

# LA NUEVA REGULACION DEL MERCADO DE DIVISAS EN ESPAÑA

En el período 1985-1987 se han registrado tales cambios en la regulación del mercado de divisas en España que bien podemos decir que, a la altura de los primeros meses de 1988, la operativa de nuestra banca, y la del propio banco emisor, es tan distinta a la de los últimos diez años que realmente nos encontramos ante un mercado de divisas diferente. Esta es la tesis que en el presente artículo propugnan **Luis M. Linde y Gonzalo Gil** a través de un análisis pormenorizado de la evolución de nuestro mercado de divisas en el período señalado, tras fijar sus principales características entre el comienzo de los años setenta y 1985.

## INTRODUCCION

**L**a regulación del mercado español de divisas ha registrado cambios tan profundos en los años 1985-87 que podemos decir que hoy, abril de 1988, disponemos de *otro* mercado de divisas y que la operativa de nuestra banca y del propio Banco de España presenta diferencias muy profundas con la que ha venido siendo habitual durante, para no ir más lejos, el último decenio. La operativa en moneda extranjera de nuestras entidades ha pasado, y está todavía pasando, por una especie de «revolución» a través de la cual sus posibilidades de actuación y también, desde luego, sus riesgos se han ampliado muy considerablemente, pues el sentido de las modificaciones introducidas en la regulación del mercado ha sido la liberalización y la aproximación a los modelos operativos vigentes en los países de la CEE.

Para que el lector no especializado pueda situar sus puntos de referencia esenciales, empezaremos recordando muy breve-

mente que las características que habían venido definiendo nuestro mercado de divisas desde comienzos de los años 70 eran, en resumen, las siguientes:

1) Las posiciones «largas» divisa/peseta, o posiciones activas en moneda extranjera financiadas con pesetas, que las entidades delegadas podían mantener, estaban severamente limitadas en sus importes absolutos, importes que no podían sobrepasarse sin autorización expresa e individual del Banco de España.

2) Las posiciones «cortas» peseta/divisa, o posiciones activas en pesetas financiadas con pasivos en moneda extranjera, estaban estrictamente prohibidas o, lo que es lo mismo, las entidades delegadas no podían generar liquidez en pesetas mediante la toma de fondos pasivos en moneda extranjera y su venta contra pesetas en nuestro mercado.

3) Aunque los tipos de cambio a aplicar en la operativa interbancaria eran libres, los tipos a aplicar en la operativa con la clientela no bancaria eran, hasta 1985, obligatoriamente, los obtenidos en la sesión oficial o sesión de *fixing* del mercado de divisas,

de tal modo que la competencia entre entidades se ejercitaba a través de las comisiones y gastos; después de 1985, los tipos derivados del *fixing* tuvieron la consideración de «máximo vendedor» y «mínimo comprador», es decir, hubo una cierta flexibilización, pero seguía sin existir libertad de tipos.

4) En la toma de recursos en moneda extranjera y su colocación en activos denominados también en moneda extranjera, se aplicaban límites muy estrictos tanto al volumen de pasivos o recursos en moneda extranjera, en relación a los recursos propios de cada entidad, como a la relación entre plazo de vencimiento de pasivos y plazo de vencimiento de activos (lo que en la jerga se denomina «reglas de transformación»), todo ello a fin de controlar el riesgo de la operativa en moneda extranjera de nuestras entidades, que además tenían limitada a depósitos la forma en que podían captar pasivos en moneda extranjera.

5) Estaba también estrictamente prohibida la asunción de riesgos de cambio —salvo por importes mínimos— en la toma de recursos y su colocación en moneda extranjera.

6) En el mercado a plazo de divisas, aunque la regulación se fue liberalizando paulatinamente a lo largo de los años 70 y comienzo de los 80, lo cierto es que hasta la reforma acometida en la Circular del Banco de España n.º 18/85 se mantuvo como limitación esencial el que los residentes españoles sólo podían comprar a plazo divisas para cubrir los riesgos de cambio en las operaciones de importación, sometidas, además, tales compras de divisas a requisitos formales

y documentales de orientación bastante restrictiva.

