

# PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO



## EL MERCADO DE DIVISAS EN ESPAÑA



OBRA SOCIAL DE LA CONFEDERACION ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS

El sistema financiero español vive hoy una situación de cambio. Su proceso de modernización y reforma ha dado origen a nuevas instituciones y a la alteración en su funcionamiento de muchas de las ya existentes.

Facilitar un conocimiento mejor del sistema financiero español en la actualidad constituye el propósito de los SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO de PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA.

Con tal finalidad, los SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO de PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA tratan de facilitar a sus lectores una contemplación de nuestra actual realidad financiera, analizando las principales instituciones que la integran, así como su operativa y funcionamiento. Ese estudio de las instituciones del sistema financiero español se complementará con la valoración de sus principales problemas, que trataremos de obtener de quienes conocen o dirigen diariamente sus actividades.

Aspiramos a que estas tareas se realicen en el marco de los principios que presiden la actuación de la Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

- Plena libertad intelectual de nuestros colaboradores.
- La responsabilidad de las opiniones emitidas y el respaldo riguroso de las afirmaciones realizadas para avalar adecuadamente tanto los planteamientos como las soluciones a los problemas estudiados.
- El compromiso de las opiniones con los problemas planteados por el sistema financiero español.
- La búsqueda y la defensa de los intereses generales en los temas objeto de tratamiento.
- La colaboración y sugerencias críticas de los lectores para que nuestros SUPLEMENTOS logren el propósito que con ellos pretendemos.

\* \* \*

P.V.P.: 2.300 ptas. (IVA incluido).

Pedidos e información:  
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social.  
Obra Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.  
Juan Hurtado de Mendoza, 14. 28036 Madrid.  
Teléfonos: 350 44 00/02

# PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

---

Suplementos sobre el Sistema Financiero

39

---

1992

---

# FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

## PATRONATO

BRAULIO MEDEL CAMARA <i>(Presidente)</i>	DIEGO FUENTES TALAVERA
JOSE JOAQUIN SANCHO DRONDA <i>(Presidente de honor de la CECA)</i>	JOSE LUIS MENDEZ LOPEZ
MARIANO NAVARRO RUBIO <i>(Presidente de honor de la Fundación FIES)</i>	FERNANDO MODREGO VITORIA
MIGUEL CASTILLEJO GORRAIZ	JUAN ANTONIO NUEVO SANCHEZ
LUIS CORONEL DE PALMA	MARTIN OLLER SOLER
FRANCISCO FERNANDEZ JARDON	GERMAN PEREZ OLLAURI
	CARLOS SISTIAGA COARASA
	AVELINO VILA OTERO

## CONSEJO DE REDACCION DE SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO

ENRIQUE FUENTES QUINTANA <i>(Director)</i>	FERNANDO GONZALEZ OLIVARES <i>(Redactor-Jefe)</i>
XABIER ALKORTA ANDONEGUI	JOSE LUIS MENDEZ LOPEZ
JUAN PEDRO ALVAREZ GIMENEZ	ANTONIO OTERINO DIEGO
JOSE ANTONIO ANTON PEREZ	JOSE LUIS RAYMOND BARA
ALFONSO CASTILLA ROJAS	MATEO RUIZ ORIOL
JUAN RAMON CUADRADO ROURA	JOAN TORRES PICAMAL
JOSE LUIS DE ECHARRI GONZALO	EMILIO TORTOSA COSME
CARLOS EGEA KRAUEL	JUAN LUIS URANGA SANTESTEBAN
JULIO FERNANDEZ GAYOSO	VICTORIO VALLE SANCHEZ
JOSE GARCIA LOPEZ	JOSE MARIA VARGAS-ZUÑIGA Y LEDESMA
JOSE MANUEL GONZALEZ-PARAMO	DIEGO VEGA LA ROCHE
JUAN JOSE GRAVALOS LAZARO	JOSE VILARASAU SALAT

## Coordinación gráfica

María Elena Leguina Vicéns

## Portada

Bravo-Lofish

## Diagramación

TransEdit, S. L.

## Edita

Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social  
Obra Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros  
Padre Damián, 48. 28036 Madrid

## Imprime

Artes Gráficas Benzal, S. A.  
Virtudes, 7. 28010 Madrid

Depósito legal: M. 402.—1980  
ISSN: 02 12-5994

## SUMARIO

Introducción. **5**

El mercado de divisas en España: organización y funcionamiento. *Daniel Alvarez Pastor y Fernando Eguidazu.* **7**

### APENDICE LEGISLATIVO

Real Decreto 1816/1991, de 20 de diciembre, sobre transacciones económicas con el exterior  
(BOE núm. 310, de 27 de diciembre). **39**

Circular del Banco de España núm. 1/1987, de 7 de enero (BOE de 8 de enero). **45**

Circular del Banco de España núm. 1/1991, de 22 de enero (BOE de 31 de enero). **48**

### OPINIONES

El mercado de divisas en España. *Amancio Fernández Rodríguez*, Redactor Jefe de Economía de ABC. **57**

*José Luis Alonso*, Presidente del Banco Exterior Nederland. **62**

*Luis M. Linde*, Director General del Departamento Extranjero del Banco de España. **65**

*Manfred Nolte Aramburu*, Director General de la Bilbao Bizkaia Kutxa. **67**

*Emilio Ontiveros Baeza*, Consejero Delegado de Analistas Financieros Internacionales, S. A. **71**

*Antonio Sánchez Pedreño*, Consejero Delegado del Banco Atlántico. **74**

*Alberto Veciana Vergés*, Director de Tesorería y Cambios de Bancotrans. **77**



# INTRODUCCION

Una de las características del nuevo sistema de control de cambios español, implantado por el Real Decreto 1.816/1991, de 20 de diciembre, sobre transacciones económicas con el exterior, es la de haber roto el monopolio estatal de la tenencia de divisas y haber consolidado un mercado de divisas libre, aunque reglado.

El funcionamiento del mercado de divisas español ha estado sometido a un grado de reglamentación variable a lo largo del tiempo. Desde 1961 a febrero de 1988, la intervención del Banco de España se caracterizó por su presencia permanente en el mercado a través, primero, de los «cambios límite» y, más tarde, de los «cambios de intervención». La política seguida por la autoridad monetaria pretendía compensar los movimientos erráticos y estacionales del tipo de cambio, haciendo frente a los movimientos especulativos y procurando que la cotización de la peseta siguiera la senda que se consideraba de equilibrio.

A partir de 1986, el Banco de España comienza a preparar el terreno para abandonar su papel tutelar del mercado, que ya no era adecuado a la situación de la economía española. Se suprimen, así, los «cambios de intervención» y se liberaliza la toma y colocación de fondos en moneda extranjera.

Respondiendo al principio de «intervención activa ocasional», el Banco de España, desde febrero de 1988, se alinea con el sistema practicado por casi todos los demás bancos centrales del área de la OCDE. Las intervenciones del Banco de España serán ocasionales y voluntarias, decidiendo en cada momento si compra o vende divisas por las cantidades y a los cambios que estime convenientes y con las entidades que tenga a bien, en función de sus consideraciones de política monetaria y cambiaria. Dos son, pues, las características de esta etapa: 1) el sistema de intervención supone la inexistencia de una contrapartida automática en

pesetas para las operaciones en divisas de las entidades registradas, y 2) se concede el protagonismo en la fijación y evolución del tipo de cambio a las entidades registradas.

Por último, en junio de 1989, el gobierno español decidió integrar la peseta en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo, lo que implica la obligación formal para el Banco de España de 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.

El análisis de este mercado se realiza a través de un amplio trabajo de **Fernando Eguidazu** y **Daniel Alvarez Pastor**, que describe minuciosamente su organización y su funcionamiento, y que se enriquece con el conjunto de opiniones que presenta **Amancio Fernández Rodríguez**, Redactor-Jefe de Economía del diario *ABC*. Amancio Fernández ha recabado las opiniones de **José Luis Alonso** (Presidente del Banco Exterior Nederland), **Luis M. Linde** (Director General del Departamento Extranjero del Banco de España), **Manfred Nolte Aramburu** (Director General de la Bilbao Bizkaia Kutxa), **Emilio Ontiveros Baeza** (Catedrático de Economía de la Empresa y Consejero Delegado de Analistas Financieros Internacionales, S. A.), **Antonio Sánchez Pedreño** (Consejero Delegado del Banco Atlántico) y **Alberto Veciana Vergés** (Director de Tesorería y Cambios de Bancotrans, del Grupo Deutsche Bank). Todos ellos, profundos conocedores de los problemas españoles, contribuyen, con su experiencia profesional, a dar una visión práctica del funcionamiento del mercado.

Por otra parte, siguiendo la estructura tradicional de estos *Suplementos sobre el Sistema Financiero*, se incorpora un apéndice normativo con las disposiciones que, en la actualidad, regulan el mercado de divisas.



# 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 rebasaría 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.<sup>a</sup> 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.<sup>a</sup> 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.<sup>a</sup> 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.<sup>a</sup> 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.<sup>a</sup>).

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.<sup>a</sup> 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 correspondientes 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.<sup>a</sup> y 7.<sup>a</sup>), 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.<sup>a</sup>), 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.<sup>a</sup> y 7.<sup>a</sup>), 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 1969, 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 nacionales (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
Florin 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  $\pm 6$  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 INTERVENCIÓN OBLIGATORIA PARA LAS**  
**MONEDAS DE LOS PAÍSES 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 ( $\pm 6$  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  $\pm 6$  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 Única 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 WELSWELLER, 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, París, 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*, Butternorths 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; MAYGAS, 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.

---

## **APENDICE LEGISLATIVO**

Real Decreto 1816/1991, de 20 de diciembre, sobre transacciones económicas con el exterior (*BOE* núm. 310, de 27 de diciembre)

Circular del Banco de España núm. 1/1987, de 7 de enero (*BOE* de 8 de enero)

Circular del Banco de España núm. 1/1991, de 22 de enero (*BOE* de 31 de enero)



## **REAL DECRETO 1816/1991, DE 20 DE DICIEMBRE, SOBRE TRANSACCIONES ECONOMICAS CON EL EXTERIOR**

La Ley 40/1979, de 10 de diciembre, sobre Régimen Jurídico de Control de Cambios, faculta al Gobierno para, en defensa de los intereses generales, regular, de acuerdo con lo dispuesto en dicha Ley, los actos, negocios, transacciones y operaciones de toda índole entre residentes y no residentes que supongan, o de cuyo cumplimiento se deriven o puedan derivarse, cobros o pagos exteriores.

En ejercicio de dicha facultad, y en aplicación del artículo 2 de la Ley citada, el Real Decreto 2402/1980, de 10 de octubre, sometió a la exigencia de previa autorización administrativa un amplio conjunto de transacciones y transferencias con el exterior, articulando así un régimen de control de cambios basado en el intervencionismo administrativo.

El establecimiento de un sistema generalizado de restricciones y controles a las transacciones exteriores, cuyos antecedentes mediatos se remontan a la Ley Penal y Procesal para Delitos Monetarios de 24 de noviembre de 1938, respondía a unas circunstancias históricas caracterizadas por un insuficiente nivel de desarrollo económico, una acusada precariedad de las estructuras financieras, un tradicional déficit de la balanza de pagos y una permanente debilidad del tipo de cambio de la peseta, circunstancias todas ellas que parecían aconsejar tal política de restricciones.

A partir de los años ochenta, el desarrollo de la economía española y su creciente grado de integración en las estructuras económicas mundiales han favorecido una política de progresiva liberalización y eliminación de restricciones y trámites administrativos que, en el ámbito concreto del control de cambios, se ha materializado en una serie de disposiciones que han ido suprimiendo la exigencia de autorización previa para la mayor parte de las transacciones.

