
OPINIONES

EL MERCADO DE DIVISAS EN ESPAÑA

Amancio FERNANDEZ RODRIGUEZ
Redactor Jefe de Economía de ABC

Tres características resumen el actual mercado de divisas en España: su práctica homologación con los del resto de países comunitarios y de la OCDE; su incorporación al Sistema Monetario Europeo (SME), con lo que se encuentra inmerso en la corriente de unificación monetaria de la CE, y por último, su creciente dinamismo e importancia en un país cada vez más abierto e influido por las economías de su entorno.

Este hecho ha sido posible merced a una progresiva y ajustada liberalización del mercado de divisas, pareja a la aplicada a otros aspectos de la economía española.

Mercado de divisas libre, según la mayoría de los operadores de este mercado, ya que, aunque existe un conjunto de normas que regulan su funcionamiento, éstas tratan de asegurar la buena marcha y fluidez de las operaciones, y un mercado transparente, más que de limitar la propia libertad de mercado.

Esta liberalización plena es, por otra parte, también compatible con determinados procedimientos de supervisión, bien verificaciones previas o declaraciones posteriores a las operaciones, tendentes más a que la Administración disponga de datos contables para elaborar una correcta balanza de pagos, o a meros controles fiscales, que a limitar la libertad efectiva del mercado de divisas.

LOS EXPERTOS

Existe un cierto consenso, por parte de los expertos consultados, tanto en considerar la práctica homologación de nuestro mercado de divisas con los estándares de los países comunitarios como en señalar algunas limitaciones que aún subsisten. Las posibilidades operativas que permiten las normas que lo regulan, según **José Luis Alonso**, «son muy similares a las de los países que estamos comparando, contando en algunos casos con cier-

tas ventajas operativas con respecto a algún otro país, ... [y con]... algunas desventajas con respecto a otros, todo ello sin alterar el marco global equiparable». Para **José Luis Alonso** debiera, no obstante, «desaparecer [...] la limitación a un determinado porcentaje sobre los recursos propios de la entidad (este porcentaje varía según la entidad de que se trate) de la llamada posición corta de divisas valor vencido».

Limitaciones

Emilio Ontiveros coincide igualmente en que la Circular 1/91 del Banco de España liberaliza, en su práctica totalidad, la operativa en el mercado de divisas, tanto al contado como a plazo, al tiempo que regula otras operaciones con instrumentos de cobertura de riesgo de cambio, y señala que «la única restricción, en cuanto a operativa en el mercado de divisas al contado, es aquella que obliga a que, en las operaciones de divisas contra pesetas efectuadas por entidades delegadas con residentes y no residentes que no sean entidades delegadas o entidades de crédito, cuyo contravalor, según el *fixing* del día anterior, sea inferior a veinte millones de pesetas, el cambio mínimo comprador y máximo vendedor sea el cambio oficial aplicable a las operaciones con valor dos días hábiles siguientes publicado por el Banco de España (el *fixing*).

Precisamente, esta obligación de aplicar a la clientela tipos de cambio que no sean mayores ni menores que los oficiales de compra y venta diarios establecidos por el Banco de España para este tipo de operaciones, y los límites para las posiciones cortas en divisas fijadas por la autoridad monetaria a los bancos, son normas que, también para **Alberto Veciana**, restringen, en cierto modo, la capacidad operativa de la banca.

Antonio Sánchez-Pedreño, aunque está de acuerdo en que la normativa reguladora del merca-

do de divisas ha conseguido una importante convergencia con las normas existentes en los países más liberales de la CE, señala igualmente que «aún subsisten determinadas restricciones encaminadas especialmente a obstaculizar la entrada de capitales a corto plazo por determinadas vías, como la sujeción a un coeficiente de caja del 5 por 100 de los depósitos en pesetas convertibles constituidos en la banca española incluso por instituciones bancarias, o la limitación de la posición corta vendida a un porcentaje de los recursos propios del banco».

Controles

Para **Manfred Nolte**, las tres actividades clásicas del cambismo —la transaccional, la especulativa y el arbitraje de interés— gozan de cotas de libertad netamente comunitarias, y se pregunta si «deben calificarse de normativa restrictiva los límites genéricos establecidos para bancos e intermediarios financieros por la Circular 1/87 del Banco de España y sus concreciones particulares a cada uno de aquéllos. El Banco de España permite a las entidades delegadas/registradas posiciones en moneda extranjera, introduciéndose los oportunos controles al establecerse que se respete una fracción o porcentaje máximo de recursos propios. La regulación de estos límites —capacidad de acaparamiento de una divisa, suma total de acaparamiento en todas las divisas, capacidad de endeudamiento vencido y capacidad de endeudamiento bruto— no es privativa del modelo español, y se aplica de forma similar en otros países europeos. En cualquier caso, los límites son operativamente suficientes para un desarrollo normal de la actividad exterior bancaria».

Estas opiniones reflejan algunas leves críticas a un mercado que, aunque cada vez más influenciado por las propias fuerzas libres de la oferta y la demanda, se ve regulado por otros condicionantes externos al propio mercado de divisas. Un mercado que, en opinión del director general del Departamento Extranjero del Banco de España, **Luis Linde**, es ahora mucho más estable, amplio y profundo que hace tres o cuatro años, por lo que no ve necesaria ninguna modificación por parte del Banco de España en las normas que regulan su funcionamiento.

REGULACION EN ESPAÑA

Al igual que en otros países de nuestro entorno, existe una regulación del mercado mediante dispo-

siciones de las autoridades monetarias. Regulación que persigue la propia transparencia del mercado, así como su correcto funcionamiento.

Uno de los pilares de esta normativa es la limitación para ser operador de mercado, condición que circunscribe a los llamados «socios del mercado», por lo que se priva a los particulares de la posibilidad de comprar o vender divisas si no es a través de los operadores. Estos, por su parte, se obligan a respetar unas normas estrictas tanto hacia la autoridad monetaria como hacia sus clientes.

Bancos, cajas de ahorros y entidades de depósito debidamente autorizadas son, en España, quienes pueden operar en el mercado de divisas. Sin embargo, la actuación del Banco de España es sumamente importante, sobre todo desde nuestra integración en el SME.

La regulación actual del mercado de divisas en España está formada por las siguientes normas:

- 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, operaciones con billetes extranjeros y envío y recepción al/del exterior de billetes y moneda.

Su base legal está constituida por la Ley 40/79, de 10 de diciembre, de Régimen Jurídico de Control de Cambios, y por la Ley 30/80, de 21 de junio, de Organos Rectores del Banco de España.

Concepto de divisa

Aunque hay distintas acepciones del concepto de divisa, unas más laxas y otras más restrictivas, una definición generalmente aceptada es la que engloba a monedas y billetes de banco extranjeros. Habría que añadir, a efectos de mercado, los depósitos bancarios en moneda distinta a la del lugar en el que se hallen. Asimismo, deberían excluirse activos financieros como pagarés, bonos o títulos similares.

Sin embargo, nuestra legislación distingue entre billetes de banco y otros medios de pago calificados de divisas; distinción basada en las distintas características de ambos, lo que limita, en algunos casos, la utilización de los billetes o marca una distinta cotización para billetes y divisas.

Tipos de divisas

Las divisas pueden ser convertibles o no. Aquéllas son las que, según las normas, pueden ser cambiadas libremente por cualquier otra moneda.

La Circular 1/1991 del Banco de España distingue dos tipos de divisas, atendiendo al funcionamiento del mercado: las divisas con cotización por el Banco de España y el resto. De las primeras, hay veinte, entre las que figuran las de mayores volúmenes de transacciones en el mercado español: dólar USA, ecu (unidad de cuenta europea), marco alemán, franco francés, libra esterlina, lira italiana, franco belga y luxemburgués, florín holandés, corona danesa, libra irlandesa, escudo portugués, dracma griego, dólar canadiense, franco suizo, yen japonés, corona sueca, corona danesa, marco finlandés, chelín austriaco y dólar australiano.

Según el plazo de operaciones, el mercado de divisas distingue entre el de contado (*spot*) y los de a plazo o de futuro (*forward*).

El primero lo conforman las operaciones de compraventa definidas en la norma 2.^a1 de la Circular 1/1991 del Banco de España (operaciones con valor en el mismo día, día hábil siguiente o dos días hábiles siguientes). La norma 4.^a de la misma circular considera mercados a plazo las operaciones de compraventa de divisas con vencimiento mayor a dos días hábiles de mercado.

Por su regulación, el mercado se entiende como reglado cuando las autoridades monetarias regulan su funcionamiento. Libres son aquellos sin normas oficiales, aunque existen reglas aceptadas por los operadores de ese mercado.

Varios autores definen el mercado de divisas como el conjunto de operaciones de compra y venta hechas por entidades de depósito entre sí y con el Banco de España. Su funcionamiento está regulado por las circulares del Banco de España citadas anteriormente, que marcan las reglas para quienes pueden operar en ese mercado (operaciones que pueden realizar, con quiénes y cómo).

EL BANCO DE ESPAÑA

En ese mercado, calificado como libre, interviene, sin embargo, el Banco de España. La manera de hacerlo ha variado notablemente en los últimos años, hasta llegar a la actual situación de nuestra pertenencia al SME.

Según **Luis Linde** y Gonzalo Gil, se puede hablar de tres etapas bien definidas:

- La llamada de «intervención pasiva permanente» (entre los años 1961 y 1988).
- La de «intervención activa ocasional» (desde

febrero de 1988 hasta la incorporación de la peseta al SME).