Pero, además de este conjunto de normas que han regulado y limitado severamente la operativa bancaria en moneda extranjera y, en parte, a consecuencia de esas mismas normas, se había venido manteniendo, desde el restablecimiento del mercado de divisas en 1961, una intervención permanente del Banco de España en el mercado de divisas al contado (ocasionalmente, también en el de plazo), intervención materializada en una presencia *constante* del Banco de España como principal *market maker*, en el cual, de hecho, se apoyaban todas las demás entidades. Esta presencia permanente del Banco de España en el mercado de divisas al contado ha hecho que toda la actividad de éste girase decisivamente en torno a las cotizaciones del propio Banco de España.

En definitiva, tanto las normas que regulaban la actividad en moneda extranjera de las entidades delegadas (1) como la intervención continua del Banco de España para regular las cotizaciones, han venido conformando, de hecho, un desarrollo de la actividad en moneda extranjera relativamente menos intenso que el de la actividad en pesetas y al comenzar el presente decenio algo alejado de lo que era normal en los países de la CEE.

Pues bien, como veremos, este conjunto de restricciones y límites ha desaparecido, y puede decirse que el marco normativo y operativo de nuestro mercado de divisas hoy, tanto en plazo como en contado, es análogo al que pueda existir en otros países de la CEE que han avanzado también recientemente en la desaparición o suavización de los con-

troles de cambio —Francia e Italia—, y no muy distinto del que existe en países que, como Gran Bretaña, Alemania u Holanda, los han abolido por completo.

A continuación explicaremos con algún detalle el contenido de las reformas aprobadas durante el pasado año para terminar comentando sus implicaciones económicas y la experiencia obtenida en relación con los problemas de coordinación de política monetaria y cambiaria.

## I. RIESGOS DE CAMBIO

Si diversas medidas adoptadas en el período 1985-87 han contribuido a modificar nuestro mercado de cambios y a ampliar las posibilidades operativas de las entidades delegadas, es ésta de los «riesgos de cambio» la que en el período transcurrido, y en el contexto de la situación monetaria interior, ha producido los efectos más notorios.

Hasta los inicios de 1987, las posibles operaciones de la banca en moneda extranjera estaban estrictamente limitadas en unos casos y prohibidas en otros. En efecto, las «posiciones largas», esto es, la posibilidad de tomar posiciones en divisas financiadas con pesetas, tenían unos límites absolutos, dependientes de la actividad del banco en cuestión, pero, en cualquier caso, muy bajos.

Por otro lado, las «posiciones cortas» en divisas, o lo que es lo mismo, la posibilidad de generar en el mercado interbancario posiciones activas en pesetas financiadas mediante endeudamiento en moneda extranjera, estaban prohibidas.

Esta situación cambia comple-

tamente con la nueva regulación, que a continuación se comentará. A partir de comienzos de 1987, y con las vicisitudes que se analizarán más adelante, las entidades tienen la posibilidad de mantener tanto posiciones «cortas» como «largas», sometidas a determinadas regulaciones que, en general, tienden a procurar que no se produzca una excesiva asunción de riesgos en esta operativa.

Es evidente que estas nuevas posibilidades alterarán, han alterado ya de hecho, el balance del sistema frente al exterior, debido a que ahora han empezado a jugar una serie de factores —diferenciales de tipos de interés, expectativas, etc.— que, aun habiendo estado siempre presentes, no podían determinar ningún cambio importante de actitud en las entidades bancarias, ya que la normativa existente lo impedía. Ahora, en cambio, sí que están actuando y, al tiempo que ofrecen nuevas oportunidades, amplían el grado de riesgo a asumir y hacen más complicada la tarea de instrumentación de la política monetaria.