La adhesión de España a la Comunidad Económica Europea ha favorecido la aceleración de este proceso liberalizador, que legalmente debe culminar con la plena aplicación por España de las disposiciones de la Directiva 88/361/CEE, de 24 de junio de 1988.

El artículo 6 de dicha Directiva establece un período transitorio para España, aplicable a determinados tipos de transacciones, que expira el 31 de diciembre de 1992. La actual situación de la economía española permite y aconseja, sin embargo, llevar a cabo la plena liberalización de las transacciones y transferencias con el exterior en el momento presente, sin esperar a la terminación del plazo citado. Asimismo, el grado de interdependencia de la economía española con el exterior, y la creciente internacionalización de la actividad económica hacen conveniente extender la liberalización, no sólo a las transacciones con otros Estados miembros de la CEE, sino también a las realizadas con terceros países.

La eliminación de las restricciones a las transacciones exteriores efectuada por el presente Real Decreto alcanza a la práctica totalidad de las operaciones, manteniéndose tan sólo la exigencia de autorización previa para la exportación física de moneda metálica, billetes de banco, cheques bancarios al portador y oro amonedado o en barras a través de las fronteras nacionales por importe superior a 5.000.000 de pesetas, por considerar tal exigencia necesaria en el marco de la lucha contra las actividades delictivas, singularmente el narcotráfico. Tal restricción, por otra parte, no supone perturbación alguna para las transacciones económicas con el exterior al estar totalmente liberalizados los cobros, pagos y transferencias por vía bancaria.

Consecuencia de la supresión de las restricciones y la eliminación de la exigencia de previa autorización administrativa para las transacciones exteriores, con excepción de la aludida en el anterior párrafo, es la desaparición, salvo en la excepción citada, de uno de los elementos integrantes del tipo penal especificados en el artículo 6 de la Ley 40/1979, modificada por la Ley Orgánica 10/1983, de 16 de agosto, con lo que desaparecen igualmente las posibilidades de aplicación de los artículos 7, 8 y 9 de la citada Ley 40/1979, en su redacción dada por la Ley Orgánica 10/1983, en tanto, en aplicación de una cláusula de salvaguardia de las previstas en el artículo 3.º del presente Real Decreto, no se restablezca la exigencia de autorización previa para determinadas transacciones.

La plena y total liberalización de las transacciones exteriores no debe, sin embargo, entenderse sin el mantenimiento de mecanismos de información y comunicación que permitan el conocimiento estadístico de los cobros, pagos y transferencias con el exterior y aseguren la observancia del ordenamiento jurídico español, especialmente en lo que concierne al artículo 111 de la Ley General Tributaria, todo ello al amparo de lo dispuesto en el artículo 4.º de la Directiva 88/361/CEE.

Se establecen asimismo cláusulas de salvaguardia que permiten el establecimiento transitorio de restricciones ante determinadas situaciones que por su naturaleza y gravedad lo aconsejaran, siempre con respecto a las obligaciones internacionales asumidas por España, en especial en su carácter de miembro de la CE.

Por lo que se refiere a las inversiones extranjeras en España y españolas en el extranjero, la liberalización de los cobros, pagos y transferencias con el exterior establecida en el presente Real Decreto se entiende sin perjuicio de que las normas específicas sobre dichas inversiones permitan someter determinadas categorías de las mismas a la exigencia de autorización previa, verificación administrativa o a otras medidas de control, fundamentadas no ya en estrictas consideraciones de control de cambios, sino en razones de defensa de la soberanía económica nacional en el caso de las inversiones extranjeras en España, y de vigilancia del cumplimiento del ordenamiento jurídico, especialmente en materia fiscal, en el caso de las inversiones españolas en el extranjero.

En su virtud, a propuesta del Ministro de Economía y Hacienda, de acuerdo con el Consejo de Estado, y previa deliberación del Consejo de Ministros en su reunión del día 20 de diciembre de 1991,

DISPONGO:

Artículo 1.º 1. Son libres los actos, negocios, transacciones y operaciones de toda índole que supongan, o de cuyo cumplimiento se deriven o puedan derivarse, cobros o pagos entre residentes y no residentes, o transferencias al o del exterior, a que se refieren los artículos 1 y 2 de la Ley 40/1979, de 10 de diciembre, sobre Régimen Jurídico de Control de Cambios, sin más excepciones que las que se deriven de la aplicación de lo dispuesto en los artículos 3.º, 4.º y 5.º del presente Real Decreto y de lo que dispongan las Leyes específicamente aplicables.

2. La liberalización de los actos, negocios, transacciones y operaciones a que se refiere el párrafo anterior se extiende asimismo a los cobros y pagos exteriores, efectuados bien directamente, bien por compensación y a las transferencias del o al exterior derivados de los mismos, así como a la importación o exportación de los instrumentos de giro o crédito utilizados, sin perjuicio de las medidas indispensables de control que pudieran establecerse para impedir las infracciones al ordenamiento jurídico vigente.

Art. 2.º 1. En relación con lo dispuesto en el artículo 4.3 de la Ley 40/1979, de 10 de diciembre, se considerarán residentes a efectos de lo dispuesto en el presente Real Decreto, los establecimientos y sucursales en territorio español de personas físicas residentes en el extranjero o de personas jurídicas extranjeras. Análogamente se consideran no residentes los establecimientos y sucursales en el extranjero de personas físicas residentes en España o de personas jurídicas españolas.

2. A los efectos de lo dispuesto en el citado artículo 4.4 de la Ley 40/1979, la residencia o no residencia en España deberá acreditarse en la forma dispuesta en el presente artículo.

3. La condición de residente en España deberá acreditarse de la siguiente forma:

a) Las personas físicas de nacionalidad extranjera, mediante la tarjeta o carné individual de autorización de residencia o cualquier otro documento público en el que conste la concesión de la autorización de residencia por el Ministerio del Interior.

Nada obstará a la condición de residente de la persona física extranjera, a efectos de la Ley 40/1979, de 10 de diciembre, y del presente Real Decreto mientras dure su autorización de residencia, el que tenga además domicilio en el extranjero. En tal caso se entenderá que tiene su residencia principal en España, salvo que hubiera hecho devolución del carné o tarjeta de autorización de residencia.

b) Los establecimientos y sucursales en territorio español de personas jurídicas extranjeras o de personas

físicas residentes en el extranjero, mediante cualquier documento público en el que consten los datos correspondientes a su constitución, de acuerdo con la legislación española, o certificado de inscripción en el Registro Mercantil.

c) Las personas físicas de nacionalidad española y las personas jurídicas domiciliadas en España se presumirán residentes en España salvo prueba en contrario.

4. La condición de no residente deberá acreditarse de la siguiente forma:

a) Las personas físicas españolas, mediante certificación de la autoridad consular española expedida con una antelación máxima de dos meses, que acredite su inscripción en el Registro de Matrícula del Consulado o Sección Consular de la Embajada correspondiente.

b) Las personas físicas extranjeras, mediante certificación negativa de residencia expedida por el Ministerio del Interior con antelación máxima de dos meses.

c) Las personas jurídicas domiciliadas en el extranjero, mediante documento fehaciente que acredite su naturaleza y domicilio.

d) Las sucursales y establecimientos en el extranjero de personas jurídicas españolas o de personas físicas residentes en España, mediante certificación del Cónsul español correspondiente de que se hallan constituidos en el país de que se trate.

e) El personal diplomático español acreditado en el extranjero y el personal español que, sin tener la anterior condición, preste servicios en Embajadas y Consulados españoles, así como en Organizaciones Internacionales, mediante pasaporte diplomático o certificación del Jefe de Misión, Cónsul o autoridad competente de la Organización correspondiente en los que conste tal situación.

f) Los diplomáticos extranjeros acreditados en España y el personal extranjero que preste servicios en Embajadas y Consulados extranjeros o en Organizaciones internacionales en España, mediante tarjeta de identidad expedida por el Ministerio de Asuntos Exteriores.

5. Fuera de los supuestos previstos en el artículo 4 de la Ley no se podrá gozar simultáneamente de la condición de residente y no residente a efectos de control de cambios.

Art. 3.º 1. No obstante, lo dispuesto en el artículo 1.º, por Real Decreto se podrá, excepcionalmente, a propuesta del Ministro de Economía y Hacienda, prohibir o limitar la realización de determinadas categorías de transacciones con el exterior o de las correspondientes operaciones de cobro, pago o transferencia, cuando éstas afecten gravemente a los intereses de España, o en aplicación de medidas adoptadas por organismos internacionales de los que España sea miembro.

2. Asimismo, en caso de que movimientos de capitales a corto plazo excepcionalmente amplios provoquen fuertes tensiones en el mercado de cambios u originen perturbaciones graves en la dirección de la política monetaria y de cambios española, el Gobierno, a propuesta

del Ministro de Economía y Hacienda podrá adoptar las medidas de salvaguardia que resulten necesarias, sometiendo a un régimen de autorización administrativa determinados tipos de transacciones.

3. Si cualquiera de las medidas a que se refieren los dos párrafos anteriores afectase a residentes en Estados miembros de la Comunidad Económica Europea (CEE), la medida se adoptará, en su caso, de acuerdo con los procedimientos establecidos en la normativa de la CEE sobre movimientos de capital, así como con las disposiciones vigentes en la CEE que por la especialidad de la medida resultaren de aplicación.

4. En los supuestos señalados en este artículo, el Real Decreto correspondiente determinará la naturaleza del régimen de excepción que se establezca, su duración y los tipos de transacciones que queden prohibidos o restringidos mientras dicho régimen se encuentre en vigor, así como el procedimiento administrativo aplicable al supuesto de que se trate.

5. Las transacciones relativas a inversiones extranjeras en España e inversiones españolas en el extranjero se regirán por sus disposiciones específicas.

Art. 4.º 1. La exportación de moneda metálica, billetes de banco y cheques bancarios al portador, estén cifrados en pesetas o en moneda extranjera, así como de oro amonedado o en barras, estará sujeta a previa declaración cuando su importe sea superior a 1.000.000 de pesetas por persona y viaje, y a previa autorización administrativa cuando su importe sea superior a 5.000.000 de pesetas por persona y viaje.

2. La importación de moneda metálica, billetes de banco y cheques bancarios al portador, estén cifrados en pesetas o en moneda extranjera, así como de oro amonedado o en barras, estará sujeta a previa declaración cuando su importe sea superior a 1.000.000 de pesetas por persona y viaje.

3. Las normas que se dicten en ejecución del presente Real Decreto regularán el procedimiento aplicable a las autorizaciones y declaraciones a las que se refieren los apartados anteriores.

Art. 5.º 1. Los cobros y pagos entre residentes y no residentes, así como las transferencias al o del exterior, estén cifrados todos ellos en pesetas o en moneda extranjera, deberán efectuarse a través de una entidad de depósito inscrita en los Registros Oficiales del Banco de España (en adelante, «Entidades registradas»), con las excepciones señaladas en los artículos 6.º y 7.º del presente Real Decreto.

2. En todos los supuestos de cobro, pago o transferencia a que se refiere el apartado anterior, el residente deberá aportar a la «Entidad registrada» a través de la que dicho cobro, pago o transferencia se efectúe, las declaraciones o informaciones que se determinen. Las Entidades registradas no podrán ejecutar ningún pago o transferencia al exterior sin el cumplimiento de dicho requisito.

3. En todo caso, el citado residente deberá declarar a la «Entidad registrada», en la forma que se determine, su nombre o razón social, domicilio, Número de Identificación Fiscal, nombre o razón social y domicilio del no residente remitente o beneficiario del cobro o pago, importe, moneda, país de origen o destino, y concepto de la operación por la que se produce el cobro, pago o transferencia.