- Y la actual de pertenencia al SME, marcada por el compromiso del Banco de España de intervenir en el mercado para corregir las fluctuaciones de los cambios una vez que se rebasen los límites marcados por el SME.

En la primera etapa, muy reglada y rígida, la presencia del Banco de España en el mercado era permanente y decisiva. Fechas clave de esta etapa son 1959 (aceptación de la disciplina del FMI y establecimiento de una paridad para la peseta) y 1974, año este en el que el gobierno suspende el compromiso de intervención, con la consiguiente libre flotación de la peseta.

Desde febrero de 1988, etapa de «intervención activa ocasional», el Banco de España interviene en el mercado de divisas de una forma similar a la del resto de los bancos centrales de los países integrantes de la OCDE. Dos características marcan esta etapa: un menor protagonismo del banco emisor, con el consiguiente mayor papel de las entidades de depósito, y la preparación para el ingreso en el SME.

EL SISTEMA MONETARIO EUROPEO

En junio de 1989, el gobierno español decidió integrar la peseta en el mecanismo del SME. Hay que señalar, no obstante, que España forma parte del SME desde el 12 de marzo de 1987, fecha en que suscribió el Acuerdo de Basilea entre los bancos centrales de los estados miembros. Esta incorporación implica un compromiso, por parte del Banco de España, de intervenir en el mercado cuando sea necesario para corregir las fluctuaciones de los cambios y asegurar que no rebasen los límites establecidos en relación con las restantes monedas del SME.

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 ratificada posteriormente en la reunión de Bremen, en julio de ese mismo año. Esta decisión supuso la culminación de un largo camino hacia la integración monetaria, cuyos momentos más destacados habían sido: los planes Barre (1969) y 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 estableci-

dos. Este sistema es conocido como la «serpiente en el túnel».

Los acuerdos adoptados por el Consejo Europeo en las 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. Alemania, Francia, Bélgica, Holanda, Luxemburgo y Dinamarca se adhirieron inmediatamente al sistema y poco después lo harían Italia e Irlanda. Solamente el Reino Unido permaneció en ese momento al margen. Y fue en la cumbre de París, del 12 de marzo de 1979, cuando el Consejo Europeo autorizó la puesta en marcha del sistema.

El Sistema Monetario Europeo se conforma, básicamente, 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. Es por ello por lo que se establecen obligaciones de intervención de los bancos centrales. Lograr una mayor estabilidad monetaria en la Comunidad es, pues, tal y como reflejan los documentos aprobados en las sucesivas cumbres, el objetivo fundamental de este sistema. Objetivo que, en opinión del director general del Departamento Extranjero del Banco de España, **Luis Linde**, se ha cumplido, ya que «las monedas europeas no conocían una época de estabilidad como la que ha conseguido el SME en los últimos diez años». Y considera que «su mecanismo es el mayor éxito que ha registrado la cooperación monetaria internacional desde la creación del FMI».

EL ECU

La unidad europea de cuenta, el ecu (European Currency Unit) constituye la pieza esencial del SME. Es una unidad monetaria compuesta que contiene cierto número fijo de unidades de cada una de las monedas de los doce países miembros de la CE, estén o no dichas monedas integradas en el mecanismo de cambio o intervención del SME. El antecedente del ecu se encuentra en la denominada «European Unit of Account», creada entre 1975 y 1977 con fines presupuestarios.

Las funciones del ecu, de acuerdo con la Resolución del Consejo de Europa (diciembre de 1978), son las de:

- Numerario para la fijación de los tipos base o centrales en el mecanismo de cambio o intervención.

- Magnitud de referencia en el sistema de tipos de cambio.

- Numerario de las operaciones de intervención y crédito entre los bancos centrales.

- Medio de pago y reserva de los bancos centrales de los estados miembros.

La composición del ecu no es inmutable, y está sujeta a un procedimiento de revisión según las reglas establecidas por la resolución antes citada. De acuerdo con ellas, cualquier estado miembro puede solicitar, en cualquier momento, la revisión de su composición si el peso de alguna de las monedas integrantes ha variado en más del 25 por 100. En cualquier caso, la composición del ecu se revisa de oficio cada cinco años por si es necesaria su modificación.

LA ESTABILIDAD

Como ya se ha señalado, 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 el compromiso de intervención en el mercado de los bancos centrales para evitar que las fluctuaciones superen los límites establecidos.

Este mecanismo se basa en la determinación, para cada moneda, de una paridad oficial respecto de las demás monedas integrantes del sistema. Todos los estados miembros, de acuerdo con las normas del SME, deben definir un «tipo de cambio central» de su moneda con respecto al ecu, expresado en número de unidades de dicha moneda por un ecu.

De acuerdo con las normas del SME, cuando dos tipos de cambio de dos monedas se distancian entre sí en el porcentaje máximo permitido (2,25 por 100), los bancos centrales respectivos están obligados a intervenir en el mercado para forzar a 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, y el banco emisor de la moneda débil deberá vender la moneda fuerte en el suyo. En la práctica, los bancos también efectúan su intervención comprando o vendiendo otras monedas, especialmente dólares.

El denominado «indicador de divergencia» señala el porcentaje de desviación de cada moneda en más o en menos (apreciación o depreciación) de su «tipo de cambio central» respecto al ecu. Este

mecanismo de intervención obligatoria, basado en los tipos centrales bilaterales, tiene el inconveniente de que no imputa responsabilidades. Siempre que entre dos monedas se produce una divergencia límite, involucra a ambas, aunque no sean igualmente responsables. En la práctica, el peso del ajuste recae en mayor medida sobre el país de moneda débil.

LA UNION ECONOMICA Y MONETARIA

El Consejo Europeo, en su reunión de Hannover en 1988, y bajo la dirección del Presidente de la Comisión, Jacques Delors, acordó la redacción de un informe preparatorio para determinar la forma de lograr la futura unión económica y monetaria. Este trabajo, llamado *Plan Delors*, sugería tres etapas para la consecución de la unión, y señalaba los cambios y mecanismos institucionales necesarios para cada uno. El informe se presentó en la Cumbre de Madrid, en junio de 1989.

Esta unión monetaria, según el citado informe, requería el cumplimiento de una serie de objetivos: plena y total libertad de movimientos de capital,

unida a la integración bancaria en todo el ámbito comunitario (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 Sistema Europeo de Bancos Centrales. Ello implicaría no sólo la necesidad de adoptar una política monetaria común, sino la de lograr un alto grado de coordinación de las restantes políticas macroeconómicas, especialmente en materia presupuestaria.

El Informe Delors abrió un intenso proceso de análisis y discusión en el que se evidenciaron las acusadas diferencias entre los países miembros acerca, entre otras cuestiones, de la conveniencia de una moneda única, la necesidad de normas presupuestarias rígidas o el propio ritmo del proceso.

Se sigue avanzando tímidamente en este proceso de discusión, con serias diferencias, a veces, entre los distintos países de la CE. España, cuyas tesis se hallan entre las más «unionistas», se encuentra con serios problemas para su integración en el llamado grupo de cabeza: inflación, déficit presupuestario y tipos de interés son los retos actuales para que España se integre entre los países de ese grupo.

«LA PRESENCIA EN ESTOS MOMENTOS DEL BANCO DE ESPAÑA EN LOS MERCADOS OBEDECE MUY PRIMORDIALMENTE A UN CONTACTO PERMANENTE CON LOS OPERADORES»

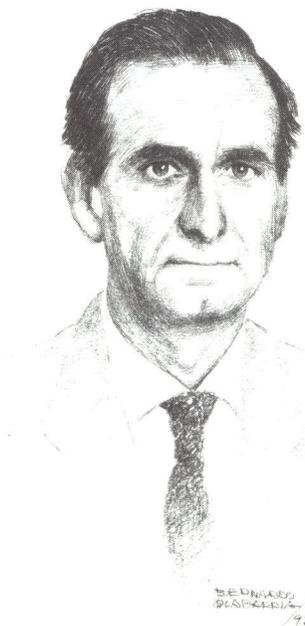
JOSE LUIS ALONSO
Presidente del Banco Exterior Nederland

El actual Presidente del Banco Exterior Nederland considera que la normativa que regula en estos momentos la actividad en los mercados de divisas (contemplada básicamente en la Circular 1/1991) permite a las entidades delegadas operar libremente para cotizar cualquier tipo de divisa, con la única limitación de estar obligados, al final de cada día, a disponer de una posición de divisas abierta en función de sus recursos propios. José Luis Alonso, un hombre

que ha desarrollado toda su trayectoria profesional en el Grupo Banco Exterior, ejerciendo, entre otras, en las áreas de Arbitrajes, Divisas, Relaciones Bancarias y Financiación Internacional, piensa que esta limitación, que en términos similares existe en prácticamente todos los países, es debida a criterios de medición de los riesgos en que puede incurrir la entidad, y en ningún caso a criterios de control de cambios.

—¿Considera las actuales normas sobre mercado de divisas homologables con las que existen en los restantes países miembros de la CE?

—La normativa que regula en estos momentos la actividad en los mercados de divisas se encuentra, básicamente, contemplada en la Circular 1/1991, que, con fecha 22 de enero de 1991, emitió el Banco de España y que supuso la derogación de una serie de limitaciones operativas hasta entonces existentes que, ciertamente, condicionaban la actividad en los mercados de divisas; se puede decir que, a partir de su entrada en vigor, cualquier entidad delegada (banco o caja de ahorros) puede ya, en general, efectuar libremente operaciones en divisas —compraventa al contado, a plazo, permutas financieras, opciones y futuros— con otras entidades delegadas, así como con no residentes.



