
Los mercados e intermediarios financieros españoles

En los últimos años, el *Boletín económico* del Banco de España ha venido prestando una atención creciente a la evolución de los mercados e intermediarios financieros españoles. Por un lado, es evidente que estos desempeñan un papel central en el mecanismo de transmisión de las decisiones de política monetaria, tanto cuando estas decisiones eran tomadas por el Banco de España como cuando es el Eurosistema el que, de forma centralizada, decide la política monetaria del área del euro. Por otro lado, el seguimiento de los mercados e intermediarios financieros es, asimismo, fundamental para promover la estabilidad del sistema financiero —función estatutariamente encomendada al Banco de España— y para conocer el grado de competitividad de una industria de creciente peso relativo en la economía española.

En este contexto, el objetivo de este artículo es ofrecer una visión panorámica de los principales desarrollos recientes ocurridos en los mercados de productos y servicios financieros, así como del comportamiento de los principales intermediarios que participan en ellos. Dados los notables cambios acaecidos en el sistema financiero español, como consecuencia del inicio de la Unión Económica y Monetaria, y la disponibilidad actual de datos, el análisis se centra en los tres primeros trimestres de 1999.

El artículo se organiza como sigue: en primer lugar, se analiza la evolución de los mercados financieros, distinguiendo entre los de renta fija, los de renta variable y los de derivados. Para cada mercado, el análisis gira en torno a la evolución de los precios y de los principales desarrollos en los mercados primarios y secundarios. En segundo lugar, se analiza el comportamiento de los principales intermediarios financieros, distinguiendo entre entidades de depósito y otros intermediarios relevantes, como son los fondos de inversión, los fondos de pensiones y las empresas de seguros.

1. LOS MERCADOS FINANCIEROS ESPAÑOLES

Durante el año 1999 se han producido cambios importantes que han afectado a los mercados monetarios y de valores españoles. Por una parte, la existencia de una política monetaria única en el área del euro y la fijación irrevocable de los tipos de conversión entre las divisas del área del euro han supuesto la plena integración de los mercados interbancarios de depósitos de los países que forman parte de esta área (1) y han posibilitado que los diferenciales entre las

(1) De hecho, en la actualidad, no es posible ya hablar de un mercado monetario español, sino que el ámbito geográfico relevante a este efecto es el conjunto de países que conforman el área del euro.

rentabilidades de las deudas de los estados del área se mantengan en niveles reducidos y estables. Por otra, desde principios de año se ha producido la redenominación a euros de las cuentas de efectivo y de valores en la contratación, cotización y liquidación de las operaciones en los mercados españoles. Estos cambios han coincidido con la entrada en vigor de la reforma de la Ley del Mercado de Valores (Ley 37/1998), que adapta la legislación española a diversas directivas comunitarias y culmina el proceso de apertura de los mercados españoles a la competencia exterior, al consagrar el principio de libertad de establecimiento y prestación de servicios de inversión en el ámbito de los países de la UE. Estas reformas han contribuido a aumentar la competencia en el seno de los mercados del área del euro y, por esta vía, han estimulado la transformación de los mercados españoles para adaptarse al nuevo entorno. En este marco se inscriben las reformas realizadas en el mercado de deuda anotada y los cambios introducidos en los mercados españoles de derivados, aspectos ambos que serán analizados más adelante. En definitiva, todos estos cambios se insertan en un proceso más general de aumento del grado de integración de los mercados financieros europeos, consolidando una tendencia que ya se había manifestado en el pasado (véase recuadro 1).

En este contexto, el aspecto más destacado con respecto a la evolución de los precios de los activos financieros españoles en el período transcurrido de 1999 ha sido la interrupción del proceso de caída de los tipos de interés negociados en los mercados de renta fija y la moderación de la tendencia alcista de las cotizaciones en los mercados de renta variable. En cuanto a las cantidades, hay que destacar el auge de los mercados de renta fija privada, lo que supone la consolidación de la tendencia ya observada durante 1998, por la que las emisiones realizadas por el sector público pierden progresivamente peso en favor de las realizadas por las empresas privadas.

1.1. Los mercados de renta fija

1.1.1. Evolución de las rentabilidades

Durante 1999 se ha detenido el proceso, iniciado en 1995, de reducción de las rentabilidades negociadas en los mercados de deuda pública (véase gráfico 1). El cambio de tendencia afectó en un primer momento a los plazos medios y largos, cuyas rentabilidades empezaron a subir a partir del mes de febrero, mientras que las rentabilidades de la deuda a corto plazo siguieron mostrando una pauta descendente hasta mediados de año, evolución esta que es-

tuvo en sintonía con lo que ocurrió con los tipos de interés negociados en el mercado interbancario de depósitos del área del euro.