4. Las «Entidades registradas» facilitarán, en la forma que determine el Ministro de Economía y Hacienda, y dentro de los treinta días siguientes a cada mes natural, la información a que se refiere el apartado anterior y, en general, la información que se les requiera sobre los cobros, pagos o transferencias exteriores en que intervengan, a los efectos de seguimiento estadístico y fiscal de las operaciones.

Art. 6.º 1. Es libre la apertura y mantenimiento por residentes de cuentas denominadas en pesetas o en divisas en oficinas operantes en el extranjero tanto de «Entidades registradas» como de Entidades bancarias o de crédito extranjeras, así como los cobros y pagos entre residentes y no residentes mediante abonos o adeudos en dichas cuentas.

2. Los residentes que abran una de las cuentas a que se refiere el apartado anterior están obligados a declararla dentro de los treinta días siguientes a su apertura, en la forma que se determine, haciendo constar su nombre o razón social, domicilio, Número de Identificación Fiscal, clase y número de la cuenta, moneda de denominación de la misma, y datos identificativos de la oficina en que haya sido abierta.

3. Asimismo, los residentes titulares de estas cuentas están obligados a facilitar, en la forma que se determine, información relativa a los movimientos al crédito y al débito de las mismas.

Art. 7.º 1. Los cobros y pagos entre residentes y no residentes en moneda metálica, billetes de banco o cheques bancarios al portador, cifrados en pesetas o en divisas, efectuados tanto dentro como fuera del territorio español son libres, si bien quedan sujetos a la obligación de declaración en la forma y con el alcance que se determine.

2. Lo dispuesto en el párrafo anterior no obsta para el cumplimiento de lo establecido en el artículo 4.º del presente Real Decreto respecto de la obligación de declaración previa para la importación y de declaración previa o autorización administrativa para la exportación de tales medios de pago por importe superior al señalado.

Art. 8.º No obstante lo dispuesto en el artículo 1.º del presente Real Decreto, el Ministro de Economía y Hacienda podrá excepcionalmente someter a un trámite de previa verificación o declaración las operaciones de cobro, pago o transferencia del o al exterior derivadas de los tipos de transacciones que se determinen, cuando dicho trámite resulte conveniente para el adecuado conocimiento por la Administración de las transacciones realizadas y, en particular, para el mantenimiento de los

registros de activos o pasivos exteriores y la comprobación del cumplimiento de las obligaciones tributarias.

Art. 9.º Las «Entidades registradas», así como las personas físicas o jurídicas residentes que realicen operaciones de las señaladas en el artículo 1.º del presente Real Decreto o mantengan activos o pasivos en el exterior, quedan sujetas a la obligación de facilitar a los órganos competentes de la Administración del Estado y el Banco de España, en la forma que se establezca, los datos que se les requieran para los fines de seguimiento estadístico y fiscal de las operaciones.

Art. 10. 1. El incumplimiento de las obligaciones de declaración o de solicitud de autorización previa a que se refiere el artículo 4.º del presente Real Decreto conllevará la aplicación de las medidas de responsabilidad de índole penal o administrativa previstas en la Ley 40/1979, de 10 de diciembre, y Ley Orgánica 10/1983, de 16 de agosto.

2. El incumplimiento de las obligaciones de declaración a que se refieren los artículos 5.º, 6.º y 7.º del presente Real Decreto será constitutivo de infracción a los efectos de lo dispuesto en el artículo 10 de la Ley 40/1979, de 10 de diciembre.

3. Las disposiciones que regulen el deber de colaboración con la Administración de las «Entidades registradas» se considerarán normas de ordenación y disciplina a los efectos previstos en el artículo 1 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, y su infracción será sancionada en los términos establecidos en dicha Ley y por los órganos y autoridades competentes de acuerdo con la misma, sin perjuicio de la aplicación a las mismas de lo dispuesto en la Ley 40/1979, de 10 de diciembre (1).

Art. 11. 1. Las competencias en materia de control de cambio objeto del presente Real Decreto corresponden al Ministro de Economía y Hacienda.

2. Las citadas competencias serán ejercidas por el Ministerio de Economía y Hacienda a través de la Dirección General de Transacciones Exteriores, y del Banco de España, de acuerdo con lo establecido en el presente artículo.

3. Corresponderán a la Dirección General de Transacciones Exteriores las competencias para:

a) Conceder las autorizaciones, efectuar las verificaciones o establecer los controles sobre las transacciones exteriores y/o los cobros, pagos o transferencias con el extranjero que, en virtud del ejercicio de una cláusula de salvaguardia de las previstas en el artículo 3.º del presente Real Decreto, queden sujetas a prohibición o limitación.

b) Establecer el procedimiento y tramitación relativos a las operaciones a que se refieren los artículos 4.º, 5.º, puntos 2 y 3, 6.º, 7.º y 8.º del presente Real Decreto.

c) Ejercer el control e inspección de las operaciones efectuadas a través de las «Entidades registradas».

d) Ejercer las actuaciones de inspección e investigación que resulten necesarias para prevenir y, en su caso, corregir las actividades contrarias al presente Real Decreto.

e) Resolver los expedientes administrativos sancionadores a que se refiere el artículo 10, de la Ley 40/1979, de 10 de diciembre, dentro de las atribuciones que le confiere el artículo 12.3 c), de esta misma Ley.

4. Corresponderán al Banco de España las competencias para:

a) Conceder a bancos, cajas de ahorro y otras entidades financieras autorización para actuar en el mercado de divisas, en los casos en que dicha autorización se requiera de conformidad con la legislación vigente, así como registrar los establecimientos abiertos al público para cambio de divisas.

b) Dictar, en el ámbito de las competencias que le confiere la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, las instrucciones relativas al contenido, procedimiento y frecuencia de las comunicaciones a que se refiere el artículo 5.º punto 4 del presente Real Decreto.

c) Recibir, en los términos prevenidos en el presente Real Decreto, y según el procedimiento establecido de acuerdo con los apartados 3 b) y 4 b) anteriores, las declaraciones e información a que se refieren los artículos 5.º, punto 4, y 6.º, puntos 2 y 3.

d) Ejercer el control e inspección de las operaciones efectuadas a través de las «Entidades registradas».

e) Ejercer las actuaciones de inspección e investigación que resulten necesarias para prevenir y, en su caso, corregir las actividades contrarias al presente Real Decreto.

Art. 12. Para la imposición de las sanciones administrativas se aplicará el procedimiento sancionador regulado por el capítulo II del Título VI de la Ley de Procedimiento Administrativo.

Art. 13. 1. Una vez firme la resolución en vía administrativa, se procederá a su ejecución. A tal efecto, se requerirá al expedientado a fin de que haga efectivo el importe de la multa en papel de pagos al Estado o mediante ingreso en la Caja General de Depósitos en el plazo de quince días, prorrogables por otros quince por la Administración, con advertencia de que caso de no efectuarlo, se procederá a su exacción por el procedimiento administrativo de apremio.

Vencido este plazo, se iniciará dicho procedimiento en el que la resolución sancionadora, junto con la certificación de no haberse hecho efectivo el pago de la multa, tendrá el valor y eficacia que el Reglamento General de Recaudación confiere a la certificación de descubierto.

2. La sanción principal o la accesoria a que se refiere el artículo 10 de la Ley 40/1979, de 10 de diciembre, podrán hacerse efectivas sobre las garantías que, en su caso, hubieran sido constituidas durante la tramitación

del procedimiento administrativo, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 15 de la misma Ley.

3. Cuando por resolución firme se estime el recurso, dejando sin efecto o reduciendo la cuantía de la multa o de las obligaciones impuestas, se procederá a la cancelación de las garantías constituidas con devolución de su totalidad o del sobrante que quedase.

Art. 14. De conformidad con lo dispuesto en el artículo 17, punto 2 de la Ley 40/1979, los órganos competentes de la Administración de los órganos judiciales, o por propia iniciativa, actuaciones de investigación cerca de los particulares que directa o indirectamente conduzcan al esclarecimiento de los hechos que pudieran ser constitutivos de infracción o a la prevención de los mismos.

Art. 15. Los libros y la documentación sometidos a investigación que tengan relación con la presunta infracción podrán ser examinados por los órganos inspectores de la Administración en la vivienda, local, escritorio, despacho u oficina de la persona poseedora de los mismos, en su presencia o en la de la persona que a tal efecto designe.

Art. 16. 1. Las actuaciones de investigación se documentarán mediante acta en la que se consignarán:

a) El nombre, apellidos y documento nacional de identidad de la persona con la que se entienda la diligencia, reflejando el carácter o representación con que comparece en la misma.

b) Los elementos esenciales de las actuaciones, datos y documentos objetos de investigación.

c) En su caso, el reconocimiento por parte del presunto infractor de la comisión del ilícito, que tendrá, si procede, los efectos previstos por el artículo 14 de la Ley 40/1979, de 10 de diciembre.

2. El acta de investigación será elevada al órgano competente al objeto de que, si hubiera lugar, se instruya el correspondiente expediente sancionador o, en su caso, se remita lo actuado a los órganos judiciales.

Art. 17. 1. La liberalización de los pagos de residentes a no residentes y de las transferencias al exterior a que se refiere el artículo 1.º del presente Real Decreto se entenderá sin perjuicio del necesario cumplimiento de las obligaciones fiscales que, en su caso, correspondan al acto, transacción o negocio jurídico principal del que dichos pagos o transferencias deriven, de conformidad con las normas vigentes aplicables.

2. El incumplimiento de las obligaciones establecidas en los artículos 5.º puntos 3 y 4, 6.º punto 2, y 8.º del presente Real Decreto, constituirá infracción tributaria simple, sancionable con arreglo a lo dispuesto en la Ley General Tributaria y sus normas de desarrollo.

## DISPOSICIONES ADICIONALES

Primera.—Los establecimientos abiertos al público para cambio de moneda extranjera deberán registrarse en el Banco de España en la forma que éste determine.

Segunda.—En relación con lo dispuesto en el artículo 5.º del presente Real Decreto, podrán también efectuarse cobros y pagos entre residentes y no residentes a través de aquellas otras Entidades de crédito y financieras inscritas en los Registros Oficiales correspondientes del Banco de España o de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, siempre que tengan legalmente reconocida dicha posibilidad y, en todo caso, en el ámbito operativo propio de cada una de ellas. Tales Entidades quedarán asimismo sujetas a la obligación señalada en el artículo 9.º del presente Real Decreto.

Tercera.—El Número de Identificación Fiscal a declarar por los residentes con arreglo al presente Real Decreto deberá acreditarse según lo dispuesto en los números 1 y 2 del artículo 14 del Real Decreto 338/1990, de 9 de marzo (2).

## DISPOSICION TRANSITORIA

El Fiscal informará a la Dirección General de Transacciones Exteriores del Ministerio de Economía y Hacienda de las resoluciones judiciales de sobreseimiento o archivo que se dicten respecto de aquellas conductas anteriores que carezcan de relevancia penal a tenor del presente Real Decreto, a los efectos de depurar, en su caso, las responsabilidades administrativas a que hubiere lugar.

## DISPOSICIONES FINALES

Primera.—Por el Ministro de Economía y Hacienda se dictarán las normas de desarrollo de este Real Decreto, y se establecerán los procedimientos de comunicación e información entre los órganos de la Administración del Estado competentes en materia de control de cambios, los órganos de la Administración Tributaria y el Banco de España.

Segunda.—Quedan derogados el Real Decreto 2402/1980, de 10 de octubre, sobre Régimen Jurídico de Control de Cambios, el Real Decreto 1750/1987, de 18 de diciembre, por el que se liberaliza la transferencia de tecnología y la prestación de asistencia técnica extranjera a Empresas españolas y el Real Decreto 1723/1985, de 28 de agosto, simplificando y unificando el sistema de cuentas extranjeras en pesetas.