Volviendo al plano más concreto en que debe desarrollarse este epígrafe, y además de las «definiciones» recogidas en el cuadro n.º 1, esta nueva normativa de riesgos de cambio tiene las siguientes características:

1. Establece la posibilidad de mantenimiento de posiciones «cortas» de contado, antes rigurosamente prohibidas. Amplía de forma sustancial el límite para mantener posiciones largas.

2. Fija unos límites iniciales mínimos dividiendo las entidades en tres grupos y permite el ajuste semestral de aquéllos. Además, cualquier entidad que se considere con capacidad suficiente po-

## CUADRO N.º 1

### DEFINICIONES

A

Activo patrimonial  
Productos  
Compromisos de compra

P

Pasivo patrimonial  
Costes  
Compromisos de venta

#### No incluye:

Inversiones permanentes en participaciones (incluidas dotaciones), inmovilizado en el extranjero financiado con pesetas y la financiación de tales participaciones e inmovilizado.

#### Abarca:

Entidades españolas, negocio total.  
Entidades extranjeras, negocio en España

#### Norma:

$A \neq P$ . Posición abierta  $\left\{ \begin{array}{l} \text{larga } A > P \\ \text{corta } A < P \end{array} \right.$

#### Límites:

Sólo a las posiciones abiertas y en función de recursos propios. Dos límites: a) Posición abierta en cada divisa (incluyendo pesetas); b) Suma de las posiciones abiertas, cortas o largas, en las distintas monedas, incluyendo pesetas.

y ventas a plazo de divisas contra pesetas más la compra a plazo de divisa contra divisa, y se le aplica un coeficiente del 0,25 por 100; y b) también por el 50 por 100, la suma de posiciones abiertas en moneda extranjera (sin tener en cuenta el signo), aplicándose un coeficiente del 1 por 100 en cuanto a la dotación de recursos propios necesaria.

La regulación tradicional de las posiciones de las entidades delegadas ha venido impidiendo que en nuestro mercado de divisas apareciesen auténticos creadores de mercado independientes, siendo el Banco de España el que debía ofrecer, mediante su presencia continua, la necesaria contrapartida que permitiese el funcionamiento del mismo. Baste decir aquí que el cambio en el sistema de intervención, que se analizará más adelante, requería como paso previo el permitir la asunción de posiciones por parte de las entidades delegadas.

Esto es lo que ha hecho la nueva regulación de riesgos de cambio, permitiendo a las entidades una capacidad de actuación que antes no tenían. Pero la importancia de este cambio va más allá de ofrecer simplemente una nueva posibilidad operativa. Lo cierto es que con esta nueva posibilidad de actuación la autonomía de la política monetaria se ve parcialmente reducida, ya que este mecanismo permite una directa conexión entre el mercado monetario interior y los exteriores, desencadenando flujos de fondos cuando el diferencial de tipos de interés se acentúa. Es, en resumen, una vía de escape a la restricción monetaria que hace más compleja la instrumentación por parte del Banco de España. Sobre este tema se volverá en la última parte.

drá solicitar la ampliación del límite común en principio asignado.

3. Dichos límites deben cumplirse en todo momento, y en cualquier caso al cierre de las operaciones del día.

4. El tratamiento de los ries-

gos derivados de estas operaciones se homogeneiza con el que se da a las restantes operaciones bancarias. A tal efecto, dentro de la clasificación de riesgos y coeficientes de recursos propios a aplicar que señala la regulación general (2), se incluyen: a) por el 50 por 100, la suma de compras

## II. TOMA Y CAPTACION DE RECURSOS EN MONEDA EXTRANJERA

La regulación vigente en este tema databa de 1979 (3) y, aunque suponía una indudable mejora sobre la regulación precedente, todavía contenía algunas cautelas basadas tanto en las circunstancias del momento como en la corta experiencia de nuestras instituciones en este terreno.

