjera de las entidades registradas

Comentado hasta aquí el funcionamiento del mercado de divisas, nos referiremos ahora con mayor detalle a la «posición en divisas» de las entidades registradas.

Como antes se señaló, las citadas entidades mantienen unos saldos determinados en divisas, con los cuales hacen frente a las peticiones de

compra contra pesetas formuladas por sus clientes. Igualmente, toman y conservan posiciones en moneda extranjera atendiendo a otras consideraciones distintas de las meramente operativas, tales como la cobertura de posiciones de signo contrario, o la asunción de riesgos en operaciones de carácter especulativo.

La Circular 1/1987, de 7 de enero, del Banco de España regula los límites y condiciones de estas posiciones.

4.1. *Antecedentes: la «posición de contado»*

Con anterioridad a la Circular 1/1987, la normativa entonces vigente (Circular 9/1986) regulaba únicamente los saldos en divisas de contado mantenidos por las entidades registradas con sus correspondientes extranjeros.

Esta «posición de contado» estaba constituida por las divisas de contado (valor máximo dos días hábiles de mercado) adquiridas por las entidades registradas contra pesetas, y no vendidas. Tales saldos en divisas, mantenidos por las entidades en cuenta, esencialmente a la vista, con sus correspondientes extranjeros, aunque teóricamente tendrían que haber sido cedidos al Banco de España, podían ser mantenidos hasta un cierto límite en virtud de autorización del banco emisor, a fin de atender a las operaciones con la clientela.

La «posición de contado» se formaba con las compras y ventas de divisas contra pesetas en el mercado de contado, diferenciándose así de la llamada «posición a plazo», que las entidades registradas también estaban facultadas para mantener, y que se formaba con las compras y ventas de divisas a plazo, entendiéndose como tales las que tuvieran valor superior a dos días hábiles de mercado (21).

La posición de una entidad en un día determinado se formaba sumando a la posición del día anterior el saldo (positivo o negativo) de las operaciones de compra y venta al contado de divisas contra pesetas efectuadas por la entidad con sus clientes, con otras entidades delegadas o con no residentes (según el caso), más las compraventas de divisas contra divisas efectuadas con otras entidades registradas, o con no residentes, durante el día en cuestión.

La «posición de contado» así constituida estaba sujeta a estricto control por el Banco de España, no podía arrojar saldo acreedor (posición corta) en ninguna divisa al término de cada jornada de contratación, su saldo deudor (posición larga) tenía un límite máximo fijado por el Banco de España a

cada entidad (que ésta no podía rebasar al término de la jornada) y, finalmente, estaba en todo momento a disposición del Banco de España, quien podía exigir su cesión contra pesetas aplicando el cambio base de ese día.

4.2. *La posición en moneda extranjera*

En la actualidad, y en virtud de la Circular 1/1987 del Banco de España, esta «posición de contado de divisas» ha desaparecido como concepto específico, y ha quedado englobada en el concepto más amplio de «posición en moneda extranjera» de las entidades registradas.

Esta «posición en moneda extranjera» comprende todos los activos netos en moneda extranjera de la entidad, incluyendo no solamente los saldos de divisas en cuentas con corresponsales extranjeros (esto es, la «posición de contado»), sino también la posición de divisas a plazo, los fondos procedentes de operaciones en divisas efectuadas al amparo de la Circular 5/1987 y, en general, cualesquiera otros activos (o pasivos) en moneda extranjera de una entidad (valores, bonos, instrumentos de mercado monetario...) que no tengan el carácter de inversión permanente.

Se trata, por tanto, de un concepto muy amplio que engloba todos los riesgos en moneda extranjera de una entidad, con excepción de aquellas de sus inversiones permanentes que puedan considerarse determinadas por las exigencias de su propia actividad (participaciones en filiales extranjeras, dotaciones a sus sucursales en el extranjero, edificios...). Dentro de este concepto, así definido, los saldos en divisas mantenidos en cuentas bancarias con corresponsales extranjeros (esto es, la antigua «posición de contado») son sólo una parte (22).

La Circular 1/1987 detalla, en su anexo I, los conceptos que integran la *posición*. De acuerdo con ella, la *posición* de una entidad delegada en cada moneda extranjera está compuesta por:

1.º Todos los saldos activos y pasivos en esa moneda recogidos en el balance patrimonial de la entidad.

En este concepto *se incluyen*:

— los saldos en divisas de contado mantenidos en cuentas bancarias con corresponsales extranjeros y procedentes de compraventas contra pesetas (esto es, la antigua «posición de contado»);

— los recursos y colocaciones en moneda extranjera al amparo de la Circular 5/1987 del Banco de España;

- los créditos y débitos en moneda extranjera, tanto con residentes como con no residentes;
- la cartera de títulos en moneda extranjera, y
- en general, cualquier otro activo o pasivo en moneda extranjera.

Del conjunto de estos saldos se excluyen las inversiones de carácter permanente de las entidades que se entiende que éstas efectúan por necesidades de su propia actividad. En concreto, no se incluyen en la «posición en moneda extranjera» los siguientes activos:

- las participaciones permanentes en filiales extranjeras que figuren en el balance de negocios en España y hayan sido financiadas contra pesetas (entendiendo por participaciones permanentes las que permitan el control efectivo de la entidad filial);
- las dotaciones a sucursales en el extranjero financiadas contra pesetas;
- los activos fijos permanentes en el extranjero que figuren en el balance de negocios en España, financiados contra pesetas, y
- en el caso de las sucursales en España de bancos extranjeros, y con carácter opcional, las contrapartidas de la dotación de la sucursal.

2.º Los compromisos adquiridos en moneda extranjera.

En este renglón, podemos incluir los siguientes conceptos:

- las compras y ventas hasta dos días (esto es, las compras y ventas de contado, desde el momento de cierre de la operación, hasta la fecha valor, que es dos días hábiles de mercado), y
- las compras y ventas de divisas a plazo (valor superior a dos días hábiles de mercado).

3.º Los «productos y costes ciertos» de los activos y pasivos patrimoniales (intereses activos y pasivos, dividendos, primas y, en general, rendimientos y costes de cualquier tipo generados por estos activos y pasivos).

La Circular señala que debe tratarse de productos y costes ciertos, no potenciales.

Cuando tales productos y costes, aun sin estar vencidos, estén ya devengados, las normas del Banco de España estipulan que deben incluirse en el balance confidencial de la entidad. En este caso, por supuesto, deben también incluirse en la «posición en moneda extranjera» de la entidad.

En cambio, en el caso de los productos y costes

no vencidos pendientes de devengar (que no se incluyen en el balance confidencial), la Circular 1/1987 estipula que sólo deben incluirse en la *posición* en el caso de que estén cubiertos en el mercado de divisas a plazo (pues, en tal caso, la entidad está asumiendo una posición neta en moneda extranjera).

Todos estos conceptos hasta aquí enumerados integran la «posición en moneda extranjera» de las entidades moneda por moneda. (En el caso de las operaciones en unidades de cuenta compuestas, como las ECU o los DEG, la Circular establece que se deben distribuir proporcionalmente a la composición de esas unidades de cuenta entre las divisas que la formen.)

La *posición* en una moneda cualquiera puede estar o no equilibrada; esto es, puede arrojar saldo cero, positivo o negativo. Se considera (instr. 1.ª 2 de la Circular) que una *posición* en una moneda cualquiera está abierta cuando existe diferencia entre la suma de los activos (incluidos sus productos y los compromisos de compra de dicha divisa) y la suma de los pasivos (incluidos sus costes y los compromisos de venta).

Estas *posiciones abiertas* pueden ser:

— *posiciones largas*: cuando el saldo neto es positivo, esto es, la suma de activos es mayor que la de pasivos;

— *posiciones cortas*: cuando el saldo neto es negativo, esto es, la suma de pasivos es mayor que la de los activos.

El Banco de España autoriza, dentro de ciertos límites, a las entidades a mantener posiciones abiertas, cortas o largas, en moneda extranjera. Las normas al respecto (instr. 2.ª de la Circular 1/1987) son las siguientes:

1.º Estos límites de posición corta o larga no son iguales para todas las entidades, sino que varían para cada una en atención a su «actividad, experiencia y capacidad técnica en el ámbito de las operaciones en moneda extranjera, así como el grado de cobertura de sus necesidades de recursos propios».

2.º Los límites máximos a la *posición* no consisten en un cifra absoluta (como se hacía con la antigua «posición de contado»), sino que se expresan en un porcentaje de los recursos propios de cada entidad.

La Circular entiende por «recursos propios» los definidos en la Ley 13/1985 (art. 7.º), según desarrollo contable contenido en la Circular 28/1985 del Banco de España, de 29 de octubre de 1985

4.3. Operaciones de contado

Como antes se ha indicado, dentro de este concepto amplio de «posición en moneda extranjera» de las entidades delegadas, los saldos en divisas mantenidos por éstas en cuentas con corresponsales bancarios extranjeros son sólo uno de los elementos integrantes.

Tales saldos (a los que, por comodidad expositiva, continuaremos denominando «posición de contado») no tienen un límite específico. Salvo que el Banco de España, haciendo uso de la facultad antes señalada de poner límite específico a determinadas operaciones, decida establecerlo para la «posición de contado», los únicos límites existentes son los que se refieren a la «posición en moneda extranjera» general. Siempre que, sumada o restada al saldo de los demás activos y pasivos en moneda extranjera, no rebase los límites globales, la «posición de contado» puede alcanzar cualquier cifra positiva (larga) o negativa (corta).

Las operaciones que modifican, incrementándola o reduciéndola, la «posición de contado» de una entidad delegada son las siguientes:

A) Compras (entradas) de divisas que incrementan el saldo de divisas de contado (posición de contado) de una entidad delegada:

a) Compras de divisas contra pesetas a su clientela. En el caso de la clientela residente, se trata de cesiones de divisas efectuadas por los residentes en España —que, por cualquier causa, las hubieren obtenido— y no desearan conservarlas.

b) Compras de divisas contra pesetas a otras entidades registradas. Se trata de las compras que las entidades registradas efectúan en el mercado interbancario.

c) Compras de divisas contra pesetas a no residentes (esto es, con abono del contravalor de las divisas en «cuenta en pesetas de no residentes»).

d) Compra de divisas contra otras divisas a residentes, a no residentes o a otras entidades registradas. Las operaciones más frecuentes bajo esta rúbrica son las operaciones de arbitraje efectuadas por las entidades registradas con otros bancos españoles o extranjeros, aunque pueden, asimismo, efectuar compraventa de divisas contra otras divisas con clientes no bancarios, tanto no residentes como residentes (24).