Asimismo, quedan derogadas las siguientes Ordenes ministeriales:

Orden de 25 de noviembre de 1959, sobre forma de pago de los billetes que expiden las Compañías de navegación aérea para líneas internacionales.

Orden de 28 de julio de 1962 sobre oficinas para cambio de divisas.

Orden de la Presidencia del Gobierno de 15 de septiembre de 1970, sobre exportación de billetes de banco y demás instrumentos de giro o crédito cifrados en divisas.

Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 13 de marzo de 1987, sobre gastos de viaje y estancia en el extranjero y movimiento de divisas y pesetas por frontera.

Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 26 de junio de 1987, sobre regulación de las cuentas extranjeras de pesetas convertibles.

Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 10 de mayo de 1988, sobre cobros y pagos exteriores relacionados con exportaciones.

Orden de 10 de abril de 1989, por la que se modifica parcialmente la de 26 de junio de 1987, sobre regulación de las cuentas extranjeras de pesetas convertibles.

Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 29 de mayo de 1989, sobre pagos y cobros exteriores relacionados con importaciones.

Orden de 29 de junio de 1989, por la que se modifica la de 10 de mayo de 1988, sobre cobros y pagos exteriores relacionados con exportaciones.

Artículo 1.º de la Orden de 12 de marzo de 1990, sobre cuentas extranjeras de pesetas convertibles e inversiones extranjeras en Deuda del Estado.

Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 19 de junio de 1990, sobre liberalización de garantías exteriores.

Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 16 de abril de 1991, por la que se autorizan préstamos en pesetas otorgados por las Entidades delegadas a no residentes.

Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 16 de abril de 1991, por la que se autorizan cuentas en divisas de residentes.

Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 13 de junio de 1991, por la que se regulan las operaciones invisibles corrientes con el exterior.

El presente Real Decreto entrará en vigor el 1 de febrero de 1992.

## NOTAS

(1) El artículo 1 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, señala lo siguiente:

### «TÍTULO PRIMERO

#### Régimen sancionador de las entidades de crédito

##### CAPÍTULO PRIMERO

##### *Disposiciones generales*

##### *Artículo 1*

1. Las entidades de crédito, así como quienes ostenten cargos de administración o dirección en las mismas, que infrinjan normas de ordenación y disciplina incurrirán en responsabilidad administrativa sancionable con arreglo a lo dispuesto en el presente título.

2. Se consideran entidades de crédito, a los efectos de lo dispuesto en esta Ley, las enumeradas en el apartado segundo del artículo 1.º del Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio.

3. El régimen previsto en esta Ley será también de aplicación a las sucursales abiertas en España por entidades de crédito extranjeras.

4. Ostentan cargos de administración en las entidades de crédito, a los efectos de lo dispuesto en esta Ley, sus administradores o miembros de sus órganos colegiados de administración, sus directores generales o asimilados, entendiéndose por tales aquellas personas que desarrollen en la entidad funciones de alta dirección bajo la dependencia directa de su órgano de administración o de comisiones ejecutivas o consejeros delegados del mismo, y las personas que dirijan las sucursales de entidades de crédito extranjeras en España.

5. Se consideran normas de ordenación y disciplina las Leyes y disposiciones administrativas de carácter general que contengan preceptos específicamente referidos a las entidades de crédito y de obligada observancia para las mismas. Entre tales disposiciones se entenderán comprendidas tanto las aprobadas por órganos del Estado o, en su caso, de las Comunidades Autónomas que tengan atribuidas competencias en la materia, como las Circulares aprobadas por el Banco de España, en los términos previstos en esta Ley.»

(2) Real Decreto 338/1990, de 9 de marzo, por el que se regula la composición y la forma de utilización del Número de Identificación Fiscal.

##### «Artículo 14

1. El Número de Identificación Fiscal podrá acreditarse mediante la exhibición bien de la tarjeta expedida para constancia del Código de Identificación, bien del documento nacional de identidad o de un documento oficial en que figure el número personal de identificación de extranjero.

2. Asimismo, el Ministerio de Economía y Hacienda podrá disponer que el Número de Identificación Fiscal pueda acreditarse mediante una tarjeta o un documento o soporte de otra naturaleza cuando sea facilitado por la Administración tributaria de acuerdo con los artículos 3.º y 4.º de este Real Decreto.»

## **ENTIDADES DELEGADAS**

### **Riesgos de cambio**

La reciente liberalización de las inversiones españolas en el exterior (Real Decreto 2374/1986, de 7 de noviembre, y en especial su art. 9.2.b), permite a las entidades de depósito invertir en activos en moneda extranjera una proporción importante de sus recursos propios. Ello implica, en potencia, un fuerte incremento del riesgo de cambio, muy limitado en el pasado por las instrucciones de la circular 9 DE y por la política del Banco de España sobre posiciones de contado. Se hace, pues, necesario regular y controlar ese riesgo. Partiendo de un criterio liberalizador, que permitirá el mantenimiento de posiciones cortas, hasta ahora prohibidas, y una sustancial ampliación de las largas, se introducen, no obstante, controles a la magnitud del riesgo asumible, mediante el establecimiento de unos límites a las posiciones abiertas, similares a los que se aplican en otros países europeos, y mediante la introducción de esas posiciones, y de la operatoria a plazo en moneda extranjera, como elementos de riesgo en el coeficiente selectivo de recursos propios. En consecuencia, el Banco de España ha dispuesto las siguientes instrucciones:

#### *PRIMERA. Posiciones en moneda extranjera*

1. A los efectos de la presente Circular, se denomina «Posición en la moneda X» al saldo neto de los activos patrimoniales, sus productos o 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 financiados con pesetas, y la financiación de tales participaciones e inmovilizado.

En las sucursales de bancos extranjeros, la posibilidad se referirá sólo a los negocios en España.

En el Anexo I se especifican los conceptos contables que componen la posición.

2. Se considera que una posición en una moneda cualquiera está abierta cuando se registren diferencias entre la suma de los activos, incluidos sus productos, y los compromisos de compra, de un lado, y la suma de los pasivos, incluidos sus costos, y los compromisos de venta, de otro.

Se autoriza, con las limitaciones indicadas en la norma segunda, el mantenimiento de posiciones abiertas, que podrán ser:

a) posiciones largas: cuando la primera de esas sumas sea mayor que la segunda;

b) posiciones cortas: cuando la primera de esas sumas sea menor que la segunda.

#### *SEGUNDA. Límites de riesgo por posiciones en divisas*

1. El Banco de España asignará a cada entidad, teniendo en cuenta 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, límites máximos expresados en porcentaje de los recursos propios a:

a) la posición abierta en cada moneda, incluso pesetas;

b) la suma de las posiciones cortas o largas mantenidas en las distintas monedas, incluso pesetas.

El Banco de España revisará semestralmente los límites concedidos, pudiendo modificarlos, asimismo, siempre que la evolución de la situación y circunstancias de una entidad lo aconsejen. Las entidades se atenderán a los últimos límites asignados mientras no reciban comunicación escrita de su revisión.

2. Asimismo, el Banco de España, dentro de los límites asignados a cada entidad podrá fijar límites específicos o parciales a los riesgos derivados de determinadas operaciones o grupos de operaciones activas o pasivas.

3. A estos efectos se entenderá por recursos propios los definidos en el art. 7.º de la Ley 13/1985, según desarrollo contable contenido en estado modelo R-3 de la Circular 28/1985, de 29 de octubre. Tales definiciones se aplicarán de forma individual a cada entidad, de acuerdo con lo señalado en el Anexo III, sin tener en cuenta los ajustes inherentes a la consolidación de los grupos bancarios. En el caso de las entidades dominantes de un grupo bancario, los recursos propios quedarán reducidos a los que resulten en el balance consolidado, si éstos son menores que los obtenidos de su balance individual.

#### *TERCERA. Método de cómputo*

1. Los límites establecidos en el número precedente deberán cumplirse en todo momento, y, en cualquier caso, al cierre de las operaciones de cada día.

2. Los recursos propios utilizados como base de los límites durante un mes serán los de fin del segundo mes anterior o, en su caso, los de las declaraciones de recursos propios en base consolidada de diciembre y junio de cada año, a partir del 1 de marzo y 1 de septiembre, respectivamente.

3. A efectos de seguimiento de las posiciones, las entidades remitirán, junto con el balance mensual, los estados descritos en el Anexo II.

#### *CUARTA. Coeficiente de recursos propios*

A efectos de la determinación de los recursos propios mínimos necesarios en función del artículo 2.º del Real Decreto 1370/1985, de 1 de agosto, la suma de posiciones abiertas en moneda extranjera (excluida, por tanto,

la peseta), sin tener en cuenta su signo, de una entidad no consolidable, o del conjunto de las entidades consolidables de un grupo bancario, estará sujeta al coeficiente de riesgo fijado en el art. 2.º de dicho Real Decreto para los activos de clase *d*). A la suma de las compras y ventas a plazo de divisas contra pesetas, más las compras a plazo de divisas contra divisas, se le aplicará el de clase *a*).

En consecuencia, se introducen las siguientes modificaciones a la Circular 28/1985, de 29 de octubre, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos.

**Norma segunda.** Se añade el siguiente párrafo:

«Asimismo, se computarán por el 50 por 100 la suma de posiciones abiertas en moneda extranjera y la suma de compras y ventas a plazo de divisas contra pesetas, más las compras a plazo de divisas contra divisas.»

**Norma tercera. Apartado 1, letra .b).** Se añade el siguiente párrafo:

«VI. El importe de la suma de posiciones abiertas en moneda extranjera, así como la suma de las compras y ventas a plazo de divisas contra pesetas, más las compras a plazo de divisas contra divisas, se referirá a la respectiva media semestral. A tal fin, se agregarán las de todas las entidades de depósito que compongan el grupo, cualquiera que sea su signo (posición larga o posición corta).»

**Anexo I.** Se incorporan al estado R-1 los siguientes conceptos:

13. Posiciones abiertas en moneda extranjera.
14. Compras y ventas a plazo de moneda extranjera.

Se corre la numeración de los conceptos siguientes: El concepto 20 (anterior 18) pasa a denominarse «20. Riesgos netos totales».

**Anexo I/4.** Se añaden los siguientes conceptos:

#### RIESGOS DE CAMBIO.

1. Posiciones abiertas en moneda extranjera. Riesgos de clase *d*).
2. Compras y ventas a plazo de moneda extranjera. Riesgos de clase *a*).

#### QUINTA. Instrucción derogatoria.

En la fecha de entrada en vigor de la presente Circular quedarán derogadas:

*a*) la instrucción novena de la Circular 9/1986, de 28 de abril, del Banco de España, sobre Mercado de Divisas de Contado; no obstante, las entidades seguirán aplicando los límites actualmente marcados para las posiciones de contado, en tanto no reciban comunicaciones escritas del Banco de España con los límites asignados en función de la presente Circular;

*b*) las instrucciones décima y undécima de la Circular 9 DE/1979, de 20 de enero, del Banco de España (texto modificado de 5 de junio de 1984), sobre Recursos y Colocaciones en Divisas Convertibles;

*c*) los puntos *a*) y *b*) de la instrucción decimotercera y las instrucciones decimocuarta y decimoquinta de la Circular 18/1985, del Banco de España, sobre Mercado a Plazo de Divisas.

#### SEXTA. Entrada en vigor

La presente Circular entrará en vigor el día de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*. La norma cuarta será de aplicación, por primera vez, al cómputo de los recursos propios de junio de 1987.