En definitiva, las entidades delegadas tienen absoluta libertad para cotizar cualquier divisa, así como para operar por cuenta propia o con no residentes, con la única limitación de estar obligadas al final de cada día a disponer de una posición de divisas abierta, corta o larga, máxima en función de sus recursos propios; es decir, una divisa o suma de divisas comprada o vendida contra pesetas equivalente a un determinado porcentaje (que varía en función de las entidades de las que se trate) sobre los recursos propios de la entidad.

No obstante, esta limitación, que en términos similares existe en prácticamente todos los países, y por supuesto en la CE, es debida a criterios de medición de los riesgos en que puede incurrir la entidad, y en ningún caso a criterios de control de cambios.

Antes me refería a la operativa de entidades delegadas por cuenta propia y con no residentes, y también es importante comentar que, en cuanto a la operativa con residentes, a través de la circular citada se contempla una liberalización muy significativa, aunque hay que decir, sin embargo, que es necesario algún concepto de balanza de pagos u otro autorizado para poder operar.

Aun con esta premisa, similar a lo que viene siendo normal en otros países de la CE, el residente puede efectuar todo tipo de operaciones, desde las más tradicionales —como puedan ser compras y ventas de divisas al contado (para lo cual tiene libertad de contratación del tipo de cambio y con quién) o a plazo— hasta las permutas financieras, las opciones o los futuros financieros.

Dicho lo anterior, habría que hacer constar, como respuesta precisa a la pregunta, que el mercado de divisas en España en estos momentos, y las normas que lo regulan, son absolutamente homologables con los de aquellos países de la CE más avanzados en los temas de liberalización de movimiento de capitales, ya que las posibilidades operativas que permiten son similares a las de los países que estamos comparando, contando, en algunos casos, con ciertas ventajas operativas con respecto a algún otro país, de la misma manera que también existen algunas desventajas con respecto a otros, todo ello sin alterar el marco global equiparable.

«El mercado de divisas en España en estos momentos, y las normas que lo regulan, son absolutamente homologables con los de aquellos países de la CE más avanzados en los temas de la liberalización de movimiento de capitales.»

—¿Plantean dichas normas algún problema o suponen alguna restricción seria a la actividad de la banca?

—Como decía anteriormente, las normas que regulan nuestro mercado de divisas nos permiten actuar con amplia libertad en la operativa desarrollada en el mismo y, en general, con sólo pequeñas diferencias, en unos casos favorables y en otros no tanto, respecto a lo que es la actividad habitual en otros mercados de la CE.

Dentro de las restricciones o limitaciones operativas con las que actualmente nos encontramos en

«Dentro de las restricciones operativas con las que actualmente nos encontramos en nuestro mercado, y que sería lógico que desaparecieran, se encuentra la limitación a un determinado porcentaje sobre los recursos propios de la entidad de la llamada posición corta de divisas valor vencido.»

nuestro mercado, y que sería lógico, por otra parte, pensar que debieran desaparecer una vez implementada, a principios de 1992, la plena libertad del movimiento de capitales, se encuentra la limitación a un determinado porcentaje sobre los recursos propios de la entidad (este porcentaje varía según la entidad de que se trate) de la llamada posición corta de divisas valor vencido.

No hay que confundir la posición corta vencida con la posición abierta a la que anteriormente hemos hecho mención. Mientras que posición abierta es el saldo neto de las posiciones que a diferentes fechas se tienen (ejemplo: dólares USA 4.500.000 vendidos con valor hoy, 30 de diciembre de 1991, y dólares USA 5.000.000 comprados con valor 10 de enero de 1992 hacen una posición abierta de dólares USA 500.000 comprados), posición corta vencida es la posición de divisas vendida contra pesetas valor hoy (en el ejemplo antes comentado, la posición corta vencida sería de dólares USA 4.500.000).

La limitación a esta actividad, cuya razón de ser estriba en que permite a las entidades financiar en divisas sus necesidades de pesetas —a tipos menores si se asume el riesgo de cambio, o a tipos similares, cubriendo ese riesgo a través de un *swap*, pero diversificando las fuentes de financiación—, se impuso en febrero de 1988, por última vez, para evitar la fuerte apreciación que estaba experimentando la peseta en los mercados de divisas.

Parece lógico pensar que esta limitación, una vez dentro del SME, y en un contexto de libertad total del movimiento de capitales, determinado por el Real Decreto 1816/1991, de 20 de diciembre, no se mantenga vigente por mucho tiempo.

Igualmente, debieran ser quizá objeto de mención los depósitos en pesetas convertibles (conveniría plantearse si en el futuro seguirán teniendo o no el calificativo de convertibles estas pesetas) y su sujeción al coeficiente de caja, independiente-

mente de que sean interbancarios o de particulares, en clara discrepancia con lo que ocurre en el mercado interno.

—Dentro de la banda del SME, y alejado el tipo de cambio de los límites que exigirían legalmente la intervención del Banco de España, ¿en qué medida la presencia del Banco de España en el mercado condiciona las cotizaciones cruzadas entre los bancos?

—Yo creo que la respuesta a esta pregunta requeriría una matización previa, y ésta es qué es lo que entendemos por presencia del Banco de España en el mercado.

En este sentido, una forma de presencia sería la de estar en contacto diario con los partícipes del mercado comentando las circunstancias de éste, sus movimientos, lo que ocurre con otras divisas y en otros mercados, etc., así como la de estar en contacto con entidades financieras de otros países y otros bancos centrales con los mismos motivos antes citados; en este sentido, habría que decir que, efectivamente, el Banco de España sí está presente de una manera real y permanente en los mercados, aunque sin condicionar la evolución de los cambios.

Otra forma de presencia que podemos entender sería la de cualquier otro partícipe cuando acude a los mercados, sobre todo extranjeros, para cubrir sus necesidades comprando y vendiendo las divisas necesarias, consecuencia de la posición que estime más conveniente para las reservas del país o de aquellos movimientos de balanza de pagos que le corresponde realizar, y en este caso también tendríamos que reconocer que el Banco de España sí está presente en los mercados, pues es de suponer que, habitualmente, tendrá necesidad de realizar operaciones, aunque sin condicionar la evolución de los cambios más que otro partícipe con volúmenes de operaciones similares.

Por último, otra forma de presencia sería la de intervenir en los mercados de divisas con el propósito exclusivo de condicionar, a través de su inter-

vención activa o pasiva, la evolución natural de los cambios, llevándolos de esta manera a aquellos niveles que, en función de sus objetivos, estime convenientes, sin permitir con ello que los cambios sean producto del juego de oferta y demanda del mercado.

En este caso, también podemos decir que existe una presencia evidente y, a diferencia de los dos casos anteriores, muy condicionante de los cambios finalmente resultantes.

Una vez hecha esta matización, y volviendo a la pregunta, habría que decir que la presencia en estos momentos del Banco de España en los mercados obedece, muy primordialmente, a las dos primeras circunstancias expuestas; es decir, a un contacto permanente con los operadores, comentando y conociendo los movimientos del mercado, así como a la realización de operaciones para atender sus propias necesidades.

La tercera de las formas de presencia —esto es, la intervención asidua en los mercados alterando la evolución natural de los cambios— dejó de efectuarse en 1988, cuando el Banco abandonó su intervención pasiva en los mercados a través de los cambios que diariamente ofrecía a los operadores del mercado, cuyo resultado era que los cambios resultantes obedecían más a esa intervención que a su libre tendencia.

Lo anterior no significa que nuestra autoridad monetaria no intervenga esporádicamente en el mercado en estos momentos, pero lo hace un número limitado de veces al año y por razones, a mi juicio, dirigidas a corregir las alteraciones que en la evolución natural de los precios pueda producir un exceso muy significativo de la oferta sobre la demanda; o viceversa, las que, por razones puntuales, puede producir en el mercado una operación de compra o venta de divisas de tal magnitud que, a corto plazo, pueda alterar significativamente el tipo de cambio, tipo que sólo con el transcurso del tiempo, una vez diluida la operación en cuestión, volvería a su nivel natural, con el consiguiente perjuicio y desconcierto para todo el entramado de comercio exterior del país.

«EL MECANISMO DEL SME ES EL MAYOR EXITO QUE HA REGISTRADO LA COOPERACION MONETARIA INTERNACIONAL DESDE LA CREACION DEL FMI»

LUIS M. LINDE

Director General del Departamento Extranjero
del Banco de España

Luis M. Linde, no ve necesaria ninguna modificación en las normas del Banco de España sobre el funcionamiento del mercado de divisas. En su opinión, el último retoque a la regulación del mercado de divisas que se produjo en enero de 1991 significó la total liberalización de las operaciones en los mercados de contado y plazo y, además, la liberalización de las operaciones de cobertura. Considera que

nuestro mecanismo de divisas es ahora mucho más estable, amplio y profundo de lo que lo era hace tres o cuatro años. El Director General del Departamento Extranjero del Banco de España es Licenciado en Ciencias Económicas, Técnico Comercial y Economista del Estado. Ha sido Secretario General Técnico del Ministerio de Economía y Comercio hasta 1987, año en el que pasó a ocupar su actual cargo.