B) Ventas (salidas) de divisas que reducen el saldo de divisas de contado (posición de contado) de las entidades registradas.

a) Ventas de divisas contra pesetas a su clientela. En el caso de la clientela residente, se trata de las compras de divisas efectuadas a las entidades registradas por los residentes en España que precisen efectuar pagos al extranjero por cualquier concepto, o que, simplemente, deseen mantener activos en moneda extranjera (25).

b) Venta de divisas contra pesetas por las entidades registradas en el mercado interbancario. Se trata de las ventas de divisas efectuadas por las entidades en el mercado interbancario.

c) Ventas de divisas contra pesetas a no residentes (esto es, con adeudo del contravalor de las divisas en «cuentas de pesetas de no residentes»).

d) Ventas de divisas contra otras divisas a residentes, a no residentes o a otras entidades registradas. La compraventa de divisas contra divisas (arbitraje) pueden efectuarse por las entidades con otras entidades registradas o con personas residentes o no residentes.

Añadamos que en todos los casos hasta aquí mencionados han de ser compras o ventas con valor mismo día, día hábil siguiente o dos días hábiles siguientes (operaciones con valoración a más de dos días serían operaciones a plazo)

5. Control de las operaciones en el mercado de divisas de contado

Una vez comentado el funcionamiento del mercado de divisas de contado (procedimiento de compraventa de las divisas, intervención del Banco de España, mecanismo de formación del *fixing* y de los cambios oficiales de compra y venta, y *posición* en moneda extranjera de las entidades de depósito), nos referiremos en este epígrafe a las normas sobre comunicación y control de las operaciones.

El Banco de España somete a las entidades registradas a obligaciones muy estrictas de comunicación de todas las compras y ventas de divisas al contado que efectúen, así como de las variaciones en su «posición de contado» como consecuencia de dichas operaciones.

Al crearse, por la Circular 1/1987, el concepto amplio de «posición en moneda extranjera», la misma norma obligó también a las entidades registradas a presentar periódicamente al Banco de España unos formularios relativos tanto a su posición como a su balance en moneda extranjera. Ahora bien, este control de la «posición en moneda extranjera» no ha sustituido ni anulado las obligacio-

nes de comunicación y control de las compraventas de divisas ni de la «posición de contado». Y ello por la lógica necesidad del Banco de España de conocer en todo caso los saldos de divisas de contado de que disponen las entidades registradas.

5.1. Formularios de compra y venta de divisas

Todas las compras (entradas) y ventas (salidas) de divisas al contado efectuadas por las entidades registradas con cualquier persona o entidad, y por cualquier concepto, deben ser comunicadas, operación por operación, al Banco de España mediante unos formularios especiales, en los que se deben consignar todos los datos relevantes. Tales impresos son los siguientes:

— *Modelo R* (comunicación de cobro): sirve para comunicar las compras de divisas a clientela residente contra pesetas ordinarias.

— *Modelo A* (comunicación de pago): sirve para comunicar las ventas de divisas a clientela residente contra pesetas ordinarias.

— *Modelo CV* (comunicación de conversión): sirve para comunicar las compraventas de divisas contra divisas, o contra pesetas convertibles (arbitraje y conversión).

— *Modelo CD* (comunicación de compra de divisas): sirve para comunicar las compras de divisas contra pesetas a otras entidades registradas o al Banco de España.

— *Modelo VD* (comunicación de venta de divisas): sirve para comunicar las ventas de divisas contra pesetas a otras entidades registradas o al Banco de España.

5.2. Los estados CD, VH y PS

A su vez, todas estas operaciones se deben agrupar (facturar) periódicamente en unos impresos denominados «estados», en los que se deben reseñar todas las compras (entradas) y ventas (salidas) de divisas efectuadas durante el período, con su suma total; e igualmente se debe cumplimentar otro «estado» en el que se consigne el saldo de la «posición de contado» de divisas de cada entidad para cada período, como resultado de todas esas compras y ventas. Tales impresos son los siguientes:

— *Estados CD*: sirven para agrupar todas las compras de divisas efectuadas por cada entidad durante el período.

— *Estados VH*: sirven para agrupar todas las ventas de divisas efectuadas por cada entidad durante el período.

— *Estados PS*: sirven para reflejar la «posición de contado» de cada entidad al final del período, divisa por divisa.

Las normas relativas a todas estas comunicaciones e impresos están en la Circular 4/1986 del Banco de España, de 14 de febrero, relativa a las comunicaciones sobre cobros y pagos exteriores —modificada por las Circulares 27/1987; 14/1988, y 1/1991, en sus instrucciones 63 a 72— (26).

Los estados CD, VH y PS se deben producir con periodicidad decenal, cerrándose los días 10, 20 y final de cada mes y enviándose al Banco de España dentro de los ocho días hábiles siguientes.

El detalle contenido y requisitos de los citados estados es el siguiente:

• *Estado CD-1*. Recoge las compras de divisas efectuadas por las entidades a sus clientes contra pesetas con aplicación a cualquier concepto (exportaciones españolas, servicios prestados por residentes a no residentes, rendimientos de inversiones españolas en el extranjero, inversiones extranjeras en España, transferencias de cuentas de residentes en el exterior, etcétera).

Según la Circular 4/1986 (instrucciones 6.^a y 7.^a), en el estado CD-1 decenal correspondiente se deben facturar todos los formularios R correspondientes a las operaciones efectuadas durante ese período, por su orden. (Y tales formularios R se deben adjuntar como anexo al estado CD-1, entregándose junto con éste al Banco de España).

• *Estado CD-2*. Recoge las compras de divisas efectuadas por las entidades contra otras divisas. Igualmente recoge las compras de divisas efectuadas por las entidades a no residentes con abono del contravalor en «cuentas de pesetas de no residentes».

Lo primero se refiere a las operaciones de arbitraje (compraventas de divisas contra divisas) efectuadas por las entidades registradas con otras entidades registradas, con residentes o con no residentes; y lo segundo se refiere a las ventas de divisas efectuadas por no residentes a las entidades para abonar sus cuentas de pesetas (27).

• *Estado CD-3*. Recoge las compras de divisas efectuadas por las entidades registradas contra pesetas a otras entidades registradas o al Banco de España.

Según la Circular 4/1986 (instrucciones 53 y 69),

todos los formularios modelos CD (comunicaciones de compra de divisas) correspondientes a las operaciones efectuadas por la entidad durante la decena deben ser facturados en el estado CD-3 correspondiente a dicho período (adjuntándose como anexo a dicho estado y entregándose junto con éste al Banco de España).

- *Estado VH-1.* Recoge las ventas de divisas efectuadas por las entidades registradas a sus clientes contra pesetas por cualquier concepto —importaciones españolas, servicios prestados por no residentes a residentes, rendimientos y liquidación de inversiones extranjeras en España, inversiones españolas en el extranjero, transferencias a cuentas de residentes abiertas en el extranjero, etcétera— (28).

De acuerdo con la Circular 4/1986 (instrucción 5.^a), todos los formularios modelo A correspondientes a ventas de divisas a residentes contra pesetas efectuadas durante la decena deben facturarse en el estado VH-1 de dicho período (instrucciones 6.^a y 7.^a), y dichos formularios A se deben adjuntar, como anexo, al citado estado, entregándose, junto con éste, al Banco de España.

- *Estado VH-2.* Recoge las ventas de divisas efectuadas por las entidades delegadas contra compra de otras divisas. Recoge igualmente las ventas de divisas efectuadas por las entidades a no residentes con adeudo del contravalor en «cuentas de pesetas de no residentes».

Lo primero se refiere a operaciones de arbitraje (compraventa de divisas contra divisas) efectuadas por las entidades registradas con otras entidades registradas, con residentes o con no residentes; y lo segundo, a las compras de divisas efectuadas por no residentes a las entidades registradas con cargo a las cuentas de pesetas que tuvieran abiertas en éstas (29).

- *Estado VH-3.* Recoge las ventas de divisas efectuadas por las entidades delegadas contra pesetas a otras entidades delegadas o al Banco de España.

Cada vez que una entidad registrada vende divisas contra pesetas a otra entidad registrada o al Banco de España, debe cumplimentar un impreso de comunicación de venta modelo VD (instr. 48 de la Circular). Todos los formularios modelo VD correspondientes a ventas efectuadas durante la decena deben ser facturados en el estado VH-3 correspondiente a dicho período (instr. 60 y 72); y tales formularios deben adjuntarse, como anexo, a dicho estado, entregándose con él al Banco de España.

- *Estado PS.* Recoge el saldo o «posición de contado» de cada una de las divisas convertibles (existencias de cada una de las divisas, contra pesetas, en poder de la entidad) al final del período.

El formato de este estado PS fue establecido por la Circular 27/1987, anexo I (y Circular 14/1988) actualmente derogada y sustituida por la Circular 1/1991.

Para cada clase de moneda, la «posición de contado» al final de cada período decenal, reflejada en dicho estado PS, se forma por la suma de los siguientes importes:

- saldo (posición de contado) existente al final del período anterior;

- más totales de los estados CD-1, CD-2 y CD-3 (compras de divisas);

- menos totales de los estados VH-1, VH-2 y VH-3 (ventas de divisas);

- igual a: saldo (posición de contado) actual.

Asimismo, en el estado PS se deben desglosar los importes integrantes del «saldo actual» por su fecha valor de vencimiento, distinguiendo tres grupos: valor vencido, valor un día y valor dos días.

Los estados CD, VH y PS descritos, de comunicación decenal al Banco de España, permiten a éste conocer, divisa por divisa, las operaciones de compra, venta, arbitraje y compensación efectuadas por cada entidad delegada a lo largo del período, así como el saldo total en cada divisa (posición de contado) que éstas mantienen.

A modo de resumen, exponemos en el esquema 2 el detalle de los estados y las operaciones en ellos reflejadas.

Como antes se indicó, estos estados se deben individualizar para cada divisa (así como para las pesetas en cuentas de no residentes).

Por otra parte, y como antes se señaló, la Circular 1/1987 reguladora de la «posición en moneda extranjera» de las entidades, obliga a éstas a remitir periódicamente al Banco de España, junto con su balance, los dos formularios siguientes:

5.3. *Estado M-11*

Recoge las «posiciones en moneda extranjera» de la entidad, divisa por divisa (incluso pesetas), desglosando para cada una los siguientes conceptos:

- posición larga o corta a fin de mes;

Esquema 2

Compras (entradas) de divisas Estados CD	Ventas (salidas) de divisas Estados VH
Estados CD-1. Compras de divisas a clientes contra pesetas por cualquier concepto (comunicaciones de cobro modelo R).	Estado VH-1. Ventas de divisas a clientes contra pesetas por cualquier concepto (comunicaciones de pago modelo A).
Estados CD-2. Compras de divisas contra venta de otras divisas, o contra abono en cuentas de pesetas de no residentes. (Se corresponde con el estado VH-2) (comunicaciones de conversión modelo CV).	Estado VH-2. Venta de divisas contra compra de otras divisas, o contra adeudo en cuentas de pesetas de no residentes. (Se corresponde con el estado CD-2) (comunicaciones de conversión modelo CV).
Estados CD-3. Compras de divisas contra pesetas ordinarias a otras entidades o al Banco de España (comunicaciones de compra modelo CD).	Estado VH-3. Ventas de divisas contra pesetas ordinarias a otras entidades o al Banco de España (comunicaciones de venta modelo VD).