#### ANEXO I

#### CALCULO DE LAS POSICIONES

A) La posición en cada moneda extranjera comprenderá:

*a*) todos los saldos activos y pasivos en esa moneda recogidos en el balance patrimonial. A estos efectos, las cuentas de recursos propios y resultados se considerarán cifradas siempre en pesetas, exclusión hecha de la deuda subordinada contraída en moneda extranjera.

De esos saldos, los bancos españoles harán las siguientes deducciones del activo:

— participaciones permanentes en filiales extranjeras que figuren en el balance de negocios en España y hayan sido financiadas contra pesetas; se entiende por participación permanente la que permite el control efectivo de la entidad filial;

— dotaciones a sucursales en el extranjero financiadas contra pesetas;

— activo fijo permanente en el extranjero que figura en el balance de negocios en España, financiado contra pesetas;

A su vez, las sucursales de establecimientos de crédito extranjeros podrán realizar, con carácter opcional, la siguiente deducción del activo (en la posición en la moneda de la casa matriz):

— contrapartida de la dotación.

*b*) todas las compras y ventas a plazo, incluso hasta dos días;

*c*) los productos y costes ciertos no vencidos pendientes de devengar, que estén cubiertos a plazo.

Las operaciones en unidades de cuenta compuestas (ECU, DEG) se distribuirán, proporcionalmente a la composición de esas unidades de cuenta, entre las divisas que las forman.

La conversión a pesetas de las posiciones en moneda extranjera se realizará según el criterio general contenido

en el primer párrafo de la norma segunda, apartado 4.C, de la Circular 19/1985.

B) La posición en pesetas se calculará por la contrapartida del conjunto de las posiciones en monedas extranjeras.

#### ANEXO II

##### INFORMACION AL BANCO DE ESPAÑA

A efectos del conocimiento y seguimiento de las posiciones, y sin perjuicio de la continuidad de la obligación de cumplir los límites establecidos (ver norma tercera), las entidades remitirán, junto con su balance, los modelos M-11 y M-12 anejos (este último sustituye a los actuales M-3 y M-4, que quedan suprimidos).

Cuando, por deficiencias de comunicación u organización, las entidades tengan dificultades para obtener datos diarios de divisas no cotizadas en el mercado español, podrán limitarse a consignar las posiciones a fin de mes, operando con dichos datos en el cálculo de la posición en pesetas.

Asimismo, deberán acompañar un M-11 correspondiente a cada entidad de depósito filial situada en el extranjero.

#### ANEXO III

##### RECURSOS PROPIOS

La aplicación individual de las reglas definidas de la Ley 13/1985 para la determinación de los recursos propios, a los efectos de la norma segunda de esta Circular, se hará sumando algebraicamente las siguientes rúbricas del balance confidencial:

##### PASIVO:

- + 1: Capital o fondo de dotación.
- + 2: Reservas.
- + 3.1: Dotación a OBS (1).
- + 3.2: Reserva por regularización de bienes afectos (1).
- + 9.3: Financiaciones subordinadas (2).
- + 11.1.5: Fondo fluctuación cambio divisas.
- + 11.1.7: Otros fondos especiales (3).
- + 35% de 11.2: Resultados provisionales ejercicio corriente.
- + 35% de 11.3: Resultados del último ejercicio pendientes de aplicar.
- + 11.4: Remanentes.

##### ACTIVO:

- 9.1: Acciones en cartera.
- 9.2: Accionistas.
- 10.3: Gastos de mantenimiento.
- 10.4: Otros.
- 11.1: Resultados provisionales ejercicio corriente.
- 11.2: Pérdidas de ejercicios anteriores.

##### NOTAS

(1) El importe de estas rúbricas, deducidas las 10.3 y 10.4 del Activo, sólo puede computarse hasta donde alcance el valor de los inmuebles afectos.

(2) Sólo las computables como recursos propios, aplicando las limitaciones legales de forma individual.

(3) Sólo se incorporará esta rúbrica cuando la entidad, al fin del trimestre pasado más próximo, tenga cubiertas las necesidades de dotación para insolvencias, riesgo país y pensiones.

**CIRCULAR DEL BANCO DE ESPAÑA NUM. 1/1991, DE 22 DE ENERO, A ENTIDADES DELEGADAS SOBRE MERCADO DE DIVISAS, INSTRUMENTOS DE COBERTURA DE RIESGOS DE CAMBIO, OPERACIONES CON BILLETES EXTRANJEROS Y ENVÍO Y RECEPCIÓN AL/DEL EXTERIOR DE BILLETES, MONEDA METÁLICA Y EFECTOS (BOE de 31 de enero)**

La Circular 27/1987, que regula en la actualidad las operaciones en el mercado de divisas de contado y de plazo, así como las operaciones con billetes españoles y extranjeros y con moneda metálica, precisa de una revisión, recogida en el presente texto, que persigue básicamente un mayor desarrollo de las coberturas del riesgo de cambio, intruduciendo nuevos instrumentos, como son las permutas financieras y los futuros sobre divisas, a la vez que se amplían y flexibilizan las normas existentes para la contratación de operaciones a plazo y opciones sobre divisas.

La mayor libertad operativa ha de alcanzarse, en todo caso, con cumplimiento de los límites de posición de divisas y de riesgo cambiario asignados por el Banco de España a cada entidad, de acuerdo con la Circular 1/1987, de 7 de enero, con observancia de las correspondientes reglas contables (Circular 22/1987) y de las disposiciones que regulen en cada momento las autorizaciones y procedimientos sobre cobros y pagos exteriores.

Por todo ello, y haciendo uso de las facultades que le confiere el artículo segundo a) del Real Decreto 2402/1980, de 10 de octubre, en relación con el artículo quinto de la Ley 40/1979, de 10 de diciembre, el Banco de España ha dispuesto:

**I. MERCADO DE DIVISAS DE CONTADO**

**NORMA PRIMERA. Cotización de divisas en el mercado español**

1. Cualquier divisa podrá ser libremente cotizada en el mercado español por las entidades con funciones delegadas del Banco de España para actuar por cuenta propia e intermediar operaciones en el sector exterior (en adelante, «Entidades delegadas»).

2. Las divisas objeto de cotización oficial por el Banco de España serán las siguientes:

1. Dólar USA.
2. ECU.
3. Marco alemán.
4. Franco francés.
5. Libra esterlina.
6. Lira italiana.
7. Francos 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 noruega.
18. Marco finlandés.
19. Chelín austríaco.
20. Dólar australiano.

El Banco de España publicará en el *Boletín Oficial del Estado* cualquier modificación de la relación de divisas cotizadas oficialmente.

**NORMA SEGUNDA. Operaciones de compra y venta de divisas al contado**

1. Las Entidades delegadas podrán realizar en el mercado de contado operaciones de compra y venta de divisas tanto contra pesetas como contra otras divisas, valor mismo día, valor día hábil siguiente o valor dos días hábiles siguientes (operaciones de contado):

- a) Con otras Entidades delegadas;
- b) Con personas físicas o jurídicas residentes, titulares de transacciones por conceptos de balanza de pagos, o por cualquier otro concepto autorizado;
- c) Con personas físicas o jurídicas no residentes.

2. El mercado de divisas operará todos los días de lunes a viernes, con excepción de los declarados inhábiles a efectos de mercado de divisas.

3. Los cambios aplicables en las operaciones de compra y venta de divisas al contado serán libres, teniendo en cuenta la excepción que se señala en el párrafo siguiente.

4. En las operaciones de divisas contra pesetas cuyo contravalor, calculado a los tipos de cambio base o *fixing* correspondientes al día anterior al de la contratación, sea inferior a 20 millones de pesetas, efectuadas por las Entidades delegadas con personas físicas o con personas jurídicas residentes o no residentes que no sean Entidades delegadas o, en general, entidades de crédito, los cambios oficiales de compra y venta diarios, aplicables a las operaciones con valor dos días hábiles siguientes, tendrán la consideración de cambios mínimo comprador y máximo vendedor.

**NORMA TERCERA. Cambios oficiales**

1. El Banco de España comunicará a las Entidades delegadas 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.

2. Los días en que esté abierto el mercado de divisas, el Banco de España hará públicos los cambios base

(fixing) y, en su caso, los cambios oficiales de compra y venta resultantes, para las divisas cotizadas oficialmente mencionadas en la norma primera, punto 2.

## II. COBERTURA DE RIESGOS DE CAMBIOS

### II.1. Compra y venta de divisas a plazo

**NORMA CUARTA.** *Operaciones de compra y venta a plazo de divisas*

Las Entidades delegadas podrán realizar operaciones de compra y venta de divisas, tanto contra pesetas como contra otras divisas, con vencimiento superior a dos días hábiles de mercado (operaciones a plazo):

- a) Con otras Entidades delegadas.
- b) Con personas físicas o jurídicas residentes, titulares de transacciones por conceptos de balanza de pagos, o por cualquier otro concepto autorizado.
- c) Con personas físicas o jurídicas no residentes.

**NORMA QUINTA.** *Contratación de las operaciones a plazo*

1. La contratación de las operaciones a plazo se realizará a cambios libres.
2. En las operaciones de compraventa a plazo de divisas con residentes, éstos aportarán los siguientes datos para su constancia en los contratos correspondientes:

- Número de identificación fiscal (NIF).
- Descripción de la transacción subyacente (de balanza de pagos o autorizada por concepto distinto) a que corresponde el cobro o pago cuyo riesgo de cambio se cubra.

Asimismo, las Entidades delegadas harán constar en los contratos las condiciones de liquidación contenidas en la norma sexta siguiente.

**NORMA SEXTA.** *Cancelación o liquidación de los contratos a plazo con residentes*

A) Cancelación total o parcial del contrato antes de su vencimiento:

Podrá tener lugar mediante el acuerdo entre las mismas partes de:

- Otra operación a plazo de signo contrario y de igual vencimiento que los del contrato que se cancela, o
- Liquidación definitiva, al tipo de cambio que resulte aplicable hasta la fecha de vencimiento del contrato que se cancela.

B) Al vencimiento del contrato:

1. Contratos de compra a plazo.

a) Con entrega de la divisa por parte del vendedor.— Se liquida la operación a plazo en sus propios términos.

b) Sin entrega de la divisa por parte del vendedor.— La Entidad delegada liquidará el contrato abonando al residente la diferencia entre el contravalor de la divisa faltante comprada al tipo de cambio de contado de la fecha en que se practica la liquidación, definido en la forma que acuerden las partes, y el contravalor al tipo de cambio concertado a plazo, cuando este último sea mayor y adeudando cuando sea menor.

2. Contratos de venta a plazo.

a) Con aplicación de la divisa a la finalidad prevista en el contrato a plazo.—Se liquida la operación en sus propios términos.

b) Sin aplicación de la divisa a la finalidad prevista en el contrato a plazo.—La Entidad delegada liquidará el contrato abonando al residente la diferencia entre el contravalor de la divisa vendida al tipo de cambio concertado a plazo y el contravalor al tipo de cambio de contado de la fecha en que se practica la liquidación, definido en la forma que acuerden las partes, cuando este último sea mayor y adeudando cuando sea menor.

c) La cancelación y las liquidaciones a que se refieren los puntos A) y B) anteriores, no obstan para que el titular del contrato cancelado pueda suscribir nuevo contrato a plazo de cobertura de riesgo de cambio aplicado a la misma finalidad.

**NORMA SEPTIMA.** *Operaciones pactadas con anterioridad a la presente Circular*

1. Las operaciones pactadas con anterioridad a la entrada en vigor de la presente Circular se regirán por las normas contenidas en la misma.