—¿Está prevista alguna modificación en las normas del Banco de España sobre el funcionamiento del mercado de divisas, o sobre la posición en moneda extranjera de los bancos, como consecuencia de la liberalización de los movimientos de capital?

—No, no parece necesaria ninguna modificación. El último retoque a la regulación del mercado de divisas que se produjo en enero de 1991, mediante la Circular 1/1991, significó la total liberalización de las operaciones en los mercados de contado y plazo y, además, la liberalización de las operaciones de cobertura (opciones, futuros, swaps).

Por lo que respecta a la posición en moneda extranjera de los bancos, las normas actuales no son, en realidad, normas de control de cambios; la Circular 1/1987, sobre riesgos de cambio de las



entidades, reguló las posiciones abiertas en moneda extranjera de los bancos y cajas de ahorros atendiendo a razones prudenciales, y no cambiarias; por su parte, el límite a lo que se denomina la «posición de contado corta vencida» —es decir, el límite a la posición deudora en moneda extranjera contra pesetas ya registrada patrimonialmente en el balance—, que también tiene su apoyo normativo en la Circular 1/1987, es un límite de carácter monetario, aunque inevitablemente tenga consecuencias cambiarias.

Como es sabido, la directiva sobre liberalización de movimiento de capitales en la CE, de 1988, permite expresamente las regulaciones adoptadas en el marco de la política monetaria.

—La incorporación de la peseta a los mecanismos del SME ¿ha exigido, en la práctica, una inter-

vención del Banco de España en el mercado con una intensidad o frecuencia que en otro caso no se habría producido?

—La intervención del Banco de España en el mercado de divisas cambió muy profundamente en 1989. En febrero de aquel año, el Banco cambió su forma de intervención, pasando de una intervención *pasiva* permanente (el Banco de España estaba siempre en el mercado haciendo operaciones con cualquier entidad que lo deseara a los precios que el Banco iba anunciando) a una intervención *activa* ocasional (el Banco de España ya no opera cuando los bancos o cajas de ahorros llaman a su sala de cambios, sino sólo cuando es él quien toma la iniciativa y a los precios que existen en cada momento en el mercado). Este cambio en la técnica de intervención, que se produjo antes de la entrada de la peseta en el mecanismo de cambios del SME, ya supuso una transformación muy importante en nuestro mercado de divisas en un sentido que yo estimo muy favorable: antes, el mercado dependía muy estrechamente del Banco de España, porque las salas de cambios de las entidades no venían obligadas a adoptar sus propias decisiones, a tomar sus propias posiciones —en una palabra, a tomar riesgos—, y esto hacía que, a pesar de las apariencias, el único operador de verdad fuera el Banco de España. A partir de febrero de 1989, esto cambió por completo, y debo decir que nuestras entidades se adaptaron muy bien y muy rápidamente a la nueva situación.

«La intervención del Banco de España en el mercado de divisas cambió profundamente en 1989, pasando de una intervención pasiva permanente a una intervención activa ocasional.»

En junio de aquel año, la peseta se adhirió al mecanismo de cambios del SME, y esto no hizo sino acentuar la tendencia ya iniciada en febrero. El SME funciona, respecto al mercado de divisas, como un terreno de juego cuyos límites se conocen por todos los participantes (las bandas de fluctuación de cada divisa), un terreno de juego que, además, está protegido por los mecanismos de ayuda financiera entre los diferentes bancos centrales participantes, lo que da todavía más estabilidad al mercado de divisas.

La combinación de ambos factores —nuevo sistema de intervención del Banco de España y adhesión al mecanismo cambiario del SME— hizo disminuir de modo drástico las intervenciones del Banco de España en el mercado de divisas. Además, se redujo de modo muy notable la volatilidad del tipo de cambio de la peseta.

Como bien saben los profesionales, nuestro mercado de divisas es ahora mucho más estable, amplio y profundo de lo que era hace tres o cuatro años.

«El nuevo sistema de intervención del Banco de España y la adhesión al mecanismo del SME hizo disminuir de modo drástico las intervenciones del Banco de España en el mercado de divisas. Además, se redujo de modo muy notable la volatilidad del tipo de cambio de la peseta.»

—¿Considera adecuado el actual mecanismo del SME?

—Yo creo que el mecanismo cambiario del SME es, por decirlo rápidamente, el mayor éxito que ha registrado la cooperación monetaria internacional desde la creación del FMI. Creo que ha jugado un papel decisivo en la consolidación e impulso de los procesos de integración económica de Europa y en el diseño del objetivo de la unión monetaria.

El mecanismo del SME es, además, algo nuevo, de una potencia realmente extraordinaria. Desde el patrón oro, las monedas europeas no conocían una época de estabilidad como la que ha conseguido el SME en los últimos diez años. Por supuesto, nada es perfecto, y el SME tiene, en su funcionamiento, algunos problemas técnicos. Pero son problemas menores en comparación con sus ventajas. Por eso, no veo ningún cambio en el mecanismo del SME que no tenga más inconvenientes que ventajas.

Sin embargo, vamos a entrar en una nueva etapa, la de preparación de la tercera fase del proceso de unión monetaria, y es posible que en esta nueva fase aparezcan nuevos problemas que exijan otras soluciones. Pero esto sólo el tiempo lo dirá.

«LAS NORMAS APLICABLES AL MERCADO ESPAÑOL NO DIFIEREN SUSTANCIALMENTE DE LAS DE LOS PRINCIPALES PAISES COMUNITARIOS»

MANFRED NOLTE ARAMBURU
Director General de la Bilbao Bizkaia Kutxa

Manfred Nolte Aramburu *desempeña la Dirección General de la Bilbao Bizkaia Kutxa desde mayo de 1989, tras la fusión de las cajas Municipal de Bilbao y Vizcaína. Nació en Bilbao en 1944 y es Licenciado y Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad del País Vasco. En su opinión, la entrada en vigor del Real Decreto sobre transacciones económicas con el exterior amplía el marco de actuación de los operadores autónomos hasta su total liberalización (prescindiendo de la consideración de los movimientos de billetes*

y otros títulos al portador), dejando prácticamente inalterado el de los intermediarios financieros. Manfred Nolte tiene una dilatada experiencia profesional, que comenzó en el año 1969 como director de una agencia de aduanas. Pasó posteriormente al Banco Guipuzcoano como director del área internacional, y en 1978 se incorporó a la Caja de Ahorros Municipal de Bilbao como Subdirector General, para pasar, en 1988, a ser adjunto a la Dirección General.

—¿Considera las actuales normas sobre mercado de divisas homologables con las que existen en los restantes países miembros de la CE?

—Mercado de divisas es el ámbito de confluencia de las ofertas y demandas de divisas que los operadores generan en un período de tiempo determinado.

Los autores diferencian entre operadores *autónomos* e *inducidos* a la hora de evaluar conductas funcionales y determinar su grado de incidencia sobre el mercado. Son autónomos quienes generan movimientos dinerarios en moneda extranjera por operaciones «causales» en cualquiera de las posiciones estadísticas de la balanza de pagos; reciben el nombre de «clientes» para bancos y otros intermediarios financieros. Puesto que aquellas partidas son canalizadas



o comunicadas hacia el circuito de estos últimos, aquí se tornarán en «inducidas», constituyendo la acepción más usual del cambismo y de su mercado definidor.

¿Cuál es la situación comparativa de los residentes en España en las dos esferas reseñadas? Con la necesaria cautela que toda simplificación recomienda, hay que señalar que las normas aplicables al mercado español no difieren sustancialmente de las de los principales países comunitarios, obteniendo en consecuencia —sin problemas— el grado de homologables. La entrada en vigor del Real Decreto sobre

transacciones económicas con el exterior (RDTE) el 1 de febrero pasado confirma dicho diagnóstico (1). En efecto, el RDTE amplía el marco de actuación de los operadores autónomos hasta su total liberalización (2), dejando prácticamente inal-

terado el de los intermediarios financieros, suficientemente instalados en su abanico de posibilidades anterior. De estos últimos hablaremos más adelante.

En cuanto al mercado «autónomo», ya el pasado 18 de abril había quedado autorizada para los residentes en España la apertura de cuentas y el mantenimiento de saldos en divisas, con la única limitación de que lo fueran en oficinas de bancos o cajas establecidas en el Estado español. Simultáneamente, las entidades financieras delegadas quedaban facultadas para conceder préstamos en pesetas a no residentes, eliminando el límite máximo del 50 por 100 sobre los saldos en pesetas convertibles que computasen en sus recursos ajenos. Con anterioridad a dicha fecha, el 22 de enero, aparecían nuevas figuras reguladoras de la cobertura de los riesgos de cambio, y la operatoria de ambos —mercado de contado y de plazo— quedaba notoriamente simplificada.

Progresivamente, el desmantelamiento de los controles de cambio comprometido en la Directiva 88/361/CE —vigente en territorio comunitario desde el 1 de julio de 1990, con períodos transitorios para España, Irlanda, Portugal y Grecia— ha ido a más, haciendo patente que la transitoriedad solicitada no era sino un elemento accesorio de prudencia, tangencial al auténtico contexto liberalizador.