«Posición de contado» de divisas a final de año: *estado PS*.

- posiciones medias, largas o cortas, en el mes, y
- posiciones extremas, largas o cortas, durante el mes.

5.4. Estado M-12

Recoge el balance en moneda extranjera de la entidad, divisa por divisa, incluyendo no sólo los activos y pasivos netos que constituyen la «posición en moneda extranjera», sino también las inversiones permanentes en el exterior, que, como antes vimos, no están incluidas en la misma.

El estado M-12 desglosa, para cada divisa, los siguientes conceptos:

- 1) Activo: cuentas de conexión, moneda y billetes, entidades de crédito (españolas en España, españolas en el extranjero, extranjeras en España y extranjeras en el extranjero), créditos (al sector público, a residentes en España y a no residentes en España), cartera de títulos y resto de activos.
- 2) Pasivo: cuentas de conexión, entidades de crédito, acreedores (residentes y no residentes) y resto de pasivos.
- 3) Diferencia ajustada entre activo y pasivo (1 - 2).

4) Compromisos adquiridos: compras y ventas hasta dos días, compras y ventas a más de dos días, productos y costes ciertos no devengados cubiertos.

5) Posición en moneda extranjera (3 + 4).

6) Posición estructural: dotaciones a sucursales financieras en pesetas, otras inversiones permanentes financiadas en pesetas y dotaciones en moneda de la casa matriz.

7) Posición operativa (5 - 6).

Por último se debe señalar que el oficio-circular del Banco de España de 18 de febrero de 1987 vino a obligar a las entidades registradas a remitir diariamente al Banco de España un avance de las posiciones en moneda extranjera.

El citado documento, modelo SDED («avance diario de las posiciones en moneda extranjera»), cuya estructura está actualmente establecida por la Circular 1/1991 (anexo I), debe reflejar la situación diaria de las posiciones en moneda extranjera de la entidad al cierre por su contravalor en dólares USA, según el siguiente desglose:

a) Suma de las posiciones en moneda extranjera (excluida la peseta; posiciones largas/positivas, o cortas/negativas, convertidas en dólares USA a los cambios base del día y sumadas algebraicamente).

b) Dentro de lo anterior, desglose de lo que corresponde a «operaciones de contado» (estado P), desglosando, a su vez, lo que corresponde a valor vencido, valor un día y valor dos días.

En dicho estado se deben incluir también los saldos de divisas contra pesetas del mercado de contado de las sucursales en el extranjero que tuviera la entidad.

c) Igualmente, dentro del anterior a), desglose de lo que corresponde a «operaciones a plazo» (valor más de dos días), que constituía el denominado «estado DP-1» (posición a plazo).

III. EL SISTEMA MONETARIO EUROPEO

1. Antecedentes

La decisión de crear un sistema monetario europeo fue adoptada por los jefes de Estado y de gobierno de los países miembros de la CE en 1978, en la reunión del Consejo Europeo de Copenhague, y fue ratificada posteriormente en la reunión de Bremen, de julio del mismo año. Tal decisión supo-

nía la culminación de un largo camino hacia la integración monetaria, cuyos hitos más destacados habían sido los planes Barre (1969), Werner (1970) y, sobre todo, el Acuerdo de Basilea (abril de 1972) por el que los estados miembros de la CE acordaron mantener las cotizaciones de sus monedas dentro de ciertos límites e intervenir en el mercado cuando las desviaciones entre ellas alcanzaran los límites establecidos, sistema comúnmente conocido como la «serpiente en el túnel».

Este acuerdo, unido a la creación, poco después (octubre de 1972), del Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM), evidenciaba el propósito de los estados miembros de avanzar hacia la unión económica y monetaria europea, propósito ya enunciado en la anterior cumbre de La Haya de diciembre de 1969.

Los resultados prácticos fueron, sin embargo, escasamente satisfactorios en un contexto internacional (como el del período 1972-1978) caracterizado por fuertes convulsiones en los mercados de cambios. La experiencia fue, sin embargo, muy importante, ya que permitió avanzar en la idea de la coordinación en materia monetaria, por la vía del mantenimiento de unas relaciones estables de paridad entre las monedas europeas.

Las decisiones antes citadas del Consejo Europeo (cumbres de Copenhague y Bremen) desembocaron en diciembre de 1978 (reunión de Bruselas) en la adopción de una resolución relativa a la instauración de un sistema monetario europeo. Seis estados miembros —Alemania, Francia, Bélgica, Holanda, Luxemburgo y Dinamarca— se adhirieron inmediatamente al sistema, seguidos poco después por Italia e Irlanda. Solamente el Reino Unido permaneció, por el momento, al margen.

Finalmente, en la cumbre de París de 12 de marzo de 1979, el Consejo Europeo autorizó la puesta en marcha del sistema, que entró oficialmente en vigor al día siguiente (30).

El SME se conforma básicamente (aunque no exclusivamente, como luego veremos) como un mecanismo encaminado a mantener la estabilidad de las monedas europeas, de manera que sus tipos de cambio recíprocos no fluctúen más allá de ciertos límites. Para lograrlo, se establecen obligaciones de intervención de los bancos centrales. Se trata, en suma, de un sistema de tipos de cambio fijos, pero ajustables, basado en mecanismos de intervención en el mercado.

El objetivo declarado del SME, tal como figura en los documentos aprobados en las sucesivas cumbres antes citadas, es lograr una mayor esta-

bilidad monetaria en la Comunidad o, textualmente, «establecer una cooperación monetaria más estrecha que conduzca a una zona de estabilidad en Europa (31).

No entraremos aquí en el análisis de la evolución del SME ni en sus resultados, materia sobre la que existe abundante información. Refiriéndonos a los posteriores avances de la integración europea, señalaremos que, como resultado de la dinámica puesta en marcha por la entrada en vigor del Acta Unica Europea de 1987, en la reunión del Consejo Europeo de Hannover (1988) se reafirmó el objetivo final de establecer una auténtica unión económica y monetaria europea (objetivo que ya enunciara la cumbre de La Haya de 1969). A tal efecto, se designó un comité de expertos para que, bajo la dirección del presidente de la Comisión, Jacques Delors, elaborara un informe sobre los pasos y mecanismos necesarios para la consecución de la unión. El *Informe Delors* fue presentado en la reunión del Consejo Europeo de Madrid, en junio de 1989, y a él nos referiremos en la parte final de este epígrafe.

Centrándonos a continuación en los aspectos esenciales del SME, comentaremos de forma resumida los siguientes puntos:

- El ecu.
- El mecanismo de cambios.
- Los mecanismos de crédito.
- La incorporación de la peseta al SME.

2. El ecu

El ecu (european currency unit) es la unidad europea de cuenta, y constituye la pieza esencial del SME. Se trata de una unidad monetaria compuesta, constituida por una «cesta» que contiene cierto número fijo de unidades de cada una de las monedas de los 12 estados miembros de la CE.

El antecedente del ecu se encuentra en la denominada «european unit of account», creada entre 1975 y 1977 con fines presupuestarios y que ya revestía la característica de una cesta de monedas. Las funciones del ecu, de acuerdo con la Resolución del Consejo Europeo de 5-XII-1978, son las cuatro siguientes:

- numerario para la fijación de los tipos base o centrales en el mecanismo de cambio e intervención;
- magnitud de referencia en el sistema de tipos de cambio;
- numerario de las operaciones de intervención y crédito entre los bancos centrales, y

— medio de pago y reserva de los bancos centrales de los estados miembros.

Como antes se señaló, el ecu está formado por la suma de cantidades específicas de cada una de las monedas de los estados miembros (estén o no, dichas monedas, integradas en el «mecanismo de cambio e intervención» del SME) (32). La cantidad de cada moneda nacional que integra el ecu es fija, y se determina en función de criterios económicos, teniendo en cuenta el peso de cada país y moneda en el conjunto de la CE (33).

La composición del ecu no es inmutable, sino que está sujeta a un procedimiento de revisión según las reglas establecidas por la Resolución del Consejo de 5-XII-1978. De acuerdo con ellas, cualquier estado miembro puede solicitar en cualquier momento la revisión de la «cesta» si el peso de algunas de las monedas integrantes ha variado en más del 25 por 100. En todo caso, la composición del ecu se revisa de oficio cada cinco años, a fin de determinar si es necesaria su modificación.

Cualquier modificación en la composición del ecu requiere el acuerdo unánime de todos los estados miembros, y se debe concretar en una decisión del Consejo, a propuesta de la Comisión. Hasta la fecha, se han efectuado dos revisiones, la primera en 1984 y la segunda en 1989. De acuerdo con esta última revisión, de 21 de septiembre de 1989 (en la que se incorporaron la peseta y el escudo portugués), la composición actual del ecu es la que se recoge en el cuadro núm. 1.

Conocido el peso o cantidad de cada moneda en el conjunto de la «cesta», veamos ahora cómo se puede determinar el valor del ecu en términos de cada una de las monedas integrantes (o inversamente, el valor de cada moneda en términos de ecus).

Para conocer el valor del ecu en términos de una moneda *x*, bastará multiplicar el número de unidades de cada moneda dentro del ecu por su tipo de cambio con respecto a la moneda *x*, y sumar las cifras resultantes. Así, el valor del ecu en, digamos, pesetas, se determinará multiplicando las cantidades de marcos, florines, francos, etc., que integran la «cesta» por los respectivos tipos de cambio marco-peseta, florín-peseta, franco-peseta, etc., y sumando los resultados.

Si los tipos de cambio bilaterales utilizados son los de mercado, el resultado será el valor de mercado del ecu respecto de la moneda *x*. Si los utilizados son los «tipos base» bilaterales, el resultado será el valor de paridad del ecu respecto de la moneda *x*.

En la práctica, la Comisión, para calcular los tipos centrales diarios del ecu con respecto a cada moneda, utiliza como referencia los tipos de cambio de éstas con respecto al dólar USA. El sistema es el siguiente:

- Se toman los tipos de cambio de cada moneda con respecto al dólar anunciados a las 14,30 de Bruselas de cada día. Supongamos, en el caso de la peseta, que el tipo de cambio en cuestión es de 110,80 pesetas/dólar.

- Se calcula el valor en dólares de la cantidad o montante de cada moneda dentro del ecu, para lo cual basta dividir dicho montante por el tipo de cambio del dólar respecto de la moneda respectiva. Así, por ejemplo, en el caso de la peseta, dado que el montante o número de pesetas dentro de la «cesta» del ecu es de 6,885 pesetas, el valor en dólares de dicho montante será de 0,0621 dólares USA ($6,88 \div 110,80$). Realizando esta operación con cada moneda, y sumando los resultados, se obtendrá lógicamente el valor del ecu en dólares a los cambios de mercado de ese día. (Supongamos, a efectos del ejemplo, que dicho valor resultante de la suma es 1,159 dólares por ecu).