2. En cuanto a los saldos existentes en las cuentas indisponibles de pesetas originados por operaciones pactadas con anterioridad a la entrada en vigor de la presente Circular, las Entidades delegadas actuarán de la siguiente forma:

a) Los que tengan la consideración de saldo final originada por incumplimiento del último contrato a plazo de la cobertura de riesgo de cambio, se ingresarán en el Banco de España.

b) Los que no tengan dicha consideración, como consecuencia de la suscripción de nuevo contrato a plazo por mantenimiento de la cobertura, serán objeto de tratamiento con arreglo a lo establecido en la presente Circular, con entrega de dicho saldo al titular.

### II.2. Permutas financieras de créditos y débitos cifrados en divisas (swaps de divisas e intereses)

**NORMA OCTAVA.** *Operaciones de permutas financieras de créditos y débitos cifrados en divisas*

Las Entidades delegadas podrán formalizar operaciones de permutas financieras, tanto de divisas contra pesetas como de divisas contra divisas, en los términos siguientes:

- a) Con otras Entidades delegadas.
- b) Con personas físicas o jurídicas residentes, titulares de créditos o débitos cifrados en divisas contraídos al amparo de las normas vigentes.
- c) Con otras personas físicas o jurídicas no residentes.

#### NORMA NOVENA. *Contratación de permutas financieras*

1. La contratación de permutas financieras se realizará a tipos de cambio y de interés libres.

2. Las permutas financieras con residentes sólo podrán establecerse sobre el principal no amortizado y/o pago de intereses pendientes de vencimiento, del crédito o débito en divisas (con independencia de su origen: comercial, de servicios o financiero puro) del cual sea titular el residente, que aportará los siguientes datos para su constancia en los contratos correspondientes:

- Número de identificación fiscal (NIF).
- Descripción del crédito o débito en divisas objeto de la permuta.

Además, las Entidades delegadas harán constar en los contratos las condiciones de liquidación contenidas en la norma décima siguiente.

#### NORMA DECIMA. *Cancelación o liquidación de las permutas financieras con residentes*

A) Cancelación total o parcial del contrato antes de su vencimiento:

Podrá tener lugar mediante el acuerdo entre las mismas partes de:

- Otra operación de permuta de signo contrario y de igual vencimiento que los del contrato que se cancela, o
- Liquidación definitiva, al tipo de cambio que resulte aplicable hasta la fecha de vencimiento del contrato que se cancela.

B) Al vencimiento del contrato:

1. Permutas de créditos en divisas:

a) Con entrega de la divisa por parte del residente.— Se liquida la operación en sus propios términos.

b) Sin entrega de la divisa por parte del residente.— La Entidad delegada liquidará el contrato abonando al residente la diferencia entre el contravalor de la divisa no entregada al tipo de cambio de contado de la fecha en que se practica la liquidación, definido en la forma que acuerden las partes, y el contravalor al tipo de cam-

bio concertado en la permuta, cuando este último sea mayor y adeudando cuando sea menor.

2. Permutas de débitos en divisas.

a) Con aplicación de la divisa a la finalidad prevista en el contrato de permuta.—Se liquida la operación en sus propios términos.

b) Sin aplicación de la divisa a la finalidad prevista en el contrato de permuta.—La Entidad delegada liquidará el contrato abonando al residente la diferencia entre el contravalor de la divisa no aplicada al tipo de cambio concertado en la permuta y el contravalor al tipo de cambio de contado de la fecha en que se practica la liquidación, definido en la forma que acuerden las partes, cuando este último sea mayor y adeudando cuando sea menor.

### II.3. Operaciones con opciones sobre divisas negociadas en mercados no organizados

#### NORMA DECIMOPRIMERA. *Compra y venta de opciones*

Las Entidades delegadas quedan facultadas para:

1. Vender opciones sobre divisas, tanto de compra (*call options*) como de venta (*put options*), con contrapartida en pesetas o en otra divisa.

a) A otras Entidades delegadas.

b) A personas físicas o jurídicas residentes, titulares de transacciones por conceptos de balanza de pagos o por cualquier otro concepto autorizado, incluidas las licitaciones sobre proyectos en el extranjero durante el período de concurso.

c) A personas físicas o jurídicas no residentes.

2. Comprar opciones sobre divisas, tanto de compra (*call options*) como de venta (*put options*), con contrapartida en pesetas o en otras divisas.

a) A otras Entidades delegadas.

b) A personas físicas o jurídicas residentes, poseedoras de opciones, que deseen cerrar sus posiciones.

c) A personas físicas o jurídicas no residentes.

#### NORMA DECIMOSEGUNDA. *Características de las opciones*

Las opciones contratadas podrán ser de ejercicio de la opción en vencimiento fijo («tipo europeo») o de ejercicio de la opción desde su adquisición hasta la fecha de vencimiento («tipo americano»).

Los plazos de vencimiento, precios (*premiums*) de las opciones, tipos de cambio fijados para el eventual ejercicio de las opciones (*strike prices*), así como las fechas o períodos del ejercicio de las opciones por sus titulares, serán libres.

**NORMA DECIMOTERCERA. *Requisitos para la contratación de opciones con residentes***

En la venta de opciones sobre divisas a residentes, éstos aportarán los siguientes datos para su constancia en los contratos correspondientes:

- Número de identificación fiscal (NIF).
- Descripción de la transacción subyacente (de balanza de pagos o autorizada por conceptos distintos) en base a la cual se adquiere la opción.

Además, las Entidades delegadas harán constar las condiciones de liquidación contenidas en la «NORMA DECIMOQUINTA. Opciones ejercidas por los compradores residentes».

**NORMA DECIMOCUARTA. *Otros instrumentos análogos a las opciones***

Las Entidades delegadas quedan igualmente facultadas para vender y comprar de manera simultánea conjuntos de contratos de opciones que por su composición y estructura global cumplan objetivos de cobertura de riesgo de cambio análogos a las opciones simples, en las condiciones que se establecen en las normas decimoprimera y decimotercera anteriores.

**NORMA DECIMOQUINTA. *Opciones ejercidas por los compradores residentes***

1. La divisa que resulte comprada o vendida por el residente como consecuencia del ejercicio de una opción, habrá de aplicarse a la finalidad prevista en la contratación de dicha opción.

2. Sin embargo:

a) Cuando en la fecha de ejercicio de una opción de venta (*put option*) el comprador residente que desee ejercerla no haya recibido el cobro exterior, la Entidad delegada le abonará la diferencia entre el contravalor de la divisa al tipo de cambio de ejercicio (*strike price*) y el contravalor al tipo de cambio de contado de la fecha en que se ejerce la opción, definido en la forma que acuerden las partes.

b) Cuando en la fecha de ejercicio de una opción de compra (*call option*) el comprador residente que desee ejercerla no vaya a aplicar la divisa a la finalidad prevista en la contratación de dicha opción, la Entidad delegada se limitará a abonar la diferencia entre el contravalor de la divisa al tipo de cambio de contado de la fecha de ejercicio de la opción, definido en la forma que acuerden las partes, y el contravalor de la divisa al tipo de cambio de ejercicio (*strike price*).

**NORMA DECIMOSEXTA. *Cómputo de riesgo***

1. Las opciones en divisas se incluirán en la posición de riesgo definida en la Circular 1/1987, de 7 de enero,

con arreglo a las instrucciones que se derivan del párrafo siguiente, que se añade a la letra A) del Anexo I de la citada Circular:

«d) Las opciones compradas y vendidas en cada divisa. A estos efectos, la cartera de opciones compradas y vendidas se computará por el saldo que, según los modelos estadísticos habituales de valoración de opciones, implique su cobertura de riesgo ("cobertura delta").»

Los citados modelos estadísticos de valoración se tendrán a disposición del Banco de España.

2. Se agrega al epígrafe «4. Compromisos adquiridos» del ESTADO M-3, anexo a la Circular 22/1987, de 29 de junio, el importe de la cobertura delta siguiente:

- «Cobertura delta de la cartera de opciones.»

**II.4. Operaciones con opciones sobre divisas negociadas en mercados organizados**

**NORMA DECIMOSEPTIMA. *Compra y venta de opciones***

1. Las Entidades delegadas podrán, asimismo, comprar y vender opciones sobre divisas negociadas en mercados organizados, por cuenta propia o por cuenta de terceros, en las mismas condiciones que las requeridas para las operaciones con opciones sobre divisas en mercados no organizados y aplicando las normas de cómputo de riesgo recogidas en la norma decimosexta para estas últimas operaciones.

2. Cuando las operaciones de compra o venta de opciones por cuenta de terceros tengan por objeto contratos de opciones que se liquiden necesariamente en pesetas y sin entrega de cualquier otra divisa, no será exigible a las personas físicas o jurídicas residentes el requisito establecido en la norma decimoprimera 1.b).

3. Los cierres o liquidaciones de posiciones hechos por cuenta de residentes poseedores de opciones, se realizarán de acuerdo con las normas de funcionamiento del mercado organizado de opciones.

**II.5. Operaciones con futuros sobre divisas**

**NORMA DECIMOCTAVA. *Operaciones de compra y venta de futuros sobre divisas***

Las Entidades delegadas podrán formalizar compras y ventas de futuros sobre divisas cotizados y contratados en bolsas o mercados organizados, tanto con contrapartida en pesetas como en otra divisa, por cuenta propia o por cuenta de:

a) Otras Entidades delegadas.

b) Personas físicas o jurídicas residentes, titulares de transacciones por conceptos de balanza de pagos o por cualquier otro concepto autorizado.

c) Personas físicas o jurídicas no residentes.

Cuando las operaciones de compra o venta de futuros por cuenta de terceros tengan por objeto contratos de futuros que se liquiden necesariamente en pesetas y sin entrega de cualquier otra divisa, no será exigible a las personas físicas o jurídicas residentes el requisito establecido en la letra b) anterior.

#### NORMA DECIMONOVENA. *Contratación de futuros sobre divisas por cuenta de residentes*

1. En la formalización de compras y ventas de futuros sobre divisas que las Entidades delegadas realicen por cuenta de residentes, éstos deberán aportar los siguientes datos:

— Número de identificación fiscal (NIF).

— Cuando se trate de futuros liquidables en divisas distintas de la peseta, descripción de la transacción subyacente (de balanza de pagos o autorizada por concepto distinto) en base a la cual se compra o vende el futuro sobre divisas, y cuando se trate de futuros liquidables exclusivamente en pesetas, denominación del contrato y del mercado en que se negocia.

2. Las posiciones en futuros sobre divisas constituidas por los residentes podrán ser liquidadas antes de su vencimiento, de acuerdo con las normas de funcionamiento del mercado de futuros.

### III. OPERACIONES CON BILLETES EXTRANJEROS

#### NORMA VIGESIMA. *Compra, venta, admisión y entrega de billetes extranjeros.*

Las Entidades delegadas —sin perjuicio de la observancia de las limitaciones que establezca la normativa vigente en cuanto a la utilización del billete extranjero como medio de cobro o pago— quedan facultadas para efectuar las operaciones con billetes extranjeros que a continuación se indican, correspondan o no a divisas cotizadas oficialmente en el mercado español.

A) Compra y admisión de billetes extranjeros:

1. Compra de billetes extranjeros a otras Entidades delegadas, contra pago o abono de su equivalencia en pesetas ordinarias.

2. Compra de billetes extranjeros a residentes, contra pago o abono de su equivalencia en pesetas ordinarias.

3. Compra de billetes extranjeros a no residentes, contra pago de su equivalencia en pesetas ordinarias, sea en efectivo o mediante abono en «cuentas extranjeras en pesetas ordinarias».