El RDTE —en su artículo 1— liberaliza cualquier acto, negocio, transacción y operación que suponga, o de cuyo cumplimiento se deriven o puedan derivarse, cobros o pagos entre residentes y no residentes. De esta manera, la especulación cambiaria adquiere su carta de emancipación definitiva, y todos los operadores autónomos tienen la posibilidad de hacer de sus ofertas y demandas de divisas una función normal del precio corriente del mercado. La eliminación de las restricciones que la autoridad monetaria venía estableciendo para la toma de préstamos en divisas —vida media de tres años y máximo de 1.500 millones de pesetas— es otro exponente de consideración. Por el contrario, la actual permisividad para la apertura de cuentas en divisas en el exterior es irrelevante en el plano operacional, y no supone ningún avance sobre la autonomía otorgada por la normativa de 18 de abril de 1991. Otras medidas deberán ser perfiladas en el contexto dispositivo que hará su aparición en fechas próximas.

Las tres actitudes o actividades clásicas del cambismo —la transaccional, la especulativa y el arbitraje de interés— gozan de cotas o parámetros de libertad netamente comunitarios (3).

—¿Plantean dichas normas algún problema o suponen alguna restricción seria a la actividad de la banca?

—El cambismo de los noventa no es el cambismo autárquico y un tanto irreflexivo de la época «Herstatt». La función de centro de beneficio —con ser respetable— se somete hoy temáticamente en muchas entidades a la gestión global de activos y pasivos bancarios y a la necesaria atención de la clientela. Los controles de posición de tesorería, posición de cambio y riesgo de crédito a otros intermediarios financieros se tutelan hoy con prioridad uno.

El RDTE apenas modifica —como se ha dicho— el marco operativo del mercado inducido; esto es, de los intermediarios financieros. La apertura de cuentas en divisas y el mantenimiento de posiciones por parte de la clientela residente no ha invalidado el concepto de las «entidades registradas en el Banco de España» como intermediarios necesarios para las transacciones con el exterior.

«Todo mercado de libre competencia viene determinado por dos ejes económicos: precio y cantidad. Mantener que el control de cambios se refiere a las restricciones puramente cuantitativas parece, cuando menos, una simplificación doctrinal.»

Cabría interrogarse si deben calificarse de «normativa restrictiva» los límites genéricos establecidos para bancos e intermediarios financieros por la Circular 1/1987 del Banco de España, o sus concreciones particulares a cada uno de aquéllos (4). El Banco de España permite a las entidades delegadas/registradas posiciones en moneda extranjera, introduciéndose los oportunos controles al establecerse que representen una fracción o porcentaje máximo del coeficiente selectivo de recursos propios. La regulación de estos límites —capacidad de acaparamiento de una divisa, suma total de acaparamiento en todas las divisas, capacidad de endeudamiento vencido y capacidad de endeudamiento bruto— no es privativa del modelo español, y se aplica de forma similar en otros países europeos.

En cualquier caso, los límites son operativamente suficientes para un desarrollo «normal» de la actividad exterior bancaria, aludida en la pregunta.

—Dentro de la banda del SME, y alejado el tipo de cambio de los límites que exigirían legalmente la intervención del Banco de España, ¿en qué medida la presencia del Banco de España en el mercado condiciona las cotizaciones cruzadas entre los bancos?

—Bajo un sistema de paridades fijas, las autoridades monetarias de los países miembros del Fondo Monetario Internacional o las del SME de la CE quedan obligadas a «intervenir» en apoyo de sus monedas. Pero la intervención rebasa el mero aspecto contractual respecto de organismos internacionales, para convertirse en un instrumento habitual de política económica. La razón estriba en que el tipo de cambio es una variable de tal relevancia que no puede ser abandonada a las fuerzas ciegas del mercado.

En general, un agente económico interviene un precio libre de mercado cuando, para la mercancía de que se trate, fija unilateralmente sus propios precios, de tal forma que se erige en comprador a precio superior al que para la compra rige en el mercado y en vendedor a precio inferior que el dictado por éste. Comprar divisas a precio más caro que el de mercado y venderlas a precio más barato que el de mercado, tal es el significado de la intervención gubernamental en el ámbito cambiario. Los tipos así formados serán unos tipos controlados, también llamados *de referencia, contables* o *administrados*, puesto que no reflejan la resultante del comportamiento de la iniciativa privada.

En la práctica institucional, el Banco de España facilitaba cada mañana, a las 9,30 horas, los precios de compra dólar-peseta que el resto de entidades delegadas podía seguir —caso de modificarse— a lo largo de la jornada, normalmente hasta las 17 horas. Esta intervención «pasiva» referenciaba e intervenía efectivamente el cambio dólar-peseta, al margen de la habitual intervención activa dentro de la reunión diaria que tenía lugar en el Banco de España, a las 12 horas, para la determinación del *fixing*.

A partir del 4 de febrero de 1988, el Banco de España modificó este proceso de intervención pasiva, que arrancaba de la década de los sesenta, para poner en práctica uno nuevo basado en el principio de «intervención activa ocasional». La filosofía de la intervención sigue siendo la misma, por lo que la compraventa de divisas se produce cuando el nivel de los tipos de mercado no se ajusta a sus objetivos o postulados institucionales. En la práctica, el banco emisor vigilará el mercado

solicitando precios de compraventa, actuando en uno u otro sentido para adecuar el objetivo del tipo de cambio *idóneo* de la peseta.

«Los límites establecidos para los bancos son operativamente suficientes para un desarrollo “normal” de la actividad exterior bancaria.»

Bancos privados y *brokers* deben adivinar las intenciones del banco central, que no anuncia públicamente al mercado sus cambios de compra y de venta, ni mucho menos se erige en *market maker*, o comprador-vendedor de última instancia en forma incondicional a los cambios anunciados.

La Circular 1/1991 viene a flexibilizar y modernizar las anteriores prácticas interventoras. La determinación del *fixing* electrónico comporta el principio de la intervención discrecional, voluntaria y activa. Los efectos sobre el mercado son —no obstante— equivalentes. Otros países comunitarios se reparten el comportamiento en torno a los dos modelos citados.

Tema aparte lo constituye el hecho de si la intervención gubernamental del tipo de cambio implica un verdadero «control de cambios». Aun cuando plumas más autorizadas que la presente rechacen tal postulado, nos permitiremos aquí defender la postura alternativa. En efecto, todo mercado de libre competencia viene determinado por dos ejes económicos: precio y cantidad. Mantener que el control de cambios se refiere a las restricciones puramente cuantitativas parece, cuando menos, una simplificación doctrinal.

La ley de formación del mercado implica por igual a cantidad y precio, y cuando el precio de la divisa, al margen de la libre formación concurrencial, es alterado por la autoridad, afecta al administrado y supone una restricción a su conducta.

Tal enunciado es meramente didáctico y no presupone necesariamente, en el plano normativo, la apología de un ideario liberal sin barreras. Si el gobierno posee unas motivaciones distintas de las del mercado y está facultado legalmente para hacerlo, lo normal y lo prudente es que trate de preservar lo que, a su juicio, representan los intereses más generales del área monetaria que tutela. Pero éste es, a su vez, otro de los síntomas inequívocos que acompañan a los controles cambiarios.

Los bancos centrales de la década de los noventa pueden preferir —en el plano de lo deseable— que los tipos de cambio sean la resultante de las

fuerzas libres del mercado. Lo que está fuera de toda discusión es que, sin embargo, el tipo, como instrumento, está supeditado a otros *objetivos primarios* de la política económica —control de la inflación, mantenimiento del nivel deseable de empleo, etc.— que marcarán las pautas que aquél habrá de seguir.

Una reflexión final.

Los acuerdos de Maastricht y las cuatro condiciones para entrar en la última fase de la UEM van a condicionar la política cambiaria española de los últimos tiempos, con una peseta excesivamente apreciada. El mecanismo tipos de interés alto-tipo de cambio apreciado-inflación contenida debe ceder su puesto estrella a políticas presupuestarias y de rentas de corte europeo. La inevitable adscripción del signo monetario español a la banda de fluctuación estrecha del SME hará progresivamente de la política cambiaria un elemento residual, hasta su desaparición con la implantación de una única moneda comunitaria. Otra cosa sería un movimiento drástico del tipo central —devaluación o revaluación— de honda incidencia en la estructura real de una economía. Pero ello, a su vez, supon-

dría la inmediata descalificación de la economía española en su concurso de incorporación a la UEM.

NOTAS

(1) Real Decreto 1816/1991, de 20 de diciembre (*BOE* del 27 de diciembre de 1991).

(2) Prescindiremos de la consideración de los movimientos de billetes y otros títulos al portador por su carácter secundario en una consideración moderna de los mercados de divisas.

(3) Para el lector interesado en un comentario más amplio del ámbito institucional del cambismo en España, remitimos a M. Nolte, «El mercado de divisas de contado. Aproximación al marco legal e institucional español», *Boletín de Estudios Económicos*, Universidad Comercial de Deusto, abril 1988, número 133, y M. Nolte, «La contratación de divisas en el mercado español. Marco regulador y base motivacional», *Boletín de Estudios Económicos*, Universidad Comercial de Deusto, agosto 1991, núm. 143.

(4) Dichos límites son asignados semestralmente por el Banco de España a cada entidad delegada/registrada y controlados a través de los estados M.11 y M.3 que, a efectos de conocimiento y seguimiento de las posiciones, las entidades deben remitirle con periodicidad mensual.

«LOS MERCADOS DE DIVISAS SON CONSIDERADOS COMO MERCADOS ALTAMENTE EFICIENTES Y TRANSPARENTES»

EMILIO ONTIVEROS BAEZA

Consejero Delegado de Analistas Financieros Internacionales, S. A.