Muy brevemente, y con el fin de tener un punto de comparación para valorar lo que ha supuesto la nueva regulación de 1987, puede recordarse que aquel marco normativo implicaba las siguientes cautelas (4).

a) Prohibición de cualquier fuente de *funding* que no fueran los depósitos.

b) Limitación del endeudamiento en moneda extranjera a un porcentaje de los recursos propios (inicialmente el 200 por 100 y posteriormente el 300 por 100).

c) Limitación de las formas de colocación de los recursos en moneda extranjera, constreñida a depósitos bancarios y «préstamos» en el exterior, y a la financiación de importaciones, exportaciones y préstamos a favor de residentes debidamente autorizados.

d) Limitaciones a la «transformación», mediante la exigencia de elevadas simetrías de vencimientos de activos y pasivos (hasta 1979, los recursos obtenidos hasta tres meses no podían colocarse sino a plazo igual o menor que el de su obtención, y los obtenidos entre tres meses y un año sólo podían colocarse a pla-

zo superior al año en un 25 por 100 de su importe global).

e) Perfecta simetría entre la composición por monedas de activos y pasivos, mediante la exigencia de cobertura a plazo en caso de colocación en divisa distinta a la de los fondos obtenidos.

f) Fuertes limitaciones al riesgo, de cualquier naturaleza, con no residentes, que en ningún caso habría de superar el menor de los dos siguientes límites: el 5 por 100 de los recursos en moneda extranjera de la entidad delegada en cuestión, o el 20 por 100 de los recursos propios o patrimonio neto del prestatario no residente.

Frente a todo lo anterior, la nueva normativa, que sirve de base a las operaciones de las entidades delegadas en este campo desde mediados de 1987, puede resumirse muy sencillamente —y esta es la muestra más clara de su carácter— diciendo que las entidades podrán:

- endeudarse libremente en moneda extranjera, sin límites cuantitativos y sin restricciones a los instrumentos de deuda generados ni al grado de «transformación» que puedan efectuar;

- colocar, también libremente, con residentes y no residentes, los recursos obtenidos, sin otras limitaciones que las derivadas de la normativa general respecto a exigencia de dotaciones de recursos propios por categorías de activos.

## III. MERCADO DE DIVISAS, CONTADO Y PLAZO

La liberalización de nuestra regulación de cambios y su homo-

logación con las vigentes en la mayor parte de los países comunitarios se ha extendido también, durante este período, a las normas de actuación de las entidades delegadas, tanto en el mercado al contado de divisas como en el mercado a plazo, y a las operaciones con billetes extranjeros.

### 1. Mercado al contado

Aunque las operaciones de mercado al contado pueden tener lugar tanto entre entidades delegadas como entre entidades delegadas y residentes o no residentes no bancarios, y con el Banco de España, el cambio producido en estas últimas se tratará con posterioridad, tanto por su importancia como porque queda al margen de la nueva regulación aquí comentada (5).

Los cambios más importantes introducidos son los siguientes (6):

a) Establece la libertad de tipos de cambio a aplicar por la banca a su clientela para las operaciones de valor superior a 20 millones de pesetas; para las operaciones de valor inferior al citado, se mantiene el carácter actual de los tipos de cambio oficiales, fijados por el Banco de España de acuerdo con los resultados de la sesión diaria del *fixing*, es decir, que estos tipos de cambio siguen teniendo el carácter de límites: el tipo oficial vendedor es el máximo y el tipo oficial comprador sigue teniendo el carácter de mínimo. En las operaciones valor mismo día y valor día hábil siguiente los cambios aplicables seguirán siendo libres.