- Para determinar ahora el valor del ecu respecto de cada una de las monedas de los estados miembros bastará multiplicar el tipo de cambio del ecu en dólares (1,159) por el tipo de cambio del dólar con respecto a cada moneda. Así, por ejemplo, en el caso de la peseta, el valor de mercado del ecu será de 128,41 pesetas/ecu ($1,159 \times 110,80$).

Los tipos de cambio así obtenidos son los «tipos de cambio oficiales diarios» del ecu, que, como tales, se publican diariamente en el *Journal Officiel des Communautés Européennes*, y que se utilizan en las transacciones oficiales de la CE (34).

CUADRO NUM. 1
COMPOSICION DEL ECU
(Revisión de 21 de septiembre de 1989)

	Montante (Unidades de cada moneda)	Peso o ponderación a septiembre de 1989
1. Franco belga/luxemburgués	3,431	7,90
2. Corona danesa	0,1976	2,45
3. Marco alemán	0,6242	30,10
4. Franco francés	1,322	19,00
5. Libra irlandesa	0,008552	1,10
6. Lira italiana	151,8	10,15
7. Florín holandés	0,2198	9,40
8. Libra esterlina	0,087844	13,00
9. Dracma griego	1,440	0,80
10. Escudo portugués	1,393	0,80
11. Peseta española	6,885	5,30

Fuente: Banco de España.

Una vez comentada la forma de determinar el valor del ecu en términos de las distintas monedas, nos referiremos a continuación a la ponderación o peso de cada una dentro del ecu.

Obviamente, el peso de cada moneda dentro del ecu no sólo dependerá de la cantidad o montante de esa moneda dentro de la «cesta», sino también del valor de la misma en el mercado. De forma que, aunque el montante no varíe, a medida que el tipo de cambio de mercado de esa moneda frente al ecu aumente, su peso o ponderación dentro de éste se incrementará, e inversamente sucederá cuando disminuya. En el cuadro núm. 1 se reproducen los pesos o ponderaciones de cada una de las monedas dentro del ecu a 21 de septiembre de 1989 (fecha de la última revisión).

3. Mecanismo de intervención en los cambios

Como anteriormente se señaló, el objetivo fundamental del SME es asegurar la estabilidad de los tipos de cambio de las monedas europeas entre sí, para lo cual se establece un compromiso de intervención de los bancos centrales en el mercado, encaminado a evitar que las fluctuaciones superen los límites establecidos.

Este mecanismo —fruto de un compromiso (el llamado «compromiso belga») entre las dos tendencias que se crearon en el curso de las negociaciones, entre los países con moneda débil y los países con moneda fuerte, sobre cuál debiera ser el país sobre el que recayera el peso del reequilibrio en caso de desviación de los tipos de cambio— contiene dos elementos: un mecanismo de intervención en torno a las paridades bilaterales entre las monedas, y otro basado en un denominado «indicador de divergencia» entre la cotización de cada moneda y su paridad con el ecu.

3.1. Mecanismo de intervención respecto a los tipos centrales bilaterales

Este mecanismo, heredero directo de la antigua «serpiente en el túnel», se basa en la determinación, para cada moneda, de una paridad oficial respecto de las demás monedas integrantes del sistema.

De acuerdo con las normas del SME, todos los estados miembros deben definir un «tipo de cambio central» o «tipo de cambio base» (también denominado «pivote central») de su moneda con respecto al ecu, expresado en número de unidades de dicha moneda por un ecu.

Tales tipos centrales se establecen por acuerdo de los bancos centrales de los países participantes en el SME. Para los países que no participan en el mecanismo de intervención, se fijan unos tipos centrales nocionales (caso, actualmente, del escudo portugués y del dracma griego).

El cuadro núm. 2 recoge los tipos de cambio centrales de cada moneda respecto al ecu, expresados en número de unidades de cada una por un ecu, en vigor desde el 8 de octubre de 1990, fecha de la última revisión.

CUADRO NUM. 2
TIPOS DE CAMBIO CENTRALES DEL ECU
(Expresados en unidades de moneda nacional por un ecu)
(En vigor desde el 8 de octubre de 1990)

Franco belga/luxemburgués	42,4032
Corona danesa	7,84195
Marco alemán	2,05586
Peseta española	133,631
Franco francés	6,89509
Libra irlandesa	0,767417
Lira italiana	1.538,24
Florín holandés	2,31643
Libra esterlina	0,696904
<hr/>	
Dracma griego (imputado)	205,311
Escudo portugués (imputado)	178,735

Fuente: Banco de España, 1991.

Determinados estos tipos de cambio centrales de cada moneda respecto al ecu, se cruzan para obtener los tipos de cambio de cada una de las monedas con respecto de las restantes monedas del sistema. Estos tipos de cada moneda respecto a las restantes se denominan «tipos de cambio centrales bilaterales» (o «pivotes bilaterales») y su conjunto se conoce con el nombre de «parrilla de paridades».

Los pivotes bilaterales se establecieron inicialmente a los niveles de la primitiva «serpiente», si bien se determinó que podrían ser modificados en cualquier momento de común acuerdo, mediante un procedimiento que exige la participación de todos los miembros, así como de la Comisión. De hecho, la parrilla de paridades se ha modificado varias veces a lo largo de los últimos años, respondiendo a las necesidades de ajuste de determinadas monedas.

Una vez fijados los tipos base bilaterales, se calculan unos márgenes de fluctuación máxima autorizada para cada moneda en relación con las demás. En el caso de las monedas integrantes de la primitiva «serpiente», estos márgenes quedaron establecidos en $\pm 2,25$ por 100. Para las restantes

monedas se permitió un margen más amplio, de ± 6 por 100 (aunque solamente Italia, en un principio, y posteriormente España, se han acogido hasta la fecha a esta posibilidad).

En realidad, los límites máximo y mínimo no se determinan sumando o restando simplemente un 2,25 por 100 a cada tipo central bilateral. Y ello porque el porcentaje de apreciación de un tipo central bilateral de una moneda expresada en términos de otra no coincide con el porcentaje de depreciación del tipo central bilateral de la segunda moneda expresado en términos de la primera, de forma que, aplicando estrictamente dicho $\pm 2,25$ por 100, podría darse el caso de que la primera moneda alcanzase su límite máximo de apreciación respecto de la segunda sin que ésta hubiese alcanzado aún su límite mínimo de depreciación respecto de la primera.

Para evitar este problema aritmético, los límites máximo y mínimo se recalculan de forma que cuando una moneda alcance su límite máximo de apreciación respecto de otra, esta última alcance también, simultáneamente, su límite mínimo de depreciación respecto de la primera. Esto se logra con unos límites del 2,2753 por 100 para la apreciación y del 2,2247 por 100 para la depreciación (6,1798 y 5,8202 por 100 para la banda ancha del 6 por 100).

Refiriéndonos ahora a las posibilidades de fluctuación, podría decirse, en principio, que, dado que el diferencial máximo permitido entre cada dos monedas es, simplificando, del 2,25 por 100, esto significa que la máxima fluctuación posible entre ambas sería del 4,5 por 100; éste sería el caso si ambas monedas estuvieran en el límite diferencial (la moneda A en el límite superior y la moneda B en el inferior) y luego invirtieran sus posiciones (la moneda A al límite inferior y la B al superior), pero, en realidad, esto no es aritméticamente así. Veamos por qué.

Como las monedas actualmente sometidas a la disciplina de intervención son nueve, ello significa que cada una de ellas tiene ocho bandas de fluctuación, una para cada una de las restantes monedas. Pero sucede que tales bandas están en realidad interrelacionadas, restringiendo cada una las posibilidades de fluctuación de las otras, y configurando una «banda de fluctuación efectiva» para cada moneda, que dependerá, en cada momento, de la distancia entre la moneda más débil y la moneda más fuerte; esto es, el límite superior de esta banda estará en función de la moneda más débil, y el límite inferior en función de la más fuerte.

Así, por ejemplo, en el caso de la peseta, aun cuando su banda de fluctuación teórica con respecto a cualquiera de las otras monedas es del 12 por 100, tal cosa sólo sería posible en la práctica si todas las demás monedas se mantuvieran exactamente en su tipo de cambio central. Pero si alguna de las demás monedas alcanzara en el mercado una cotización superior o inferior respecto a otra (por ejemplo, alcanzara el límite superior o inferior respecto a otra), entonces la banda de fluctuación efectiva de la peseta se reduciría en igual porcentaje. Así pues, el comportamiento de una de las monedas del sistema no sólo condiciona las posibilidades de fluctuación de las restantes respecto a ella, sino también las de las restantes entre sí.

El cuadro núm. 3 recoge los tipos de cambio centrales bilaterales y los tipos de cambio de intervención obligatoria (límites superior e inferior) de las nueve monedas participantes en el mecanismo de cambios del SME, en vigor desde el 8 de octubre de 1990, fecha de la última revisión.

Como antes se señaló, de acuerdo con la disciplina del SME, cuando los tipos de cambio de dos monedas se distancian entre sí en el porcentaje máximo permitido (2,25 por 100) —esto es, cuando una moneda alcanza su límite máximo de fluctuación respecto a otra, y esta última alcanza a la vez su límite mínimo de fluctuación respecto a la primera—, los bancos centrales respectivos están obligados a intervenir en el mercado a fin de forzar las cotizaciones a mantenerse dentro de los límites establecidos. Para ello, el banco emisor de la moneda fuerte deberá comprar la moneda débil en su mercado de divisas, mientras que, inversamente, el banco emisor de la moneda débil deberá vender la moneda fuerte en el suyo (aunque, en la práctica, los bancos también efectúan su intervención comprando o vendiendo otras monedas, incluso externas, especialmente el dólar).

En la realidad, los bancos centrales no suelen esperar a que las cotizaciones alcancen el límite máximo o mínimo, sino que acostumbran a intervenir antes, a fin de corregir la tendencia y evitar la necesidad de intervenciones mayores. A estas intervenciones preventivas se las denomina «intra-marginales», y se efectúan también con monedas no comunitarias.

Hasta aquí, el mecanismo de intervención en los cambios establecido por el SME es similar a la antigua disciplina del Acuerdo de Basilea (la «serpiente en el túnel»). Ahora bien, el SME contiene otros mecanismos y supuestos de intervención que lo diferencian de dicho precedente. A ellos nos referiremos seguidamente.