Para Emilio Ontiveros Baeza, autor de numerosos libros y artículos sobre los mercados financieros internacionales y la gestión financiera internacional, la actual normativa sobre el mercado de divisas no recoge prácticamente ninguna restricción de importancia que pueda afectar a la actividad bancaria. Entre las restricciones que aún existen, referidas a normas de control de cambios y a la limitación de la posición abierta en divisas de las

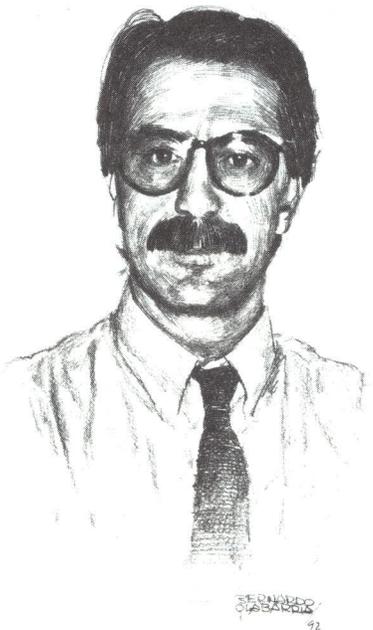
entidades delegadas, es precisamente esta última la que le parece más notable en lo que a operativa en divisas se refiere.

Emilio Ontiveros es Catedrático de Economía de la Empresa en la Universidad Autónoma de Madrid, en la que ha ocupado el cargo de Vicerrector durante cuatro años. Ha sido Director General de Analistas Financieros Internacionales, S. A., en la que actualmente ocupa el cargo de Consejero Delegado.

—¿Considera las actuales normas sobre mercado de divisas homologables con las que existen en los restantes países miembros de la CE?

—En general, la operativa en divisas está prácticamente liberalizada siempre que se realice a través de entidades delegadas y que el residente (no entidad delegada) sea titular de transacciones por conceptos de balanza de pagos. Este último requisito, sin embargo, pierde importancia desde el momento en que los residentes españoles pueden mantener cuentas en divisas, lo que supone ya ser titular de una operación de balanza de pagos.

La actual normativa sobre operaciones en divisas viene recogida, fundamentalmente, en la Circular 1/1991 del Banco de España. Esta circular liberaliza, en su práctica totalidad, la operativa en el mercado de divisas, tanto al contado como a plazo,



al tiempo que regula otras operaciones con instrumentos de cobertura de riesgo de cambio.

De hecho, se establece el principio de libertad de cotización en el mercado español de cualquier divisa por las entidades delegadas para actuar por cuenta propia e intermediar operaciones con el exterior. Ello no es óbice para que el Banco de España sólo cotice una lista de divisas, compuesta actualmente por las veinte monedas para las que hay cotización oficial.

La única restricción, en cuanto a la operativa en el mercado de divisas al contado, es aquella que obliga a

que, en las operaciones de divisas contra pesetas efectuadas por las entidades delegadas con residentes y no residentes que no sean entidades delegadas o entidades de crédito, cuyo contravalor, según el *fixing* del día anterior, sea inferior a veinte millones de pesetas, el cambio mínimo comprador y máximo vendedor sea el cambio ofi-

cial aplicable a las operaciones con valor dos días hábiles siguientes publicado por el Banco de España (el *fixing*).

La determinación del *fixing* ha sufrido también modificaciones, tomando ahora como referencia los cambios vigentes en el mercado interbancario de divisas a una hora concreta.

La operativa en el mercado a plazo está también completamente liberalizada, pudiendo realizarse a cambios libres, tanto contra pesetas como contra otras divisas (incluso distintas de la de denominación de la transacción cuyo riesgo de cambio se pretende cubrir), y por plazos que no tienen que coincidir necesariamente con la fecha de pago o cobro de la transacción cubierta.

Asimismo, está liberalizada la operativa en mercados de futuros en divisas organizados, tanto con contrapartida en pesetas como en otra divisa. Esta liberalización se extiende también a la operativa en opciones sobre divisas, si bien es cierto que, en este caso, existen limitaciones para los residentes no entidades delegadas. En concreto, éstos no pueden propiamente vender opciones, sino sólo devolver las previamente compradas.

En el caso de los *swaps* de divisas y de intereses, la limitación para los residentes no entidades delegadas se refiere a que éstos sólo podrán realizar permutas contra divisas o pesetas de sus créditos o débitos formalizados en divisas, pero no sobre aquellos formalizados en pesetas. En definitiva, la operativa en el mercado de divisas y otros mercados relacionados está prácticamente liberalizada, existiendo todavía algunas restricciones para los residentes que no sean entidades delegadas.

—¿Plantean dichas normas algún problema o suponen alguna restricción seria a la actividad de la banca?

—Como ya hemos visto, la actual normativa sobre el mercado de divisas no recoge prácticamente ninguna restricción de importancia que pueda afectar a la actividad bancaria. Estas restricciones, sin embargo, existen, pero se refieren a otras normas de control de cambios y a la limitación de la posición abierta en divisas de las entidades delegadas.

Recientemente, se ha publicado el Real Decreto 1816/1991, de 20 de diciembre, sobre transacciones económicas con el exterior. A falta de conocer los textos definitivos de la nueva normativa sobre inversiones extranjeras en España e inversiones

españolas en el exterior, podemos decir que las restricciones a la libertad de movimientos de capital han sido prácticamente eliminadas de la legislación española, quedando tan sólo aquellas (en general de carácter informativo) que permitan el control fiscal y de actividades delictivas. No podía ser de otra forma; el compromiso español de homologación de su legislación con la comunitaria supone, en el ámbito del control de cambios, la convertibilidad interna y externa de la peseta y, por tanto, la plena libertad de los movimientos de capital (con las matizaciones antes referidas).

Posiblemente, la restricción más notable, en lo que a operativa en divisas se refiere, es el límite que pone el Banco de España a las posiciones abiertas en divisas (consideradas tanto de forma individual, por monedas, como conjuntamente) de las entidades delegadas para limitar la exposición al riesgo de cambio de éstas.

Este límite, que se calcula como un porcentaje de los recursos propios de cada entidad, no es el mismo para todas ellas, y está en función de la importancia del negocio extranjero en cada institución y de la experiencia acreditada por ésta en ese tipo de operaciones. Sin lugar a dudas, una mayor homogeneidad, e incluso la desaparición de dichos límites, es previsible a medida que se consiga la integración de los sistemas financieros de los países miembros de la Comunidad Europea.

«La actual normativa sobre el mercado de divisas no recoge prácticamente ninguna restricción de importancia que pueda afectar a la actividad bancaria.»

—Dentro de la banda del SME, y alejado el tipo de cambio de los límites que exigirían legalmente la intervención del Banco de España, ¿en qué medida la presencia del Banco de España en el mercado condiciona las cotizaciones cruzadas entre los bancos?

—Los mercados de divisas son considerados, cada vez más, como mercados altamente eficientes y transparentes. El volumen de transacciones que en ellos se lleva a cabo podría superar los 650.000 millones de dólares diarios, teniendo en cuenta la actividad continua durante las veinticuatro horas del día.

En estas circunstancias, la incidencia de cualquier banco central en la determinación de los pre-

cios es muy limitada. No debemos olvidar que la suma de las reservas mantenidas por los bancos centrales de los principales países industrializados difícilmente alcanza la cantidad (antes mencionada) que se negocia diariamente en los mercados de divisas.

Es precisamente en esta limitada capacidad de las autoridades monetarias para influir de forma directa en los mercados de divisas donde hay que buscar el desarrollo de los sistemas de coordinación entre bancos centrales al que hemos asistido en los últimos años. Desde 1985, en concreto a raíz de los «Acuerdos del Plaza», el llamado «Grupo de los Siete» (G7) ha venido actuando de forma concertada en los mercados de cambios para obtener una mayor eficacia en sus intervenciones. Con todo, estas intervenciones sólo son efectivas cuando queda patente su simultaneidad y la absoluta cooperación de todos los bancos centrales, en particular de aquellos más implicados (es evidente la importancia que supone la participación de la Reserva Federal en una ronda de intervenciones concertada en contra o a favor del dólar). En todo caso, la efectividad de estas intervenciones se limita, generalmente, a moderar la intensidad de los movimientos de los tipos de cambio, siguiendo éstos la tendencia que define el mercado en su conjunto. En este sentido, en un sistema monetario internacional caracterizado por la fluctuación sucia de los tipos de cambio como es el actual, los bancos centrales no dejan de ser unos partícipes más del mercado; eso sí, cuantitativa y cualitativamente muy importantes.

Cuando se trata de un sistema monetario con reglas de juego claramente definidas, como es el caso del Sistema Monetario Europeo (SME), la eficacia de las intervenciones de los bancos centrales se ve claramente acrecentada.