b) También se modifica el orden de cotización de las divisas en la sesión oficial del *fixing*, manteniéndose en primer lugar el dó-

lar USA, pero cotizándose a continuación todas las monedas de la CEE. Este cambio en el orden de cotización se adopta ante la eventualidad de que el Banco de España pueda intervenir en la sesión del *fixing* no sólo en dólares USA, sino además en otras divisas. Al tiempo, se inicia la cotización del ECU en la sesión oficial, con lo que desaparecen las restricciones para su uso en operaciones comerciales.

c) Al mismo tiempo, se establece la cotización de todas las divisas directamente contra pesetas, práctica que es habitual en los países europeos con respecto a su propia moneda, en vez de seguir calculándolas mediante el cruce de las cotizaciones Ptas/dólares, divisas/dólares.

d) Por último, y esto tiene una especial importancia a la hora de conocer la situación de las entidades, la información que éstas deben enviar sobre sus posiciones al contado se ha modificado; tanto en la comunicación decenal como en el avance diario de información deben desglosar la posición en:

Valor vencido  
Valor un día  
Valor dos días

en vez de recogerlos integrados en una sola cifra como se hacía hasta ahora.

## 2. Mercado a plazo

Las modificaciones introducidas en el mercado a plazo han tenido un doble objetivo: por un lado, ampliar las operaciones que podían ser susceptibles de la mencionada cobertura, y, por otro, tratar de simplificar lo más posible toda la operativa de este mercado. Puede decirse, pues, que en este momento los residentes

pueden cubrir a plazo los ingresos o pagos procedentes de cualquier transacción de balanza de pagos, y pueden hacerlo de una forma mucho más sencilla que antes.

Las modificaciones más importantes son las siguientes:

a) En primer lugar, se faculta a los residentes en España para que puedan adquirir divisas a plazo por cualquier concepto de balanza de pagos, eliminando las restricciones que aún quedaban en relación con algunas operaciones de servicios, de transferencias y de capital. Por ejemplo, anteriormente los residentes no podían adquirir divisas a plazo para cubrir futuras inversiones en el exterior o gastos de transferencia, lo cual ahora ya es posible.

b) En segundo lugar, se da libertad a la banca y a su clientela para que fijen los plazos de vencimiento de las coberturas; en la actualidad sólo estaban permitidas las coberturas a más de doce meses para exportaciones e importaciones de mercancías.

c) Se permite a la banca delegada la modificación de la fecha de vencimiento de los contratos a plazo cuando exista causa acreditada por el cliente para ello, sin necesidad de pedir, como hasta ahora, la autorización del Banco de España.

d) A partir de ahora, no se requiere la presentación de ningún documento para contratar operaciones a plazo.

Hasta ahora, se exigía la presentación previa en la entidad delegada de los documentos justificativos de la transacción para la cual se solicitaba cobertura.

Ahora, cuando llegue el vencimiento de la operación a plazo y

ésta se transforme en contado, el particular deberá presentar la documentación justificativa que hubiese tenido que presentar en el caso de realización de un pago al contado directamente.

e) Por último, en las operaciones de venta de divisas a plazo a no residentes contra pesetas convertibles, el primer contrato no podrá ser por un plazo inferior a un mes. Anteriormente eran dos meses de límite mínimo.

## IV. LA INTERVENCION DEL BANCO DE ESPAÑA EN EL MERCADO DE DIVISAS

Como ya se mencionó en la introducción, una de las características fundamentales de nuestro mercado de divisas, prácticamente desde su restablecimiento en 1961, ha venido siendo la continua presencia, primero del IEME y, después, del Banco de España en el mismo, como principal *market maker*, de hecho, como el *market maker* en torno al cual giraba toda la actividad de las entidades delegadas.

En efecto, desde el restablecimiento, a comienzos de los sesenta, del mercado de divisas al contado de España, es decir, desde el restablecimiento de la posibilidad legal para las entidades de crédito de operar en moneda extranjera, y con el fin de apoyar ese incipiente mercado y de colaborar a su evolución ordenada, primero el IEME y, desde su desaparición, el Banco de España han venido interviniendo constantemente en el mismo a través de lo que podíamos denominar una «intervención pasiva permanente», distinta de la «intervención activa ocasional», ex-

presiones que nos apresuraremos a explicar a continuación.