CUADRO NUM. 3
TIPOS DE CAMBIO BILATERALES CENTRALES Y TIPOS DE INTERVENCION OBLIGATORIA PARA LAS
MONEDAS DE LOS PAISES PARTICIPANTES EN EL MECANISMO DE CAMBIO
DEL SISTEMA MONETARIO EUROPEO
(En vigor desde el 8 de octubre de 1990) (*)

		Fr. B./ Fr. L. 100	Corona danesa 100	Dm. 100	Peseta 100	Fr. fr. 100	Libra irlandesa 100	Liras 1.000	Florin 100	Libra esterlina 1
Bélgica	V	—	553,000	2109,50	33,6930	628,970	56,5115	28,1930	1872,15	64,6050
Luxemburgo	P	—	540,723	2062,55	31,7316	614,977	55,2545	27,5661	1830,54	60,8451
Fr. B./Fr. L.	C	—	528,700	2016,55	29,8850	601,295	54,0250	26,9530	1789,85	57,3035
Dinamarca	V	18,9143	—	390,160	6,23100	116,320	10,4511	5,21400	346,240	11,9479
Corona danesa	P	18,4938	—	381,443	5,86837	113,732	10,2186	5,09803	338,537	11,2526
	C	18,0831	—	373,000	5,52600	111,200	9,9913	4,98500	331,020	10,5976
Alemania	V	4,95900	26,8100	—	1,63300	30,4950	2,74000	1,36700	90,7700	90,7700
Dm.	P	4,84837	26,2162	—	1,53847	29,8194	2,67894	1,33651	88,7526	88,7526
	C	4,74000	25,6300	—	1,44900	29,1500	2,61900	1,30650	86,7800	86,7800
España	V	334,619	1809,40	6901,70	—	2057,80	184,892	92,2400	6125,30	203,600
Peseta	P	315,143	1704,05	6500,00	—	1938,06	174,131	86,8726	5768,83	191,750
	C	296,802	1604,90	6121,70	—	1825,30	163,997	81,8200	5433,10	180,590
Francia	V	16,6310	89,9250	343,050	5,47850	—	9,18900	4,58450	340,440	10,50550
Fr. fr.	P	16,2608	87,9257	335,386	5,15981	—	8,98480	4,48247	297,661	9,89389
	C	15,8590	85,9700	327,920	4,85950	—	8,78500	4,33000	291,040	9,31800
Irlanda	V	1,85100	10,00870	38,1825	0,609772	11,3830	—	0,510246	33,8868	1,16920
Libra irlandesa	P	1,80981	9,78604	37,3281	0,574281	11,1299	—	0,498895	33,1293	1,10118
	C	1,76950	9,56830	36,4964	0,540848	10,8825	—	0,487799	32,3939	1,03710
Italia	V	3710,20	20062,0	76540,0	1222,30	22817,0	2050,03	—	67912,0	2343,62
Lira	P	3627,64	19615,4	74821,7	1151,11	22309,1	2004,43	—	66405,3	2207,25
	C	3546,90	19179,0	73157,0	1084,10	28813,0	1959,84	—	64928,0	2078,79
Holanda	V	5,58700	30,2100	115,2350	1,84005	34,3600	3,08700	1,54000	—	3,52950
Florin	P	5,46286	29,5389	112,6730	1,73345	33,5953	3,01848	1,50590	—	3,32389
	C	5,34150	28,8825	110,1675	1,63250	32,8475	2,95100	1,47250	—	3,13050
Reino Unido	V	1,74510	9,43610	35,9970	0,553740	10,7320	0,964240	0,481050	31,9450	—
Libra esterlina	P	1,64352	8,88687	33,8984	0,521514	10,1073	0,908116	0,453953	30,0853	—
	C	1,54790	8,36970	31,9280	0,491160	0,5190	0,855260	0,426690	28,3340	—

V = Tipo de cambio vendedor
P = Tipo de cambio bilateral central
C = Tipo de cambio comprador

(*) Tabla elaborada sobre la base de las comunicaciones dirigidas por los bancos centrales correspondientes a la Secretaría del Comité de Gobernadores.

Fuente: Banco de España.

3.2. El indicador de divergencia

El mecanismo de intervención obligatoria hasta aquí descrito, basado en los tipos centrales bilaterales, tiene el inconveniente de que no imputa las responsabilidades. Siempre que entre dos monedas se produce una divergencia límite (2,25 por 100), tal divergencia involucra, por definición, a ambas. Pero que las dos monedas en cuestión se hayan distanciado hasta dicho límite no significa que sean igualmente responsables; y, sin embargo, el mecanismo de intervención del SME obliga a intervenir a ambos bancos centrales por igual, con el añadido de que, en la práctica, el peso del ajuste —sus consecuencias— recae en mayor medida sobre el país de moneda débil, que tiene que intervenir al alza, que sobre el país de moneda fuerte, que interviene a la baja.

Debido precisamente a esta asimetría del siste-

ma, en las negociaciones para la creación del SME los países con monedas más débiles insistieron en la adopción de un mecanismo de intervención alternativo que no estuviera basado en las fluctuaciones de las monedas entre sí, sino en las fluctuaciones de cada moneda respecto de la media de todas ellas, representada por el ecu. Según esta propuesta, una vez definido, para cada moneda, «su tipo de cambio central» respecto al ecu, cuando su cotización de mercado respecto de éste se desviase un 2,25 por 100 de dicho tipo de cambio base, el banco emisor del país en cuestión tendría que intervenir. De esta forma, la responsabilidad de la desviación quedaría claramente individualizada, y también sería individual, por tanto, la obligación de intervenir. Tal sistema sería, por consiguiente, equitativo, puesto que afectaría por igual a cualquier moneda que se desviase de la media, tanto si lo hiciera hacia abajo como hacia arriba. (Naturalmente, este sistema tenía también incon-

venientes teóricos; entre ellos que, por definición, la apreciación o depreciación de una moneda arrastraría consigo parcialmente al ecu, en la medida en que dicha moneda forma parte, en una cantidad determinada, del valor del ecu, y dicho arrastre sería tanto mayor cuanto mayor fuera el peso de esa moneda dentro de éste.)

Para conciliar estas distintas propuestas de intervención, los países participantes llegaron finalmente al acuerdo (el llamado «compromiso belga») de adoptar ambos sistemas: un mecanismo de intervención basado en la parrilla de paridades bilaterales, al que ya nos hemos referido con anterioridad, y otro mecanismo complementario, basado en el ecu, al que nos referiremos a continuación.

El elemento central de este segundo mecanismo es el denominado «indicador de divergencia» (ID).

Dicho *indicador* tiene por objeto establecer la posición y la evolución del tipo de cambio de cada moneda en relación con el conjunto de las restantes, cuya media está representada por el ecu. Su función, como antes se dijo, es la de identificar qué moneda, por su excesiva fortaleza o debilidad, genera inestabilidad, y qué país debe, en consecuencia, soportar el peso mayor del ajuste.

El «indicador de divergencia» expresa, en porcentaje, la desviación de cada moneda en más o en menos (apreciación o depreciación) respecto de su «tipo de cambio central» respecto del ecu; o, dicho de otra forma, expresa la diferencia porcentual entre el tipo de mercado del ecu con relación a dicha moneda y el «tipo de cambio central» del ecu (paridad) respecto a la misma (expresados ambos en número de unidades de la moneda en cuestión por un ecu).

Para calcular el «indicador de divergencia», deben, por tanto, tenerse en cuenta, para cada moneda, su tipo de cambio central y su tipo de cambio de mercado, y ha de seguirse el siguiente procedimiento:

En primer lugar, debe calcularse la «distancia máxima de divergencia» (DMD) permitida para cada moneda, que es el porcentaje máximo de fluctuación del tipo de cambio de mercado del ecu en esa moneda respecto del tipo de cambio central para la misma.

Podría, en principio, pensarse que la DMD de cada moneda sería siempre del $\pm 2,25$ por 100 (± 6 por 100); pero esto, en realidad, no es así, puesto que la apreciación o depreciación de una moneda arrastra parcialmente al ecu en la misma dirección en la medida en que dicha moneda integra éste en

cierta proporción; y lógicamente, cuanto mayor sea el peso o ponderación de esa moneda en el ecu, mayor será su capacidad de arrastrarle. Así pues, puede suceder que una moneda se desvíe en un 2,25 por 100 de las demás monedas individualmente consideradas (o de alguna de ellas) sin que, sin embargo, se haya desviado en tal porcentaje respecto de su tipo de cambio central con el ecu (más aún, por la razón expuesta, de hecho, esta última desviación será siempre inferior al 2,25 por 100). Por consiguiente, la DMD no será igual para todas las monedas, puesto que el porcentaje en que cada una se pueda apreciar o depreciar será tanto menor cuanto mayor sea su peso o ponderación en el ecu.

En consecuencia, la distancia máxima de divergencia (DMD) no se fija de modo uniforme en un 2,25 por 100 para todas las monedas, sino que la DMD de cada moneda en concreto está corregida a la baja en función del peso de dicha moneda en la composición del ecu. Es decir, la DMD de cada moneda está definida como el porcentaje máximo permitido de apreciación o depreciación de esa moneda respecto al ecu para que sus tipos base bilaterales con cada una de las restantes monedas no rebasen los límites bilaterales del 2,25 por 100, o del 6 por 100 para las monedas acogidas a banda amplia (35).

El indicador de divergencia indica, porcentualmente, la medida en que una moneda se acerca a su distancia máxima de divergencia. Se mide relacionando el premio o descuento (en tanto por ciento) del tipo de cambio de mercado del ecu en dicha moneda con la distancia citada. Cuando esa relación llega al 75 por 100, la moneda en cuestión se encuentra en su «umbral de divergencia».

Así pues, este umbral se alcanza cuando una moneda se ha desviado de su «tipo de cambio central» respecto al ecu en un 75 por 100 de la distancia máxima autorizada (que, como dijimos, es del 2,25 por 100).

Cuando se alcanza este umbral de divergencia, se produce una «presunción de acción» por parte del país en cuestión.

Se supone que dicho país debe adoptar medidas correctoras: intervención en el mercado de divisas, modificación de la paridad (tipo base), medidas de política monetaria interna (tales como modificaciones de los tipos de interés, encaminadas a afectar las entradas y salidas de capital), o medidas de política económica de otra naturaleza.

Para el caso de que el país en cuestión no adoptara medidas correctoras de ningún tipo, las nor-

mas del SME tienen prevista la celebración de consultas en el seno de los órganos comunitarios.

El mecanismo de intervención basado en el indicador de divergencia no ha tenido, sin embargo, demasiado relieve en la práctica; primero, por sus limitaciones técnicas, algunas de las cuales ya hemos señalado, y segundo, porque la política de las autoridades monetarias de los estados miembros de efectuar intervenciones intramarginales antes de que las monedas alcancen sus límites de intervención obligatoria ha restado virtualidad a las intervenciones basadas en el ID.

4. Los mecanismos de crédito

El SME tiene establecido un conjunto de facilidades crediticias a disposición de los países miembros que, por su difícil situación económica, puedan tener dificultades para cumplir las obligaciones de disciplina monetaria impuesta por el Sistema.

Sin embargo, antes de comentar estas facilidades, es preciso hacer una referencia al Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM).

El FECOM, creado en 1973 con la idea de constituir el embrión de un futuro «fondo monetario europeo», desempeña una doble función: la relativa a la creación de ecus y la relacionada con buena parte de las facilidades crediticias de la CE. Se rige por un Consejo de Administración en el que participan los miembros del Comité de Gobernadores de Bancos Centrales de los estados miembros, y efectúa sus operaciones a través del Banco de Pagos Internacionales de Basilea.