La obligatoriedad de tales intervenciones, para lograr que ninguna de las monedas adscritas a esta disciplina cambiaria se sitúe fuera de los márgenes de fluctuación permitidos, garantiza la aparición en los mercados de cambios de los bancos centrales cuyas monedas sean excesivamente fuertes o débiles, dando lugar a las llamadas «intervenciones marginales» (porque se realizan en los límites de los márgenes de fluctuación permitidos). Precisamente, la práctica seguridad de que estas intervenciones marginales se producirán supone, en condiciones normales, que las presiones alcistas o bajistas sobre cualquier moneda del SME se vean

reducidas cuando éstas se aproximan a sus límites de fluctuación. Caso diferente sería si existiera el convencimiento en el mercado de que una devaluación o revaluación (modificación de los tipos centrales bilaterales en la parrilla de paridades del SME) de esa moneda es inminente, permitiendo a los agentes correr riesgos mayores y apostar por una depreciación o apreciación de la divisa en cuestión, en un futuro próximo, fuera de las actuales bandas de fluctuación (un realineamiento en el SME o, lo que es lo mismo, una modificación de las paridades centrales bilaterales de las monedas supondrá también una modificación de los límites máximos y mínimos de fluctuación).

«Siempre habrá que tener en cuenta que la determinación del tipo de cambio de las monedas adscritas al SME en los mercados de divisas es libre, aun existiendo el compromiso de los bancos centrales de defender unos límites de fluctuación de sus monedas frente al resto.»

En general, los bancos centrales cuyas monedas están integradas en el SME realizan también las llamadas «intervenciones intramarginales»; es decir, dentro de las bandas de fluctuación, y que, por tanto, no son obligatorias. En su origen, se puede encontrar la intención de las autoridades monetarias de conseguir una mayor estabilidad cambiaria o la definición clara de una política cambiaria determinada. Esta política cambiaria bien podría ser el mantenimiento «de hecho» de una fluctuación frente a cualquier moneda inferior a la permitida, como parece ser el caso actual de la lira italiana frente al marco alemán. Otro caso sería el mantenimiento de la moneda en la parte de la banda que corresponde a la situación de apreciación frente a la divisa de referencia elegida, generalmente el marco.

En cualquier caso, siempre habrá que tener en cuenta que la determinación del tipo de cambio de las monedas adscritas al SME en los mercados de divisas es libre, aun existiendo el compromiso por parte de los bancos centrales de defender unos límites en la fluctuación de sus monedas frente al resto, siempre actuando como contrapartida o mediante métodos indirectos (modificaciones en los tipos de interés, por ejemplo).

«EL GRADO DE LIBERALIZACION ALCANZADO EN NUESTRO PAIS ES MUY SUPERIOR AL DE ALGUNOS PAISES MIEMBROS DE LA CE, COMO PORTUGAL, IRLANDA E INCLUSO ITALIA»

ANTONIO SANCHEZ-PEDREÑO
Consejero Delegado del Banco Atlántico

Para Antonio Sánchez-Pedreño, la normativa reguladora del mercado español de divisas ha conseguido una importante convergencia con las normas existentes en los países más liberales de la CE. Sin embargo —señala el Consejero Delegado del Banco Atlántico, profesor de economía y gran conocedor del sistema financiero español—, subsisten determinadas restricciones encaminadas especialmente a obstaculizar la entrada de capitales a corto plazo por «determinadas vías». Las restricciones a las que alude son, por un lado, la sujeción a un coeficiente de

caja del 5 por 100 de los depósitos en pesetas convertibles constituidos en la banca española, incluso por instituciones bancarias, y, por otro, la limitación de la posición corta vencida a un porcentaje de los recursos propios de cada banco. Antonio Sánchez-Pedreño ingresó en el Servicio de Estudios del Banco de España en 1958, y ha estado al frente de la Dirección General del banco emisor desde el año 1975 hasta su nombramiento, en 1987, como Consejero del Banco Atlántico.

—¿Considera las actuales normas sobre mercado de divisas homologables con las que existen en los restantes países miembros de la CE?

—La normativa reguladora del mercado español de divisas ha seguido en los últimos años un permanente y acentuado proceso de liberalización, cuyo último paso es el reciente Decreto 1816/1991, de 20 de diciembre, sobre transacciones económicas con el exterior.

No cabe duda de que con este proceso se ha conseguido una importante convergencia con las normas existentes en los países más liberales de la CE; y es importante señalar que el grado de liberalización alcanzado en nuestro país es muy superior al de algunos países miembros de la CE (Portugal, Irlanda e incluso Italia).



Subsisten determinadas restricciones, que examinaremos posteriormente, encaminadas especialmente a obstaculizar la entrada de capitales a corto plazo por *determinadas vías*, pero no por otras, y esto es importante subrayarlo, y, en última instancia, a aliviar las presiones alcistas sobre una peseta que está ya, en muchas ocasiones, en el límite superior de la banda de fluctuación del mecanismo de tipos de cambio al que se adhieren los países más importantes de la Comunidad.

Los controles a las entradas de capital han sido ensayados, en una u otra ocasión, incluso por los países más «serios» (como Alemania o Suiza). En nuestro caso concreto, dado el carácter parcial y discriminatorio de los actualmente en juego, amén de la razón o motivación que genera las entradas —diferenciales

«Ni siquiera un banco central puede mantener, si no es transitoriamente, un cambio “contra natura”, como la experiencia ha demostrado.»

de tipos de interés más que una expectativa revaluatoria—, es discutible que los beneficios que reportan compensen las distorsiones que producen, en forma de un doble mercado para la peseta y, peor aún, de desplazamiento de transacciones de nuestro mercado.

—¿Plantean dichas normas algún problema o suponen alguna restricción seria a la actividad de la banca?

—Existen dos restricciones importantes, complementarias y relacionadas entre sí, que afectan directa y exclusivamente a las instituciones bancarias. Dichas restricciones no sólo coartan y limitan la operativa de las instituciones, sino que además trastocan la relación ideal entre el mercado de divisas y el mercado interbancario de dinero y, como ya se ha señalado, dan origen a un doble mercado para la peseta.

Las dos restricciones aludidas son:

- Por una parte, la sujeción a un coeficiente de caja del 5 por 100 de los depósitos en pesetas convertibles constituidos en la banca española, incluso por instituciones bancarias.

- Por otra parte, la limitación de la posición corta vencida (venta contado en descubierto de divisa contra pesetas) a un porcentaje de los recursos propios de cada banco. La limitación aludida se aplica incluso aunque la operación de venta contado se halle cubierta con una operación a plazo de sentido inverso; esto es, aunque no exista riesgo de cambio para el operador.

La sujeción al coeficiente de caja de los saldos en pesetas convertibles de titularidad bancaria supone que los bancos españoles no puedan retribuir tales saldos con los tipos de interés vigentes en el mercado interbancario español. Se supone que esta reducción de la rentabilidad desestimulará la entrada de capital por esta vía.

La anterior restricción será, sin embargo, irrelevante si no va acompañada de alguna limitación a la operatoria de *swaps* mediante la limitación de la posición corta vencida. En efecto, un operador extranjero que pretenda obtener la rentabilidad

ofrecida por el mercado interbancario español, y que no pueda conseguirla vía depósito por la sujeción de éste al coeficiente de caja, intentará alcanzarla comprando pesetas contado e, inmediatamente, entrando con un banco operante en un *swap* por el que vende las pesetas contado y las recompra a plazo. La retribución de la moneda extranjera que adquiere en el contado más el premio de su venta a futuro debe, teóricamente, igualar el tipo de interés del mercado interbancario español.

La forma de reducir el volumen de *swaps* de este tipo es, por supuesto, prohibir o limitar la posición corta vencida de las instituciones residentes a que el *swap* da origen (el banco español, recuérdese, vende contado moneda extranjera y la recompra a plazo).

Es posible que las restricciones señaladas hayan contenido algo las entradas de capital a corto plazo al limitar la capacidad de las instituciones operantes en España de generar liquidez-pesetas por este procedimiento. Pero cabe dudar que haya sido así, y ello porque la condición para que el banco español pueda generar la liquidez-peseta que pretende es que un operador extranjero esté dispuesto a tomar una posición abierta (en contado o plazo) en pesetas en busca del diferencial de intereses. Pero si tal condición se da, el operador extranjero utilizará otras vías (letras del Tesoro, deuda pública, etcétera) para conseguir el diferencial. Sencillamente, se habrá cegado parcialmente una vía para engrosar otras.

«Las restricciones que aún subsisten en las normas que regulan el mercado de divisas producen distorsiones, a mi parecer, mucho más graves que sus discutibles beneficios.»

Lo que resulta indiscutible es que las restricciones aludidas producen distorsiones, a mi parecer mucho más graves que sus discutibles beneficios. En primer lugar, desalojan del mercado interbancario doméstico la técnica del *swap* peseta/moneda extranjera como instrumento operativo alternativo al depósito o al *repo* de activos, restándole flexibilidad y transparencia.

En segundo lugar, y más importante, dan lugar a un doble mercado (el interior y el internacional) para la peseta, con tipos de interés dispares y desplazamiento de las transacciones desde el mercado español al internacional. A este respecto, vale la pena señalar que se estima que la profundidad del

mercado londinense de la peseta convertible es, fácilmente, cuatro o cinco veces superior a la de su contraparte española.

—*Dentro de la banda de SME, y alejado el tipo de cambio de los límites que exigirían legalmente la intervención del Banco de España, ¿en qué medida la presencia del Banco de España en el mercado condiciona las cotizaciones cruzadas entre los bancos?*

—Es indudable que la presencia en el mercado de un operador con «munición» abundante para

intervenir, cual es un banco central, condiciona el curso de los cambios. El grado de condicionamiento dependerá, como es lógico, de la cantidad de «munición» empleada y del grado de «racionalidad económica» que sustente la tendencia del mercado. Intervenciones ocasionales para abortar movimientos infundados o irracionales del mercado, o diluir en el tiempo concentraciones esporádicas de transacciones, me parecen útiles si se opera en «forma» adecuada e indiscriminada. Por descontado que ni siquiera un banco central puede mantener, si no es transitoriamente, un cambio *contra natura*, como la experiencia ha demostrado repetidamente.