4. Las operaciones de compra y admisión de billetes extranjeros a que se refieren los siguientes párrafos a),

b), c) y d) sólo podrán realizarse con quienes los hubieran introducido personalmente en territorio nacional. Para importes superiores a 500.000 pesetas, deberá entregarse a la Entidad delegada el documento de declaración ante la aduana de entrada, vigente en cada momento (en la actualidad, establecido por la Circular 965, de 18 de mayo de 1987, de la Dirección General de Aduanas e Impuestos Especiales, *Boletín Oficial del Estado* de 28 de mayo). Las Entidades delegadas harán constar en la mencionada declaración la operación realizada, con sello, fecha y firma, y conservarán en su poder fotocopia a disposición del Banco de España.

a) Compra de billetes extranjeros a no residentes, con abono de su equivalencia en cuentas extranjeras en pesetas convertibles.

b) Admisión de billetes extranjeros a no residentes, para abono de su importe o equivalencia en cuentas en divisas convertibles.

c) Admisión de billetes extranjeros a no residentes en pago de cheques bancarios, cheques de viajero, órdenes de pago u otros instrumentos bancarios, denominados en moneda extranjera.

d) Admisión de billetes extranjeros para su remesa al exterior, por cuenta de clientes no residentes, para abono de su importe en cuentas domiciliadas en otras entidades de crédito o financieras del extranjero.

5. Compra de billetes extranjeros contra venta de otros billetes extranjeros.

B) Venta y entrega de billetes extranjeros:

1. Venta de billetes extranjeros a otras Entidades delegadas, con cobro de su equivalencia en pesetas ordinarias.

2. Venta de billetes extranjeros a residentes, con cobro de su equivalencia en pesetas ordinarias, de conformidad con lo establecido en la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 13 de marzo de 1987, sobre gastos de viaje y estancia en el extranjero y movimiento de divisas y pesetas por frontera.

3. Ventas de billetes extranjeros a no residentes con adeudo de su equivalencia en cuentas extranjeras en pesetas convertibles.

4. Entrega de billetes extranjeros a titulares de cuentas extranjeras en divisas convertibles, con adeudo de su importe o equivalencia en las expresadas cuentas.

5. Venta de billetes extranjeros a no residentes contra entrega de billetes españoles:

— Hasta 100.000 pesetas, sin necesidad de justificación previa.

— Por cuantía superior a 100.000 pesetas, pero inferior a 500.000 pesetas, previa exhibición ante la Entidad delegada, ya sea de los «boletines de cambio» que acrediten que durante su estancia en España cambiaron previamente divisas en pesetas, ya sea del resguardo de la declaración ante la aduana de entrada, si entraron en territorio español con más de 100.000 pesetas.

— Por cuantía superior a 500.000 pesetas, previa presentación del resguardo de la declaración ante la aduana de entrada o documento bancario o administrativo que acredite el origen de los fondos, y, además, los justificantes de cambio («boletines de cambio»), si lo introducido en España hubieran sido divisas.

NORMA VIGESIMO PRIMERA (\*).

NORMA VIGESIMO SEGUNDA (\*).

#### **IV. ENVIO Y RECEPCION AL/DEL EXTERIOR DE BILLETES, MONEDA METALICA Y EFECTOS (\*)**

NORMA VIGESIMO TERCERA (\*).

NORMA VIGESIMO CUARTA (\*).

#### **V. NORMAS FINALES**

NORMA VIGESIMO QUINTA

La correspondencia y todo tipo de información que se produzca dentro del marco de la presente Circular deberán dirigirse a la Oficina de Servicios de Administración

e Información — Departamento Internacional del Banco de España.

Los datos relativos a las operaciones de los mercados de divisas de contado deberán tener entrada en el Banco de España, dentro de los ocho días hábiles siguientes a la fecha final de cada decena.

Los datos correspondientes a las operaciones con billetes extranjeros deberán tener entrada, dentro de los ocho días hábiles siguientes a la fecha final de cada mes.

#### **NORMA VIGESIMOSEXTA**

La presente Circular entrará en vigor a los veinte días de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*, en cuya fecha quedarán derogadas las Circulares 27/1987, de 20 de octubre, y 9/1988, de 28 de junio, así como las Normas Primera, Segunda, Tercera y Cuarta de la Circular 14/1989, de 27 de julio.

#### **NOTA**

(\*) Derogadas, Circular 3/1992, de 15 de enero (BOE de 22 de enero de 1992).



---

## **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.<sup>a</sup>1 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.<sup>a</sup> 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 DEMÁS 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.

## COLABORADORES

---

**ALONSO PEREZ, José Luis.** Director General y Tesorero del Grupo Banco Exterior, en el que ha desarrollado toda su trayectoria profesional, habiendo asimismo ejercido las funciones de responsable de Arbitrajes, Divisas, Relaciones Bancarias y Financiación Internacional, entre otras. Ha sido Presidente del Forex Club Español y en la actualidad es Presidente del Banco Exterior Nederland.

**ALVAREZ PASTOR, Daniel.** Nació en Segovia en 1936. Es Doctor en Derecho y Técnico de Administración Civil del Estado (excedente), Profesor de Derecho Mercantil del Centro Universitario de Estudios Financieros (CUNEF), académico correspondiente de la Real Academia de Legislación y Jurisprudencia y abogado en ejercicio del Ilustre Colegio de Madrid. Ha prestado servicios en la Presidencia del Gobierno, Ministerio de Agricultura y Ministerio de Comercio, donde ocupó el cargo de Director del Servicio de Legislación en la Dirección General de Transacciones Exteriores. Autor de numerosos trabajos sobre control de cambios. En la actualidad se dedica al ejercicio libre de la abogacía desde el año 1976.

**EGUIDAZU PALACIOS, Fernando.** Nació en Bilbao en 1944. Es Licenciado en Derecho y Ciencias Económicas, y Técnico Comercial y Economista del Estado. Ha ocupado diversos cargos en el Ministerio de Comercio. Entre 1973 y 1976 fue miembro del Comité de Mercados Financieros y del Comité de Asuntos Monetarios y de Cambios de la OCDE. Autor de numerosos trabajos sobre el control de cambios y economía internacional. Ha sido Jefe del Gabinete Técnico del Ministerio de Comercio y Turismo; Jefe del Gabinete Técnico del Ministro de Economía y Comercio, y Director General de Ordenación Económica. Actualmente, es Director General del Transacciones Exteriores del Ministerio de Economía y Hacienda.

**FERNANDEZ RODRIGUEZ, Amancio.** Nació en 1951. Estudios de Economía, Derecho y Periodismo en Madrid. Periodista y colaborador de diversas publicaciones sobre economía y finanzas. Desde 1986 es Redactor Jefe de Economía de *ABC*, diario en cuya Redacción ingresó en 1982. Es miembro de la Junta Directiva de la Asociación de Periodistas de Información Económica, APIE.

**LINDE, Luis M.** Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Madrid, Técnico Comercial y Economista del Estado. Ha sido Secretario General Técnico del Ministerio de Economía y Comercio, y desde 1987 es Director General del Departamento Extranjero del Banco de España.

**NOLTE ARAMBURU, Manfred.** Nació en Bilbao, en 1944. Es Licenciado y Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad del País Vasco. Comenzó su carrera profesional en 1969 como Director de una agencia de aduanas. En 1971 pasó al Banco Guipuzcoano como Director de su área de internacional. Ingresó en la Caja de Ahorros Municipal de Bilbao, en el año 1978, como Subdirector General. Director General Adjunto en 1988. Con motivo del proceso de fusión de las cajas Municipal de Bilbao y Vizcaína, es designado, en mayo de 1989, Director General de la Bilbao Bizkaia Kutxa, nueva caja resultante de la fusión de las dos anteriormente citadas, cargo que desempeña en la actualidad. Es profesor extraordinario de la Universidad de Deusto.

**ONTIVEROS BAEZA, Emilio.** Catedrático de Economía de la Empresa en la Universidad Autónoma de Madrid, de la cual ha sido Vicerrector durante cuatro años. Ha sido Director General de Analistas Financieros Internacionales, S. A., empresa en la que ahora ocupa el cargo de Consejero Delegado. Director de la revista *Economistas*, del Colegio de Madrid, de cuya directiva ha sido miembro. Es autor de varios libros y numerosos artículos sobre mercados financieros internacionales y gestión financiera internacional. Ha dirigido la colección de libros de economía de H. Blume Ediciones.

**SANCHEZ-PEDREÑO MARTINEZ, Antonio.** Nació en Murcia en 1931. Intendente Mercantil (Madrid, 1951); Licenciado en Ciencias Económicas (Madrid, 1954); Research Student en el Trinity College (Cambridge, 1955). En 1958 ingresó en el Servicio de Estudios del Banco de España, del que fue nombrado Subdirector en 1965. Ha sido Director General Adjunto del Banco de España entre 1969 y 1975, fecha en la que fue nombrado Director General del propio Banco. Desde 1987 es Consejero Delegado del Banco Atlántico.

**VECIANA VERGES, Alberto.** Cincuenta y tres años. Después de terminar los estudios de Bachillerato Superior, inició su carrera profesional en el Banco Exterior de España en Barcelona, siendo posteriormente destinado a su filial en Londres. Desde 1966, trabaja en el Grupo Deutsche Bank, donde ha ocupado diversos cargos en Francfort, Bogotá y Barcelona. Actualmente es Director de Tesorería y Cambios de Bancotrans, perteneciente también al Grupo Deutsche Bank, con sede en Madrid.

**CAJAS DE AHORROS  
CONFEDERADAS**

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL  
DE ALBACETE  
**ALBACETE**

CAJA DE AHORROS  
DEL MEDITERRANEO  
**ALICANTE**

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL  
DE ALICANTE Y VALENCIA  
**ALICANTE**

CAJA DE AHORROS DE AVILA  
**AVILA**

MONTE DE PIEDAD  
Y CAJA GENERAL DE AHORROS  
DE BADAJOZ  
**BADAJOZ**

CAJA DE AHORROS  
Y PENSIONES  
DE BARCELONA  
**BARCELONA**

CAJA DE AHORROS DE CATALUÑA  
**BARCELONA**

BILBAO BIZKAIA KUTXA  
**BILBAO**

CAJA DE AHORROS  
Y MONTE DE PIEDAD  
DEL CIRCULO CATOLICO  
DE OBREROS DE BURGOS  
**BURGOS**

CAJA DE AHORROS MUNICIPAL  
DE BURGOS  
**BURGOS**

CAJA DE AHORROS  
Y MONTE DE PIEDAD DE EXTREMADURA  
**CACERES**

CAJA DE AHORROS Y PRESTAMOS  
DE CARLET  
**CARLET (VALENCIA)**

CAJA DE AHORROS  
DE VALENCIA, CASTELLON  
Y ALICANTE (BANCAJA)  
**CASTELLON**

MONTE DE PIEDAD  
Y CAJA DE AHORROS DE CORDOBA  
**CORDOBA**

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS  
DE CORDOBA  
**CORDOBA**

CAJA DE AHORROS DE GALICIA  
**LA CORUÑA**

CAJA DE AHORROS  
DE CUENCA Y CIUDAD REAL  
**CUENCA**

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL  
DE GIRONA  
**GIRONA**

CAJA GENERAL DE AHORROS  
Y MONTE DE PIEDAD DE GRANADA  
**GRANADA**

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL  
DE GUADALAJARA  
**GUADALAJARA**