Mediante su intervención «pasiva permanente» el Banco de España ha estado siempre presente con sus cotizaciones en el mercado, cotizaciones referidas prácticamente siempre al dólar USA, única moneda de intervención, aceptando las ofertas y demandas que, a los tipos por él anunciados, le dirigían las diversas entidades.

Es decir, la intervención consistía en que la sala de cambios del Banco de España respondía sistemáticamente a todas las peticiones de precio que le dirigían las entidades y, a los precios anunciados, operaba efectivamente con las mismas, con una característica importante adicional: la de aceptar operaciones de volumen bastante importante sin modificar la cotización anunciada, una diferencia obvia con la actividad de las entidades que normalmente «no resisten» sin modificar sus tipos volúmenes de transacción tan importantes.

Este hecho, esta continua existencia en el mercado de divisas de unos precios de compra y venta de dólares a los que el Banco de España se comprometía a comprar o vender (7) hacía, como ya hemos indicado, que las cotizaciones del Banco de España fueran en todo momento el punto de referencia obligado para todas las entidades, de tal modo que los tipos ofrecidos en el mercado se mantenían siempre dentro del espacio delimitado por los tipos de intervención.

La intervención permanente del Banco de España en el mercado jugó un papel seguramente decisivo para su desarrollo y consolidación, así como para resistir, en los años setenta y comienzos de los ochenta, los diversos ven-

davales internos y externos que han afectado a nuestra balanza de pagos; es muy probable que aunque el IEME o el Banco de España hubieran deseado mantener un sistema diferente de intervención, la vuelta a este sistema de «tutela continua» del mercado hubiera sido inevitable, dadas las circunstancias, internas y externas, así como las regulaciones que limitaban notablemente la posibilidad de que las entidades pudieran operar con independencia del Banco de España.

Sin embargo, los cambios introducidos en esa normativa, la nueva situación de nuestra balanza de pagos y la liberalización progresiva de los controles de cambio han hecho posible pasar a un sistema de intervención semejante al que se utiliza en casi todos los demás bancos centrales de los países de la CEE. Este nuevo sistema consiste en que el Banco de España ya no está siempre presente en el mercado, publicando tipos de compra y venta de la divisa de intervención, sino que intervendrá en el mercado sólo cuando la evolución de las cotizaciones lo aconseje en función de los objetivos de la política cambiaria y monetaria; a esto es a lo que llamábamos «intervención activa ocasional».

El cambio puede parecerle al no profesional de importancia secundaria, pero podemos decir que no es así. Se trata de un cambio esencial, que significa la «mayoría de edad» de nuestro mercado de divisas y de nuestras entidades en el negocio de moneda extranjera.

Por supuesto, el sistema de «intervención activa ocasional» en modo alguno significa que el Banco de España no va a intervenir, incluso por importes que

pueden ser tan considerables como los que se habrían contratado con el procedimiento anterior. El Bundesbank, el Banco de Francia, el Banco de Italia o el Banco Central de Holanda practican el sistema de intervención «activa ocasional» y, como todo el mundo sabe, intervienen en ocasiones por volúmenes altos. Y aún habría que mencionar que la posición del Banco de España no es idéntica a la de los bancos centrales adheridos a la disciplina de tipos de cambio del SME, por una razón muy clara: los mercados de divisas de estos países conocen los límites de fluctuación bilaterales entre las monedas adheridas y, dada la relación marco/dólar, también conocen el límite de fluctuación de cada una de esas monedas con el dólar USA a través del marco. La posición del Banco de España es parecida a la del Banco de Inglaterra, no adherido a la disciplina de tipos de cambio del SME, pero manteniendo una intervención «activa ocasional» que trata de preservar la competitividad de la libra esterlina frente al marco.