De acuerdo con las normas del SME, los bancos centrales de los países participantes están obligados a ceder al FECOM el 20 por 100 de sus reservas de oro y divisas en forma de *swaps* a tres meses, renovables automáticamente; a cambio de lo cual, el FECOM les acredita en cuenta una suma equivalente en ecus.

Tales ecus pueden ser utilizados por los bancos centrales para financiar sus intervenciones en el mercado, con una doble limitación: para cada país, el recurso no puede exceder de una cifra máxima que está en función de su posición acreedora o deudora en el mecanismo de financiación a muy corto plazo (FMCP), al que luego nos referiremos; y para el conjunto de los países miembros, el recurso no puede exceder del 150 por 100 del total de depósitos en dólares contrapartida de los ecus creados por el FECOM. Estos créditos toman la forma de *swaps* a tres meses (en dólares o en monedas comunitarias) renovables por otros tres.

En cuanto a los mecanismos de crédito y apoyo del SME, son los siguientes:

1) *Financiación a muy corto plazo (FMCP)*. Se trata de una facilidad de crédito, en cuantía en principio ilimitada, cuyo objeto es proporcionar divisas a los bancos centrales para intervenir en el mercado en apoyo de la cotización de su divisa bajo el mecanismo de intervención del SME.

Tales operaciones se efectúan en forma de compras y ventas de monedas comunitarias contra ecus (contra adeudo o abono en la cuenta en ecus del país en el FECOM), con un vencimiento de tres meses desde la intervención, prorrogable por tres más, y por una cantidad equivalente al 200 por 100 de la cuota deudora del país en el mecanismo de apoyo monetario a corto plazo (AMCP) en el FECOM.

2) *Apoyo monetario a corto plazo (AMCP)*. Son créditos a tres meses (prorrogables por otros tres) que se conceden los bancos centrales entre sí. Se basa en un sistema de cuotas, deudoras y acreedoras, asignadas a cada país, que determinan para cada banco central cuánto puede tomar a préstamo y hasta cuánto se compromete a prestar. El objetivo de estos créditos es permitir a los países hacer frente a las dificultades causadas por déficit temporales de balanza de pagos, debidas a dificultades imprevistas o desfases coyunturales.

3) *Apoyo financiero a medio plazo (AFMP)*. Este mecanismo de ayuda está contemplado en el artículo 108 del Tratado de Roma. Se otorga, por acuerdo del Consejo Europeo, a los países miembros que tengan dificultades o graves amenazas de dificultades de balanza de pagos. Se extiende en ecus por períodos de 2 a 5 años, y su obtención implica el compromiso del país receptor de adoptar medidas correctoras.

4) *Medidas económicas complementarias*. Con el fin de ayudar a los países miembros de economía más débil, el SME prevé otro tipo de ayudas, otorgable a los países que participen activamente en el sistema. Dentro del marco del nuevo instrumento financiero (NIC, nuevo instrumento comunitario), es posible a estos países obtener préstamos de la CE a cinco años para financiar proyectos de infraestructura. Tales préstamos disfrutan de una bonificación de intereses del 3 por 100.

Señalados hasta aquí, de forma resumida, los principales aspectos del Sistema Monetario Europeo; no haremos referencia a la evolución y resultados de éste a lo largo de su historia, remitiendo al lector, a este respecto, a la bibliografía disponible.

5. Incorporación de la peseta al SME

Como referencias iniciales, señalaremos que España forma parte del SME desde el 12 de mayo de 1987, fecha en que suscribió el Acuerdo de Basilea de 1979 entre los bancos centrales de los estados miembros, y que la peseta se incorporó al mecanismo de cambios e intervención del SME el 16 de junio de 1989 (36).

Esta incorporación implica un compromiso, por parte del Banco de España, de intervenir en el mercado cada vez que la peseta se desvía de su tipo de cambio central bilateral en un porcentaje igual al máximo establecido, así como a intervenir de acuerdo con el mecanismo del indicador de divergencia.

Al incorporarse la peseta al mecanismo de cambios, la paridad tomada como referencia fue de 65 pesetas por marco (correspondiendo un tipo de cambio central respecto al ecu de 133,631 pesetas/ecu), acogiéndose España a la posibilidad de bandas de fluctuación anchas del ± 6 por 100 (posibilidad que en aquel momento sólo utilizaba Italia —que posteriormente dejó de utilizarla— y luego el Reino Unido).

La inclusión de la peseta en el ecu se produjo con ocasión de la segunda revisión de la «cesta», en septiembre de 1989, fijándose en 6,885 pesetas el montante en que nuestra moneda integra dicha «cesta», lo que implica un peso o ponderación, a fecha 21-IX-1989, del 5,30 por 100 (37).

6. El camino hacia la unión económica y monetaria

El SME no supone el punto final del movimiento hacia la integración europea en materia monetaria. Por el contrario, la aprobación, en 1986, del Acta Unica puso en marcha un proceso que obtuvo notables logros, como la aprobación de la Directiva 88/361 (junio de 1988), sobre liberalización de movimientos de capital, y la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria (diciembre de 1989) proceso que abrió el camino hacia la futura unión económica y monetaria.

Para determinar la forma de alcanzar tal unión, el Consejo Europeo (Hannover, 1988) encomendó a un grupo de expertos, bajo la dirección del presidente de la Comisión, Jacques Delors, la redacción de un informe preparatorio. Fruto de este trabajo, el llamado Plan Delors se presentó en la Cumbre de Madrid en junio de 1989. Aun absteniéndose de proponer calendarios concretos, sugería tres

etapas para la consecución de la unión y señalaba los cambios y mecanismos institucionales necesarios para cada una.

La unión monetaria, en base al citado informe, requeriría el cumplimiento de una serie de objetivos: plena total libertad de movimientos de capital (meta ya alcanzada con la Directiva 88/361, con entrada en vigor el 1-VII-1990) unida a la integración bancaria en todo el ámbito comunitario (sistema de «licencia única»), el establecimiento de tipos de cambio fijos entre las monedas de la CE (suprimiendo los márgenes de fluctuación del SME), y la creación de un banco central europeo (o un «sistema europeo de bancos centrales», como lo denomina el informe). Lo que, a su vez, implicaría no sólo la necesidad de adoptar una política monetaria común, sino, además, la de lograr un muy alto grado de coordinación de las restantes políticas macroeconómicas, en especial en materia presupuestaria (limitación del déficit presupuestario, prohibición de las apelaciones del Tesoro al banco central...).

El *Informe Delors* fue el punto de partida de un intenso proceso de análisis y discusión, marcado por las acusadas diferencias entre los países miembros acerca del ritmo del proceso, la conveniencia de una moneda única y la necesidad de normas presupuestarias rígidas, entre otras cuestiones. Tras los consejos europeos de Dublín y Roma (agosto y octubre de 1990), se fijó para diciembre de 1990 el comienzo de una conferencia intergubernamental sobre la unión económica y monetaria, seguida de otra conferencia relativa a la unión política (38).

NOTAS

(1) Sobre el mercado de divisas en general, pueden citarse, entre las obras más recientes, las siguientes: ONTIVEROS, Emilio; BERGÉS, Angel; MANZANO, Daniel, y VALERO, Francisco J., *Mercados financieros internacionales*, Espasa-Calpe, Madrid, 1991; RIEHLS, Heinz, y RODRIGUEZ, Rita M., *Mercados de divisas y mercados de dinero*, Interamericana, Madrid, 1985; SAINZ CEBRECO, Eugenio, *Los mercados de divisas*, Hispano-Europea, S.A., Barcelona, 1986; PRISSERT, Pierre, *Les marchés de changes*, Sirey, París, 1972; CONINX, Raymond G. F., *Foreign exchange dealer's handbook*, Woodhead-Faulkner, Cambridge, U.K., 1991; DC GARDNER GROUP, *Foreign exchange*, Londres, 1991; ANTHONY, S., *Foreign exchange in practice*, IFR Books, Londres, 1989, y WELLSWEILLER, R., *The foreign exchange manual*, Woodhead-Faulkner, Cambridge, U.K., 1991.

(2) Tales entidades recibieron históricamente el nombre de «entidades delegadas» (exactamente, «Entidades con funciones delegadas del Banco de España para actuar por cuenta propia e intermediar operaciones en el sector exterior»); en base a la Ley de Control de Cambios (Ley 40/79, de 10 de diciembre), y en su desarrollo por el Real Decreto 2.402/1980, de 10 de

octubre, se establecía un monopolio legal, en favor del Estado, de la tenencia y comercio de divisas, ejercido por el Banco de España; pero la propia Ley 40/1979 facultaba al Banco de España para delegar sus funciones en esta materia a bancos, cajas de ahorros y entidades de depósito.

La entrada en vigor de la Segunda Directiva del Consejo de la CE, de 15 de diciembre de 1989 (Directiva 89/646/CE), supone la desaparición del concepto de «entidad delegada» y del sistema de autorizaciones para operar en divisas en lo que respecta a entidades bancarias o de depósito con licencia en algún país miembro de la CE (la Directiva supone la facultad de tales entidades para operar libremente en España), si bien no afecta a la exigencia de inscripción en los registros oficiales del Banco de España y su sometimiento a las normas de supervisión y control de éste (Ley de Ordenación y Disciplina).

(3) Especial importancia tuvo, por su duración y por el avance que en su momento supuso, la Circular núm. 256 del IEME de 20 de marzo de 1969, posteriormente modificada por la Circular núm. 2-DE del Banco de España de 15-IV-74. La última norma vigente en esta materia antes de su regulación actual fue la Circular núm. 27/87, de 20 de octubre. Sobre la evolución histórica de las normas reguladoras del mercado de divisas, véase ALVAREZ PASTOR, D., y EGUIDAZU PALACIOS, F., *Control de cambios*, Ed. Revista de Derecho Privado, Madrid, ediciones 1.ª (1975) a 6.ª (1988).

(4) Un ejemplo de definición insuficiente, en este sentido, lo tenemos en PRISSERT, para quien «el término divisa... es en la práctica, en nuestros días, sinónimo de monedas extranjeras, sea cual sea la forma en que las mismas se presentan». Cfr. PRISSERT, P., *Le marché des changes*, Editions Sirey, Paris, 1972, pág. 26.

(5) Como unidad de cuenta, el dinero sirve como elemento de medida que permite cuantificar la renta y la riqueza nacionales; en tanto que unidad de medida de valor, permite determinar el valor de los distintos bienes y servicios producidos y establecer en consecuencia sus precios respectivos. Como medio de pago, se ha definido como un poder general de compra de bienes o servicios, o un «crédito sobre el producto social», y bajo esta acepción puede distinguirse el «dinero legal» (moneda metálica y billetes de banco), que es aquel al que el Estado confiere poder liberatorio —se trata de medios de pago de aceptación obligatoria, con independencia del crédito personal de quien los entrega—, del «dinero bancario», constituido por depósitos bancarios movilizables mediante cheque. Por último, como activo financiero, el dinero es una forma, alternativa a otras, de mantener la riqueza. En esta acepción cabe incluir activos de muy variada índole: bonos, pagarés, letras...