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS  
DE JAEN  
**JAEN**

CAJA DE AHORROS DE JEREZ  
**JEREZ DE LA FRONTERA (CADIZ)**

CAJA ESPAÑA DE INVERSIONES  
**LEON**

CAJA DE AHORROS DE LA RIOJA  
**LOGROÑO**

CAJA DE AHORROS  
Y MONTE DE PIEDAD DE MADRID  
**MADRID**

CAJA DE AHORROS DE RONDA,  
CADIZ, ALMERIA, MALAGA  
Y ANTEQUERA (UNICAJA)  
**MALAGA**

CAJA DE AHORROS COMARCAL  
DE MANLLEU  
**MANLLEU (BARCELONA)**

CAJA DE AHORROS DE MANRESA  
**MANRESA (BARCELONA)**

CAJA DE AHORROS LAYETANA  
**MATARO (BARCELONA)**

CAJA DE AHORROS DE MURCIA  
**MURCIA**

CAJA DE AHORROS  
Y MONTE DE PIEDAD  
DE ONTENIENTE  
**ONTENIENTE (VALENCIA)**

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL  
DE ORENSE  
**ORENSE**

CAJA DE AHORROS DE ASTURIAS  
**OVIEDO**

CAJA DE AHORROS  
Y MONTE DE PIEDAD  
DE LAS BALEARES  
**PALMA DE MALLORCA**

CAJA INSULAR DE AHORROS  
DE CANARIAS  
**LAS PALMAS DE GRAN CANARIA**

<p>CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD MUNICIPAL DE PAMPLONA <b>PAMPLONA</b></p> <p>CAJA DE AHORROS DE NAVARRA <b>PAMPLONA</b></p> <p>CAJA DE AHORROS DE POLLENSA <b>POLLENSA</b> (BALEARES)</p> <p>CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE PONTEVEDRA <b>PONTEVEDRA</b></p> <p>CAJA DE AHORROS DE SABADELL <b>SABADELL</b> (BARCELONA)</p> <p>CAJA DE AHORROS Y SOCORROS DE SAGUNTO <b>SAGUNTO</b> (VALENCIA)</p> <p>CAJA DE AHORROS DE SALAMANCA Y SORIA <b>SALAMANCA</b></p> <p>CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE GUIPUZCOA Y SAN SEBASTIAN <b>SAN SEBASTIAN</b></p> <p>CAJA GENERAL DE AHORROS DE CANARIAS <b>SANTA CRUZ DE TENERIFE</b></p> <p>CAJA DE AHORROS DE SANTANDER Y CANTABRIA <b>SANTANDER</b></p> <p>CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE SEGOVIA <b>SEGOVIA</b></p> <p>MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE HUELVA Y SEVILLA <b>SEVILLA</b></p> <p>CAJA SAN FERNANDO <b>SEVILLA</b></p> <p>CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE TARRAGONA <b>TARRAGONA</b></p> <p>CAJA DE AHORROS DE TERRASSA <b>TERRASSA</b> (BARCELONA)</p> <p>CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE TOLEDO <b>TOLEDO</b></p> <p>CAIXA VIGO <b>VIGO</b> (PONTEVEDRA)</p>	<p>CAJA DE AHORROS DEL PENEDES <b>VILAFRANCA DEL PENEDES</b> (BARCELONA)</p> <p>CAJA DE AHORROS DE VITORIA Y ALAVA (CAJA VITAL) <b>VITORIA</b></p> <p>CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE ZARAGOZA, ARAGON Y RIOJA (IBERCAJA) <b>ZARAGOZA</b></p> <p>CAJA DE AHORROS DE LA INMACULADA DE ARAGON <b>ZARAGOZA</b></p>	
---	--	--

## PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

### Ultimos números publicados:

- N.º 44. Transformación financiera en España.
- N.º 45. La España desigual de las Autonomías
- N.º 46. Cajas de Ahorros: el reto de los años noventa
- N.º 47. Cajas de Ahorros: estrategias ante el futuro
- N.º 48. Sector público y mercado único
- N.º 49. Los mercados financieros españoles
- N.º 50. Sectores productivos españoles. Crónica fin de siglo
- N.º 51. Balance económico de las autonomías

## Suplementos sobre el sistema financiero de

## PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

### Ultimos números publicados:

- N.º 32. La fiscalidad de las operaciones y mercados financieros.
- N.º 33. Política monetaria, política presupuestaria y mercados financieros.
- N.º 34. La nueva Bolsa.
- N.º 35. La inversión colectiva y la distribución de la deuda pública: los Fondtesoro.
- N.º 36. Compensación y liquidación de valores mobiliarios
- N.º 37. Las entidades financieras ante la Unión Económica y Monetaria.
- N.º 38. Libertad de movimientos de capitales. Aspectos cambiarios y fiscales.
- N.º 39. El mercado de divisas en España.

## ECONOMIA DE LAS COMUNIDADES AUTONOMAS

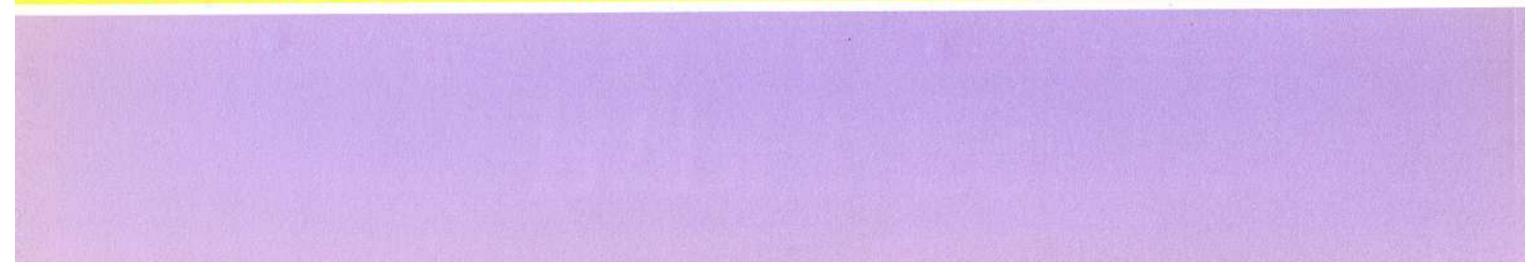
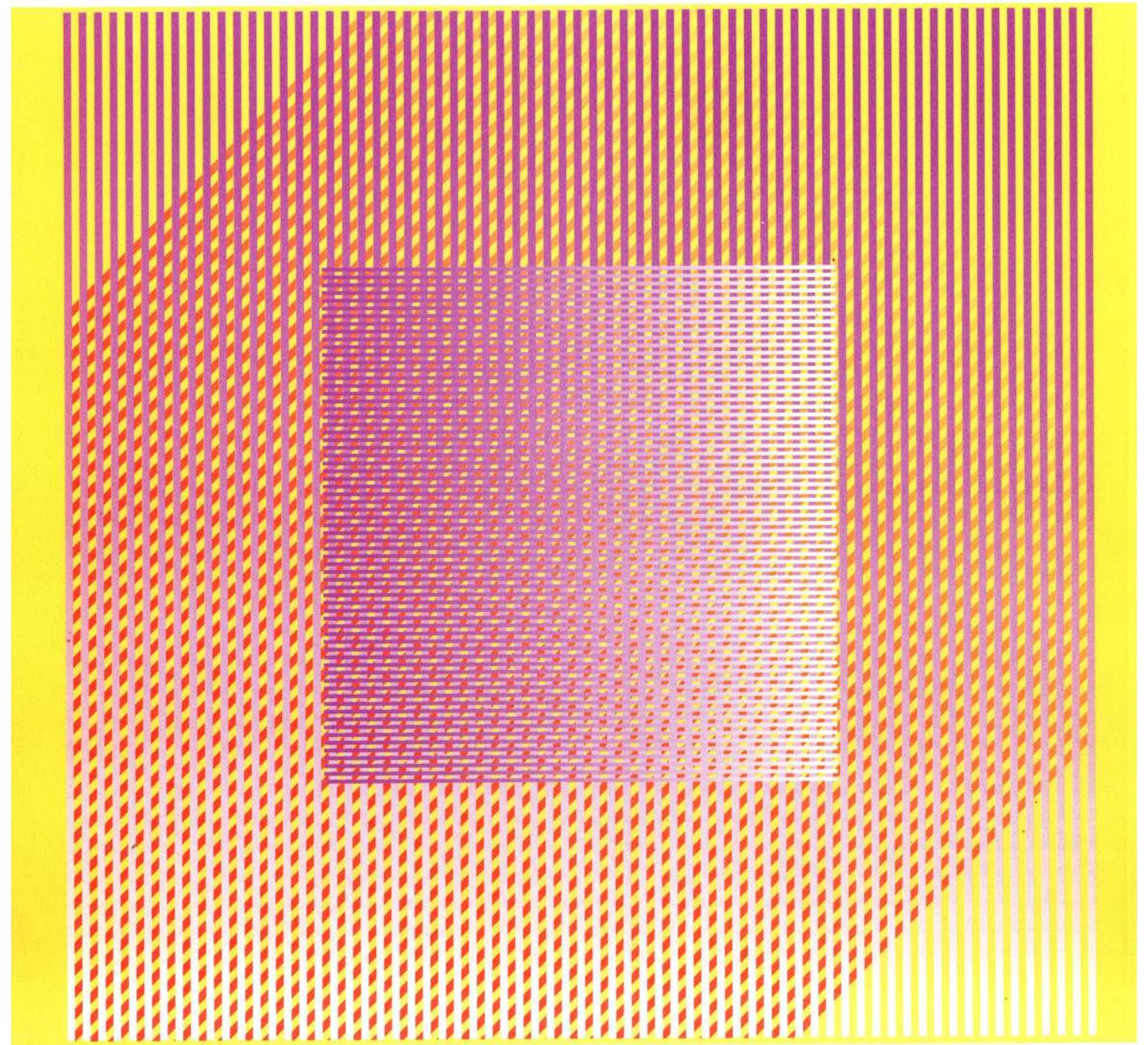
### Ultimos números publicados:

- N.º 6. Navarra.
- N.º 7. Murcia.
- N.º 8. Baleares.
- N.º 9. País Vasco.
- N.º 10. Aragón.

## ESTUDIOS DE LA FUNDACION

- N.º 1. La política agrícola común y su aplicación en España.
- N.º 2. El debate sobre la flexibilidad del mercado de trabajo.
- N.º 3. Comentarios a la Ley de disciplina e intervención de las entidades de crédito.
- N.º 4. La localización industrial en España. Factores y tendencias.
- N.º 5. Comentarios a la Ley de disciplina e intervención de las entidades de crédito (segunda edición revisada)





## PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

### ULTIMOS NUMEROS PUBLICADOS

- Núm. 44: Transformación Financiera en España  
Núm. 45: La España desigual de las Autonomías  
Núm. 46: Cajas de Ahorros: el reto de los años noventa  
Núm. 47: Cajas de Ahorros: estrategias ante el futuro  
Núm. 48: Sector público y mercado único  
Núm. 49: Los mercados financieros españoles  
Núm. 50: Sectores productivos españoles.  
Crónica fin de siglo  
Núm. 51: Balance económico de las autonomías

#### «PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA»

Juan Hurtado de Mendoza, 14, 28036 Madrid. Teléf. 350 44 00.

#### BOLETIN DE SUSCRIPCION

##### AÑO 1991

- Número suelto ..... 2.000 (\*)  
 Suscripción números 46, 47, 48, 49 ..... 6.800 (\*)  
 Extranjero ..... 8.000

##### AÑO 1992

- Número suelto ..... 2.000 (\*)  
 Suscripción números 50, 51, 52, 53 ..... 6.800 (\*)  
 Extranjero ..... 8.000

(\*) Incluido 6 % I.V.A.

El pago lo efectuaré:

Contra reembolso del primer envío     Giro postal Núm. ....     Talón bancario adjunto.

Domiciliación bancaria (facilitenos sus datos y autorización en hoja aparte)

Nombre o Razón Social .....

Actividad o Departamento .....

Domicilio .....

Ciudad .....

Fecha .....

..... Teléfono .....

..... D.P. .... Provincia o país .....

..... Firma o sello,