En suma, el paso dado por el Banco de España, al retirarse de su intervención permanente y adoptar el procedimiento que hemos denominado de «intervención activa ocasional», equipara de hecho a nuestro mercado de divisas con el de la mayoría de los países de la CEE y tiene, además, un significado casi histórico: completa la normalización de nuestro mercado de divisas.

## V. LA LIBERALIZACION DE LA OPERATIVA EN DIVISAS, EL MERCADO MONETARIO Y LA BALANZA DE PAGOS

La evolución a lo largo del año 1987 constituye una buena muestra de la importancia de la liberalización de la operativa del mercado de divisas y del gran impacto de esta liberalización sobre los movimientos de capital a corto plazo, dado el contexto monetario y de tipos de interés en el que se movió nuestra economía durante el pasado año.

Como es bien sabido, la situación monetaria durante la primera mitad de 1987, con un fuerte crecimiento de las necesidades de financiación del sector público, satisfechas básicamente mediante el recurso al Banco de España, y una fuerte demanda de crédito del sector privado, condujo a una política de tipos de interés a corto plazo muy elevados, alcanzándose en algunos momentos diferenciales respecto al dólar USA y al marco alemán de 15 puntos porcentuales, lo que desencadenó un fuerte movi-

miento de entradas de capital a corto plazo; estas entradas presionaron fuertemente hacia la apreciación el tipo de cambio de la peseta, y la suavización de esta tendencia a la apreciación, conseguida mediante fuertes intervenciones del Banco de España en el mercado de divisas, cerró la cadena de causas y efectos que dieron como resultado global un fortísimo aumento en las reservas centrales.

En esta situación, las entidades delegadas hicieron un uso muy intenso de la posibilidad que les daba la nueva operativa aprobada mediante la Circular 1/87, tomando posiciones en divisas, vendiendo tales posiciones en nuestro mercado —en definitiva, el Banco de España—, obteniendo así una liquidez en pesetas alternativa a la que podían obtener a costes mucho más altos en el mercado interbancario, quedándose «cortas» en sus posiciones de contado y «largas» en su posición de plazo, es decir, en definitiva, creando liquidez mediante la realización de operaciones *swap* con no residentes.

Por supuesto, si la liquidez se creaba sin cobertura de las posiciones cortas de contado en el

mercado a plazo, es decir, corriendo el riesgo de cambio, la operación resultaba todavía más interesante desde el punto de vista de su coste relativo a la obtención de liquidez en el interbancario; esto es lo que, en definitiva, hicieron residentes no bancarios, utilizando la liberalización de la toma de préstamos de valor inferior a 1.500 millones de pesetas y plazo mínimo de amortización de un año (Circular 6/87), obteniendo financiación en el exterior en dólares USA o marcos alemanes sin cobertura a plazo, es decir, en la expectativa de que, en el peor de los casos, la peseta se depreciaría frente a esas dos divisas a una tasa anual inferior a la implícita en el coste de la cobertura a plazo.

Como se recoge en el cuadro n.º 2, entre el 31 de diciembre de 1986 y el 31 de mayo de 1987 la posición de las entidades delegadas se «acortó», es decir, cambió de posición «larga» a posición «corta» de contado, por un importe total de 2.402 millones de dólares, siendo, así, un componente decisivo en el incremento de reservas durante los primeros cinco meses del pasado año y una fuente de generación de li-

CUADRO N.º 2

### PARTICIPACION EN EL INCREMENTO DE RESERVAS CENTRALES (1987)

	ENERO-MAYO		JUNIO-DICIEMBRE		TOTAL AÑO	
	Millones de dólares	Porcentaje	Millones de dólares	Porcentaje	Millones de dólares	Porcentaje
Incremento de reservas .....	4.543	100,0	9.628	100,0	14.171	100,0
Cuenta corriente .....	318	7,0	966	10,0	1.284	9,0
Inversiones extranjeras .....	3.549	78,1	4.770	49,5	8.319	58,7
Crédito exterior .....	-1.268	-27,9	2.906	30,2	1.638	11,6
Posición E. D. ....	2.402	52,9	-1.273	-13,2	1.129	8,0
Capital corto .....	326	7,2	2.048	21,3	2.374	16,7
Otros .....	-784	-17,2	211	2,2	-573	-4,0

quidez en pesetas por el contravalor de ese importe.