(6) Señala YEAGER que «las monedas y los billetes de banco extranjeros representan sólo una parte del total de divisas. En su mayor parte, éstas consisten en derechos sobre moneda extranjera, tales como cuentas bancarias y títulos negociables a corto plazo». Cfr. LELAND B. YEAGER, *Relaciones monetarias internacionales*, trad. esp. Alianza Edit., Madrid, 1984, tomo I, página 41.

(7) En lo que respecta a la legislación española, puede mencionarse también el Real Decreto de 18 de enero de 1930, que señaló que «por divisas se entiende billetes de banco, letras de cambio, cheques, haberes en bancos extranjeros y cualquier otro documento de giro o crédito sobre el extranjero».

(8) Es condición esencial que la moneda en que tales medios de pago estén cifrados sea distinta de la legalmente vigente en el país. En el caso de los depósitos bancarios, es irrelevante la nacionalidad del banco depositario: así, un depósito bancario denominado en dólares USA será «divisa» para un residente en España, o para las autoridades monetarias españolas, tanto si

el banco depositario es norteamericano como si es español; e incluso si el depósito está constituido en España.

(9) NÚÑEZ LAGOS, F., *Inversiones extranjeras*, Madrid, 1984, pág. 18. También son interesantes los comentarios al respecto de F. A. MANN, quien, entre otras cosas, señala lo siguiente: «La cuestión del dinero que deba considerarse como dinero extranjero no puede resolverse tan fácilmente como podría suponerse. Algunos parecen pensar que el dinero extranjero es aquel que pertenezca a un sistema monetario de un país distinto a aquel cuya ley gobierna la obligación. Otro autor (se refiere a MAYER), considera que el dinero es extranjero si se debe a resultados de un acuerdo privado, por oposición a la ley pública. Una opinión más generalizada es que es extranjero el dinero diferente del circulante del lugar de pago (...). Sin embargo, el entendimiento habitual y más aceptable es que es dinero extranjero el que no sea circulante del Reino Unido [país al que se refiere el autor], y en ausencia de cualquier otro material indicativo, esta definición es probablemente la única poseedora de autoridad universal en Inglaterra». Cfr. MANN, F. A., *El aspecto legal del dinero*, Fondo de Cultura Económica, México, 1982, pág. 223.

(10) Cfr. SELDON, A., y PENNANCE, F. G., *Diccionario de Economía*, trad., esp. Orbis, Madrid, 1983, pág. 208; BERNARD, y COLLI, J. C., *Diccionario económico y financiero*, APD, Madrid, 1979, pág. 431; SAIZ CEBRECO, E., *Los mercados de divisas*, Hispano Europea, S.A., Barcelona, 1986, pág. 11.

(11) Cfr. MANZANEDO, J. A.; HERNANDO, J., y GÓMEZ REINO, E., *Curso de Derecho Administrativo Económico*, Instituto de Estudios de Administración Local, Madrid, 1970, págs. 11 y 490.

(12) Los acuerdos de *clearing* fueron recurso muy extendido en épocas de dificultades generalizadas de pagos. En España constituyeron mecanismo muy habitual hasta bien entrados los años sesenta; e incluso ya en los setenta se mantuvieron convenios bilaterales de pagos y *clearing* con diversos países del Este europeo y otros, como Cuba, Colombia y Guinea Ecuatorial. A partir de la segunda mitad de dicha década, el mecanismo de los convenios bilaterales de pagos se fue reduciendo progresivamente, hasta su supresión total. Las tres últimas divisas subsistentes fueron precisamente el «dólar cuenta Colombia», la «peseta convenio Cuba» y la «peseta convenio Guinea Ecuatorial», actualmente desaparecidas.

Sobre la historia y funcionamiento de los acuerdos de *clearing* y las divisas bilaterales, véase EGUIDAZU, F., *Intervención monetaria y control de cambios en España, 1900-1977*, Madrid, 1977.

(13) En el primer caso, se trata de compras y ventas de divisas contra pesetas efectuadas por personas residentes que, siendo titulares de transacciones por cualquier concepto de balanza de pagos (importaciones, exportaciones, servicios, inversiones...), obtienen o necesitan tales divisas con ocasión de cobros o pagos con no residentes (o bien, simplemente, desean adquirirlas para su abono o adeudo en cuentas en divisas abiertas a su nombre; también se incluyen en este apartado las compraventas de divisas contra otras divisas efectuadas por personas residentes con abono y adeudo en dichas cuentas). En el segundo caso, se trata de compras y ventas de divisas contra pesetas, o contra otras divisas, por personas no residentes, que pueden ser tanto entidades bancarias o de crédito extranjeras como simples particulares no bancarios. El tercer caso se refiere plenamente al mercado interbancario de divisas.

(14) Así se desprende de las normas 1.ª 1 y 2.ª 1 de la Circular 1/1991, que se refiere a las entidades registradas como las facultadas para cotizar la peseta contra divisas en el mercado español y para efectuar, en dicho mercado, operaciones de compraventa de divisas contra pesetas o contra otras divisas.

(15) Anteriormente (Circular 27/1987), solamente estas 20 divisas se consideraban «admitidas a cotización en el mercado español», de forma que las operaciones en otras divisas no podían pasar por el mercado, sino que debían ser objeto de previa conversión, en el mercado exterior, en alguna de las 20 divisas admitidas a cotización.

(16) LINDE, L. M., y GIL, G., «La nueva regulación del mercado de divisas en España», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, núm. 36, 1988, págs. 39 a 46.

(17) Caso de que, como consecuencia de un exceso de demanda de dólares, la peseta se depreciase más de un 1 por 100, el IEME estaría obligado a ofrecer dólares al mercado, en principio en cantidad ilimitada, al «cambio límite vendedor» para evitar que esta depreciación de la peseta superase el 1 por 100. E inversamente procedería, comprando dólares, si el movimiento del tipo de cambio fuese el contrario.

(18) Según expone M. L. LEYVA, «las autoridades concretaban un marco de referencia para un horizonte temporal relativamente extenso, señalando una senda armónica del tipo de cambio efectivo nominal de la peseta que compensara el diferencial de inflación entre nuestro país y el de nuestros mercados de exportación o de procedencia de las importaciones. A partir de la senda de referencia establecida, y teniendo en cuenta las condiciones interiores y exteriores, el Banco de España fijaba las pautas de actuación para la intervención diaria en el mercado de divisas y los límites de fluctuaciones permitidos a la cotización de la peseta (...). Una vez establecidos los márgenes de fluctuación diarios del tipo de cambio efectivo nominal, se expresaban el tipo de cambio peseta-moneda de intervención, y los cambios cruzados de la peseta con el resto de las monedas participantes en el índice relevante (...). Las cotizaciones de las monedas de intervención compatibles con la evolución deseada del tipo de cambio efectivo constituían la base para el establecimiento de los cambios comprador y vendedor con los que el Banco de España intervendría en el mercado de divisas». Cfr. LEYVA, M. L., *op. cit.*, pág. 22.

Sobre la política de tipo de cambio seguida por las autoridades monetarias y la evolución del tipo de cambio en el último período del sistema anterior, véanse: FERNÁNDEZ, V. J., «El marco de la política de tipo de cambio en España», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, núm. 32, 1987, y «Economía y política de la peseta», *Información Comercial Española*, núm. 617, enero 1985; ARGANDOÑA, Antonio, «Política monetaria en España 1974-1985», *Información Comercial Española*, núm. 639, noviembre 1986; DEHESA, Guillermo de la, «Ajuste externo y tipo de cambio», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, núm. 15, y «Desequilibrio y ajuste del sector exterior de la economía española», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, núm. 21. Véase, asimismo, el núm. 632 de la revista *Información Comercial Española* (abril de 1986), íntegramente dedicado al mercado de cambios y el tipo de cambio de la peseta.

(19) Para un más detallado análisis de estas cuestiones, véase el ya citado trabajo de M. L. LEYVA, págs. 23 a 25.

(20) Circular 27/87, de 20 de octubre, que a su vez sustituyó a la anterior Circular 9/86 (y a la más anterior Circular 256, del IEME).

(21) No todos los saldos en divisas mantenidos por una entidad en cuentas con sus corresponsales extranjeros integran la «posición de contado», sino solamente aquellos que hubieran sido adquiridos por la entidad contra pesetas (bien a un cliente, residente o no, bien a otra entidad, bien al propio Banco de España). Por el contrario, no formaban parte de la misma los saldos en divisas procedentes de operaciones efectuadas en virtud de la Circular 5/1987 (que facultaba a las entidades para abrir cuentas en divisas a nombre de no residentes

y, en general, para tomar depósitos en moneda extranjera de no residentes, a fin de efectuar colocaciones con ellos).

(22) La Circular 1/1987 (instrucción 1.ª 1) define la «posición en moneda extranjera» (posición en la moneda x) de una entidad como el «saldo neto de los activos y pasivos patrimoniales, sus productos y costes, y los compromisos en esa moneda, de una entidad (delegada) considerando tanto sus negocios en España como sus negocios en el exterior, excluidas las inversiones permanentes en participaciones (incluso dotaciones a sucursales) e inmovilizado en el extranjero financiado con pesetas y la financiación de tales participaciones e inmovilizado».

(23) Cfr. LINDE, L. Miguel, y GIL, Gonzalo, *op. cit.*, pág. 41.

(24) La posibilidad de que las entidades registradas compren y vendan divisas contra divisas a residentes se materializó, con carácter general, y por vez primera, con la Orden de 10 de abril de 1991, que autorizó a los residentes a mantener cuentas en divisas en oficinas operantes en España de las entidades registradas.

(25) Técnicamente, estas ventas de divisas contra pesetas a la clientela residente consisten en lo siguiente: la entidad ordena a su banco corresponsal extranjero que, con cargo a la cuenta en divisas que dicha entidad tenga abierta en el mismo, efectúe el pago correspondiente, por cuenta de su cliente, al acreedor extranjero de éste; y, al mismo tiempo, cargará a dicho cliente, en España, el contravalor en pesetas de la suma en divisas así dispuesta.

(26) Con anterioridad, las normas aplicables eran la Circular 256 del IEME, de 20-III-1969 (que creó los «estados» de divisas), y la Circular 241 del IEME, de 15-II-1968 (que creó los modelos de comunicaciones de cobro y pago), posteriormente modificadas y actualizadas por otras normas.

Los «estados» creados por la Circular 256 eran los denominados C, V y P para las operaciones y posición en divisas, y los denominados D, H y S para las operaciones y posición (Circulares 2/1981 y 24/1982 del Banco de España).

La actual Circular 4/1986, que derogó y sustituyó a todas estas normas, estableció los nuevos «estados» CD, VH y PS, que englobaron a los anteriores, sirviendo tanto para las operaciones en divisas como en pesetas correspondientes a pesetas en cuentas de pesetas de no residentes: Los «estados» CD recogerían tanto las compras de divisas como los adeudos en cuentas de pesetas de no residentes; los «estados» VH recogerían tanto las ventas de divisas como los abonos en cuentas de pesetas de no residentes, y los «estados» PS recogerían tanto la posición de contado de divisas como el saldo de las cuentas extranjeras de pesetas de no residentes.