«LA BANCA ESPAÑOLA ESTA EN CONDICIONES DE COMPETIR CON LAS DEMAS ENTIDADES COMUNITARIAS Y DEL RESTO DEL MUNDO»

ALBERTO VECIANA VERGES
Director de Tesorería y Cambios de Bancotrans

Alberto Veciana Vergés, Director de Tesorería y Cambios de Bancotrans (Grupo Deutsche Bank) piensa que aún persisten algunos límites que restringen la capacidad operativa de la banca, entre los que señala: los límites para las posiciones cortas en divisas fijados por la autoridad monetaria a los bancos, o la obligación de aplicar a la clientela tipos de cambio que no sean mayores ni menores de

los oficiales de compra y venta diarios establecidos por el Banco de España para operaciones cuyo contravalor sea inferior a 20 millones de pesetas.

De cincuenta y tres años de edad, comenzó su carrera profesional en el Banco Exterior de España en Barcelona, poco después de terminar los estudios de Bachillerato Superior.

—¿Considera las actuales normas sobre mercado de divisas homologables con las que existen en los restantes países miembros de la CE?

—En la actualidad, los bancos y demás entidades delegadas pueden realizar, prácticamente, todas las operaciones de mercado de divisas como las entidades financieras de otros países de la CE que gozan de mayor grado de liberalización en materia de cambios, existiendo pocas limitaciones. Con las últimas medidas liberalizadoras en el movimiento de capitales con el exterior, que entraron en vigor en febrero de 1992, se profundiza y se da más amplitud al mercado de divisas, alcanzándose una alta cota de liberalización, comparable con la de otros países comunitarios. Existen, como es sabido, incluso dentro de la Comunidad, diversos grados de control en la operativa del mercado de divisas. También en España persisten todavía algunas normas o límites que, en cierto modo, restringen la capacidad operativa o negociadora de la banca. Citemos



al respecto los límites para las posiciones cortas en divisas fijados por la autoridad monetaria a los bancos. Otra restricción que puede citarse es la obligación de aplicar a la clientela tipos de cambio que no sean mayores ni menores de los oficiales de compra y venta diarios establecidos por el Banco de España para operaciones cuyo contravalor sea inferior a 20 millones de pesetas.

A este respecto, debe señalarse que las restricciones o límites que todavía subsisten no siempre afectan de igual forma a todas las entidades de crédito, dada su distinta magnitud, enfoque

comercial, estructura organizativa, etc., y tal vez por ello —es decir, por su desigual repercusión en los agentes del mercado, más que por las restricciones en sí— es de esperar que sean revocadas en su totalidad cuanto antes.

Lo ideal sería que llegáramos al objetivo de que no hubiera norma alguna que limitara las actividades en el mercado, con excepción de aquellas ne-

cesarias para asegurar una sana competencia, que beneficia tanto a los clientes como a las mismas entidades, obligándolas a mejorar permanentemente sus servicios y su productividad.

—¿Plantean dichas normas algún problema o suponen alguna restricción seria a la actividad de la banca?

—Cuando se hace referencia a las normas restrictivas todavía en vigor, conviene recordar el punto de partida de no hace muchos años, cuando en realidad apenas se podían hacer operaciones de divisas sin la autorización de la autoridad monetaria, o sólo dentro de unos límites apenas operantes. El camino recorrido es largo, habiéndose producido aquí también una «transición» suave y controlada hacia la libertad de cambios de acuerdo con las circunstancias económicas del país en cada momento, lo que también ha permitido una gradual y paulatina adaptación de las entidades a las medidas liberalizadoras. En conjunto, el *timing* debe calificarse de acertado.

«Lo ideal sería que no hubiera norma alguna que limitara las actividades en el mercado, con excepción de aquellas necesarias para asegurar una sana competencia.»

No puede afirmarse, en definitiva, que el marco normativo actual plantee dificultades graves al desarrollo de las actividades de la banca en el mercado de divisas, aunque, sin duda alguna, sería preferible que se levantaran todas las restricciones. Ahora bien, no puede decirse lo mismo en lo que respecta al tratamiento administrativo por imperativo legal, que, pese a haber mejorado, sigue representando una ingente y costosa labor que pone a la banca española en desventaja con algunos países comunitarios. Una vez liberalizadas las operaciones comerciales y financieras en sí, es indispensable desburocratizar al máximo la parte administrativa; es decir, reducir todo lo posible el famoso «papeleo», aunque actualmente se halle, en buena medida, informatizado. Las necesidades de información y control de las autoridades deberían limitarse a los aspectos estadísticos y tributarios, que entendemos son imprescindibles para la gestión macroeconómica y para asegurar el cumplimiento de las obligaciones fiscales. Objetivamente, tampoco se justifica actualmente que deban seguir

siendo las entidades de crédito las obligadas a facilitar la mayor parte de la información. Creemos que, por lo menos, una parte de la carga informativa, debería trasladarse a los demás agentes económicos titulares de las transacciones en divisas. Naturalmente, esta situación actual es consecuencia de la evolución habida desde el inicio del mercado de divisas con un absoluto control de cambios.

—Dentro de la banda del SME, y alejado el tipo de cambio de los límites que exigirían legalmente la intervención del Banco de España, ¿en qué medida la presencia del Banco de España en el mercado condiciona las cotizaciones cruzadas entre los bancos?

—La entrada de la peseta en el Sistema Monetario Europeo significa que se han adquirido ciertos compromisos que hacen más predecible, por lo menos en cuanto a su margen de variación, la marcha de la cotización de la peseta y la actuación del mismo Banco de España como órgano oficial rector del mercado de divisas español. Como es sabido, de acuerdo con las reglas del SME, los bancos centrales y, por lo tanto, también el Banco de España, deben intervenir cuando es necesario para evitar que sus respectivas divisas se salgan de las bandas de fluctuación acordadas. No obstante, las autoridades monetarias pueden intervenir en el mercado siempre que lo consideren oportuno. En este contexto, como el Banco de España no da a conocer los criterios o razones de otras intervenciones u operaciones en el mercado, las entidades y sus operadores han de tener en cuenta la presencia del banco emisor y obrar en consecuencia si detectan su actuación concreta.

En este sentido, sí puede hablarse de un cierto condicionamiento de las cotizaciones cruzadas entre los bancos, pero es una situación similar a la que se da en todos los demás países.

A los bancos centrales, como instituciones rectoras y supervisoras de los mercados de divisas, les incumbe intervenir, o tomar las medidas pertinentes, contra posibles distorsiones o situaciones anómalas en el mercado, que no necesariamente tienen que estar provocadas por la especulación, sino que también pueden ser debidas a acontecimientos políticos y económicos a escala nacional o internacional que llevan a los participantes en el mercado a tomar o liquidar posiciones de divisas para salvaguardar así sus legítimos intereses.

La presencia, por lo tanto, de los bancos centrales es, en general, positiva, y se puede considerar

que ofrece una cierta protección y seguridad para un desarrollo ordenado de las actividades en los mercados, pues desde hace años se producen oscilaciones violentas de los cambios, o movimientos indeseados para la economía en general. También puede darse el caso de que el mercado, cualquiera que sea la razón, deje de ser operativo o transparente, propiciando cotizaciones inconsistentes. En tales casos, se debe contar con la intervención directa del Banco de España, lo que las entidades de crédito tienen muy en cuenta si siguen operando en el mercado.

Existen, por supuesto, otros motivos, ajenos a los estrictos de mercado, que pueden llevar al banco emisor a intervenir u operar por cuenta propia en el mercado. Dado que el tipo de cambio es un factor económico clave, es lógico que las autoridades deseen un determinado tipo de cambio para la ejecución e instrumentación de su política económica, ya que, entre otras cosas, el tipo de cambio puede ser un elemento importante para influir en la tasa de inflación, el volumen de importaciones y exportaciones, etcétera.

Las intervenciones oficiales pueden, sin duda, corregir, e incluso invertir, en un momento dado, la tendencia en la cotización de una divisa, pero en realidad su efecto es sólo temporal, como ha venido demostrando la experiencia. Los mecanismos de mercado imponen, finalmente, un reajuste, por lo que los resultados de tales intervenciones

«La presencia de los bancos centrales es, en general, positiva, y ofrece una cierta protección y seguridad para un desarrollo ordenado de las actividades en los mercados.»

suelen ser negativos o, cuando menos, de dudosa utilidad.

No tendría, en cambio, justificación la intervención de los bancos centrales, y en nuestro caso del Banco de España, para otros fines que los indicados, dada su posición privilegiada dentro del sistema. En condiciones normales de mercado, en las que no se dan razones objetivas para intervenciones, las cotizaciones son el resultado del libre juego de la demanda y la oferta, sin que la presencia del Banco de España condicione la actuación de la banca.

En resumen, consideramos que se puede partir de la base de que la banca española en general está, en lo que a marco legal y capacidad operativa se refiere, en condiciones de competir con las demás entidades comunitarias y del resto del mundo, si bien debe, al mismo tiempo, tenerse en cuenta que el mercado español de divisas, al igual que el de otros países comunitarios, queda en segundo plano en comparación con los grandes mercados de Londres, Nueva York y Tokio.