Posteriormente, entre junio y diciembre, y en el marco de un conjunto de medidas (8) tendentes a controlar la generación de liquidez desde el exterior, quedaron suspendidas temporalmente estas operaciones, mediante el oficio-circular de 12 de junio de 1987, con lo que, a medida que las entidades fueron cancelando sus operaciones de financiación con la liquidez generada desde el exterior, fue también disminuyendo la posición corta de contado del sistema, hasta alcanzar una posición cercana a cero a finales del pasado año.

En suma, una vez incorporada a nuestra normativa la posibilidad de que nuestras entidades de crédito asuman, dentro de ciertos límites, posiciones abiertas divisa/peseta, tanto «largas» (que significan detracción de liquidez) como «cortas» (que significan generación de liquidez), queda establecida una conexión permanente entre el mercado monetario interior, y exterior lo cual, sin duda, añade un nuevo condicionante al manejo de nuestra política monetaria y cambiaria, pero representa un paso necesario en la plena normalización del mercado de divisas español y en el proceso de abolición de los controles de cambio.

#### NOTAS

(1) La misma persistencia de este nombre de «entidades delegadas» es bien expresiva de la permanencia del rasgo central de nuestro control de cambios, que es el principio según el cual el comercio y la tenencia de divisas es un monopolio del Estado ejercido a través del banco central.

(2) Real Decreto 1.371/1985, de 1 de agosto.

(3) En realidad, su origen más remoto se remonta a la Circular 3BE, de 12 de julio de 1974, fecha próxima al comienzo de la primera gran expansión de las actividades bancarias internacionales relacionada con la crisis del petróleo, y su carácter fuertemente restrictivo estuvo, sin duda, marcado por los problemas surgidos en aquellos años en torno a la Banca Herstatt y otros bancos secundarios ingleses, que generaron en las autoridades monetarias de todos los países una creciente preocupación por los grados de riesgo que estaban adquiriendo las instituciones nacionales.

(4) Puede verse: Antonio Sánchez Pedreño y Gonzalo Gil, «Actividad internacional del sistema bancario español», en *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, n.º 32, y un tratamiento mucho más amplio y detallado en Luis Linde, «Las opera-

ciones *off-shore* de la Banca española», en *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, *Suplementos sobre el Sistema Financiero*, número 14/1986.

(5) En realidad, la nueva regulación refunde y simplifica cinco circulares que regulaban de manera dispersa estas materias.

(6) El funcionamiento y mecanismos de los mercados al contado y a plazo, sobre el cual habría que superponer las modificaciones aquí analizadas, puede encontrarse en «Sistema Financiero Español», *Estudios Económicos*, número 29, 1986, Banco de España.

(7) Este es uno de los principios del funcionamiento del mercado de divisas: si una entidad ofrece unos tipos comprador/vendedor, eso quiere decir que a esos precios se compromete a comprar o vender unos ciertos importes de la moneda extranjera de que se trate, aunque pueden variar en el tiempo y en función de las circunstancias.

(8) Estas otras medidas fueron la prohibición de la remuneración de los saldos en pesetas convertibles, el sometimiento a coeficiente de caja, primero de los incrementos y después de los saldos de dichas cuentas, el sometimiento también a dicho coeficiente del incremento del endeudamiento neto en moneda extranjera y, al tiempo, la elevación general de dicho coeficiente al 19,5 por 100.