(27) Cada vez que una entidad efectúa una operación de arbitraje o conversión, en el mercado español o en los mercados extranjeros, tanto entre divisas convertibles como entre cualquiera de ellas y pesetas de no residentes, la Circular 4/1986 señala que debe comunicarse al Banco de España cumplimentando un formulario modelo CV (comunicación de conversión). Todos los formularios modelo CV efectuados durante la decena deben facturarse (instrucciones 40 y 68) en el «estado» CD-2 de ese período, correspondiente a la divisa comprada. Y tales formularios CV se deben adjuntar, como anexo, al «estado», entregándose junto con éste al Banco de España.

Las compras de divisas facturadas en el «estado» CD-2 tienen siempre su contrapartida en una facturación inversa en el «estado» VH-2: cada vez que una entidad compra una divisa, y efectúa la facturación correspondiente en el «estado» CD-2 de dicha divisa, debe a la vez efectuar una facturación inversa en el «estado» VH-2 por la contrapartida (venta de divisa a adeudo en cuentas de pesetas de no residentes).

Si se trata de una compra de divisas contra venta de otra, la

entidad debe facturar la primera en el «estado» CD-2 de la divisa comprada, y al mismo tiempo facturar la segunda, por su contravalor, en el «estado» VH-2 de la divisa vendida (y si dicha compraventa se hubiese efectuado con otra entidad, esta última debe efectuar las anotaciones inversas, puesto que para ella la operación de compraventa es la opuesta). Es decir, si la entidad A compra a la entidad delegada B dólares USA contra marcos alemanes, debe facturar la compra en el «estado» CD-2 de dólares y la venta en el «estado» VH-2 de marcos; y, a su vez, la entidad B debe facturar, inversamente, su venta en el «estado» VH-2 de dólares y su compra en el «estado» CD-2 de marcos.

Si se trata, en cambio, de una compra de divisas contra abono en cuenta de pesetas de no residentes, la entidad debe facturar dicha compra en el «estado» CD-2 de la divisa comprada, y al mismo tiempo facturar, por su contravalor en pesetas, el abono en el «estado» VH-2 de pesetas de no residentes. El «estado» CD-2 sirve también para registrar los adeudos en cuentas de pesetas de no residentes que sean contrapartida de ventas de divisas (las cuales se facturan en «estado» VH-2).

(28) Técnicamente, consiste en ventas de divisas efectuadas por las entidades a sus clientes residentes cobrando a tales clientes el contravalor en pesetas, y situándoles las divisas —es decir, efectuando por su cuenta el pago al acreedor extranjero o la transferencia— contra el saldo de la cuenta que la entidad en cuestión tiene abierta en un corresponsal bancario extranjero.

(29) Las ventas de divisas facturadas en el «estado» VH-2 tienen siempre su contrapartida en una facturación inversa en el «estado» CD-2; cada vez que una entidad vende una divisa y efectúa la facturación correspondiente en el «estado» VH-2 de dicha divisa, debe a la vez efectuar una facturación inversa en el «estado» CD-2 por la contrapartida (compra de divisas o adeudo en cuentas de pesetas de no residentes).

Si se trata de una venta de divisa contra compra de otra, la entidad debe facturar la primera en el «estado» VH-2 de la divisa vendida, y al mismo tiempo facturar la segunda, por su contravalor, en el «estado» CD-2 de la divisa comprada (y si dicha compraventa se hubiese efectuado con otra entidad registrada, esta última debe efectuar las anotaciones inversas, puesto que para ella la operación de compraventa es la opuesta).

La Circular 4/1986 (instr. 71) especifica que en el «estado» VH-2 se deben facturar los formularios modelo CV correspondientes a las ventas de divisas relativas a operaciones de arbitraje y conversión (contra otras divisas o contra abono en cuentas de pesetas de no residentes) efectuadas durante el período decenal correspondiente.

Inversamente, el «estado» VH-2 sirve también para registrar los abonos en cuentas de pesetas de no residentes que sean contrapartida de compras de divisas (las cuales se facturan en el «estado» CD-2); si bien tales formularios no se deben adjuntar como anexo al «estado» VH-2, puesto que, como antes vimos, ya se adjuntaron al «estado» CD-2.

(30) Entre la bibliografía disponible sobre el SME, son de destacar las siguientes obras:

YPERSELE, Jacques, y KOEUNE, Jean Claude, *El Sistema Monetario Europeo*, colección Perspectivas Europeas, Comisión de las Comunidades Europeas, edición en español, Luxemburgo, 1988; PÉREZ CAMPANERO, J., «El Sistema Monetario Europeo y el ECU: descripción y funcionamiento», *Cuadernos de Economía y Finanzas*, FEDEA, núm. 2, 1990; ONTIVEROS, E.; BERGÉS, A.; MANZANO, D., y VALERO, F. J., *Mercados financieros internacionales*, Espasa-Calpe, Madrid, 1991, capítulo 5; SECRETARÍA DE ESTADO DE ECONOMÍA, «La unión económica y monetaria: el estado de los debates», *Boletín Económico de ICE*, 24-XII-1990.

Otros trabajos de interés son los siguientes:

EGUIDAZU, Santiago, «El Sistema Monetario Europeo, una nue-

va ilusión para Europa», *Información Comercial Española*, número 550-551, junio-julio 1979, págs. 45 y siguientes; EGUIDAZU, Santiago, «El Sistema Monetario Europeo, una alternativa para la peseta», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, núm. 25, 1985, páginas 304 y siguientes; PALLA, Erno, «El Sistema Monetario Europeo», *Información Comercial Española*, n.º 599-600, julio-agosto 1983, págs. 55 y siguientes; VINALS, José, «El reajuste monetario europeo», *Boletín Económico del Banco de España*, enero 1988, págs. 15 y siguientes.

Respecto a los antecedentes del actual SME, véanse, aparte de la citada obra de YPERSELE y KOEUNE, las siguientes:

GARCÍA DE VINUESA, Carlos, *La cooperación monetaria europea*, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid, 1977; MOLINA REQUENA, M.ª Josefa, *Unión monetaria europea*, Ed. Pirámide, Madrid, 1982; LUDLOW, Peter, *The making of the european monetary system*, Butterworths European Studies, Londres, 1982.

Sobre el ECU, pueden mencionarse:

COSTALES, Begoña, «El ECU, sus orígenes y evolución de sus mercados», *Información Comercial Española*, núm. 647, julio 1987, págs. 145 y siguientes; LEYVA, M. L., y MAYGAS, J., «La ECU, evolución y perspectivas de futuro», *Boletín Económico del Banco de España*, mayo 1989.

(31) Resolución del Consejo Europeo de 5 de diciembre de 1978, punto A.1.1.

(32) La inclusión de una moneda en el ecu no implica la obligación, para el estado miembro, de asumir los compromisos de intervención del «mecanismo de cambios» del SME.

(33) En concreto, se han tenido en cuenta los siguientes criterios: 1) participación del PIB de cada país en el PIB total comunitario; 2) porcentaje de participación de cada país en el volumen de comercio intracomunitario, y 3) participación de cada país en el mecanismo de apoyo a corto plazo de la CE. A estos criterios se han añadido, en la práctica, otros menos concretos, tendentes a asegurar la fortaleza del ecu y resguardarla de posibles peligros de inestabilidad cambiaria, que han determinado un mayor peso de monedas consideradas fuertes (marco y florin) en detrimento de otras más débiles, acogidas a bandas de fluctuación ancha o no integradas en el mecanismo de cambio e intervención.

(34) Tales tipos no tienen por qué coincidir exactamente con las cotizaciones del ecu en los mercados de divisas de cada país, que responden al libre juego oferta-demanda en cada uno (aunque el arbitraje entre los distintos mercados asegure el acercamiento de las distintas cotizaciones).

(35) La DMD para una moneda determinada se calcula según la fórmula siguiente: $DMD = 2,25 \text{ por } 100 \times (1 - \text{peso o ponderación central de esa moneda})$.

(36) No entraremos aquí en el análisis de las ventajas e inconvenientes de la integración, ni de sus posibles efectos sobre la evolución del tipo de cambio y sobre la evolución económica general, cuestiones sobre las que ya existe bibliografía suficiente.

Sobre esta materia se pueden citar los siguientes trabajos: EGUIDAZU, Santiago, «El Sistema Monetario Europeo, una alternativa para la peseta», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, núm. 25, 1985, págs. 304 y ss.; EGUIDEZU, Santiago, «La unidad de cuenta europea y los efectos de la futura inclusión de la peseta en el ECU», *Información Comercial Española*, núm. 609, mayo 1984, págs. 129 y ss.; REQUEJO, Jaime, «El sistema monetario europeo y algunas consideraciones sobre el caso de España», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, núm. 3, 1980, págs. 212 y ss.; KESSLER, Guillermo, «La peseta en el sistema monetario europeo: algunas consideraciones», *Información Comercial Española*, núm. 642, febrero 1987, págs. 7 y ss.; DEHESA, Guillermo de la, «La integra-

ción de la peseta en el sistema monetario europeo, el gran dilema de la política económica española», *Información Comercial Española*, núm. 657, mayo 1988, págs. 141 y ss.; PALLA, Erno, «España y el Sistema Monetario Europeo», *ICE*, número 657, mayo 1988, págs. 5 y ss.; LINDE, Luis, «La integración de la peseta en el SME, problemas y perspectivas», *Información Comercial Española*, núm. 676-677, diciembre 1989-enero 1990; MAYCAS, J., y ALZOLA, J. L., «La incorporación de la peseta al mecanismo de cambios del SME», *Boletín Económico del Banco de España*, julio-agosto 1989.

(37) El Acta de Adhesión de España a la CE no estableció ninguna obligación ni compromiso inmediato, limitándose a señalar que dicha inclusión «se podría producir», a petición de España y previo informe del Comité Monetario, con ocasión de

la primera revisión de la «cesta» que se produjese después de la adhesión. *Declaración común sobre la inclusión de la peseta y del escudo en el ECU*, Epígrafe 67.15, Tratado de Adhesión de España y Portugal a la CE.

Sobre la ponderación de la peseta en el ecu, véase LEYVA, M. L., «La ponderación de la peseta en el ECU», *Boletín Económico del Banco de España*, septiembre 1989.

(38) Una descripción muy clara y detallada de todo este proceso puede encontrarse en el trabajo de la SECRETARÍA DE ESTADO DE ECONOMÍA, *La unión económica y monetaria, el estado de los debates*, *op. cit.* Véase, asimismo, PÉREZ CAMPANERO, J., «Estado de la integración económica y monetaria en Europa», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, *Suplementos sobre el Sistema Financiero*, núm. 33, 1991, págs. 68 y siguientes.