El movimiento al alza de las rentabilidades a largo plazo estuvo aparentemente motivado, en un principio, por el efecto arrastre que sobre la deuda del área del euro pudo ejercer la evolución de los precios de la deuda americana, que venían cayendo desde octubre de 1998. Los precios de la deuda americana parecen haberse visto negativamente afectados, inicialmente, por el retorno de los flujos que habían huido de los activos de más riesgo durante la crisis financiera del verano de 1998 y, más adelante, por los temores a que el crecimiento vigoroso que mostraba la economía americana derivase en presiones inflacionistas y provocara un endurecimiento de la política monetaria. No obstante, dada la diferente posición cíclica de los países del área del euro, algunas de cuyas economías mostraban a principios de año síntomas de desaceleración económica, los movimientos de las rentabilidades de la deuda americana no se trasladaron completamente y, en consecuencia, el diferencial entre ambos tipos de deuda llegó a ampliarse hasta los 170 puntos básicos en mayo de 1999 (véase gráfico 1), cifra que supone un máximo desde 1989, si se toma como referencia la deuda alemana.

Por su parte, la trayectoria descendente de las rentabilidades a corto plazo durante los primeros meses del año, al igual que la de los tipos de interés negociados en el mercado interbancario de depósitos, se vio impulsada, en un primer momento, por las expectativas de suavización de la política monetaria en el área del euro y, posteriormente, por el recorte en los tipos de intervención en 50 puntos básicos (pb) aplicado en abril por el Eurosistema, en un contexto de ralentización de la actividad y de riesgos de deflación en el área.

A partir de mediados de año, la subida de las rentabilidades a medio y largo plazo tendió a intensificarse en un contexto en el que algunos indicadores empezaban a mostrar signos, cada vez más palpables, de recuperación económica en el área del euro. En esta ocasión, el ascenso de las rentabilidades fue superior al que se produjo en el mercado americano y, además, tendió a extenderse hacia plazos más cortos como reflejo, inicialmente, de las expectativas del mercado sobre un futuro tensionamiento de los tipos de intervención en el área del euro. A principios de noviembre tuvo lugar un aumento en 50 pb del tipo de las operaciones principales de las subastas del Eurosistema.

En relación con la situación existente en diciembre de 1998, las rentabilidades habían au-

La integración financiera entre las bolsas internacionales durante los noventa

Se dice que dos mercados financieros están perfectamente integrados cuando no existen barreras a las transacciones entre ellos —como pueden ser los impuestos, las restricciones a la tenencia de activos exteriores, los costes de información o cualquier otro coste que haga más difícil operar entre mercados que dentro de cada uno de ellos—. En una situación de perfecta integración, se podría afirmar que los dos mercados constituyen, de hecho, un solo mercado. Durante las décadas de los ochenta y de los noventa, como consecuencia, primeramente, de la liberalización de los movimientos de capital y, más adelante, de las mejoras en las telecomunicaciones, se piensa que se ha producido un aumento en el grado de integración entre los mercados financieros internacionales. No obstante, es previsible que estos todavía no estén perfectamente integrados, ya que persisten algunas barreras como la existencia de impuestos o, en algunos países, las restricciones a la tenencia de activos exteriores.

La medición del grado de integración financiera entre dos mercados no es una tarea sencilla, ya que no existe ninguna medida generalmente aceptada y que no esté sometida a problemas. Tradicionalmente, el grado de integración se ha solido aproximar a partir de las correlaciones entre los precios de los activos negociados en los dos mercados cuya integración se examina. No obstante, una mayor correlación no es ni condición necesaria ni suficiente para un mayor grado de integración. Para ilustrar este punto basta con observar que los activos negociados en un mismo mercado no exhiben una correlación perfecta y, en ocasiones, dichas correlaciones son incluso inferiores a las que se obtienen entre activos negociados en diferentes mercados. Así, por ejemplo, tomando datos de la segunda parte de la década de los noventa se obtiene una correlación media de 0,47 entre los índices sectoriales de la bolsa americana, lo que contrasta con una correlación media de 0,54 entre los índices de las principales bolsas mundiales (1). Esta evidencia, erróneamente interpretada, indicaría que las bolsas internacionales están más integradas entre ellas de lo que lo está la bolsa americana consigo misma.

Recientemente, en la literatura ha aparecido una propuesta de medición del grado de integración que se basa en el concepto de la ley de un precio. En concreto, esta medida estima el valor absoluto de las diferencias en el precio que asignarían dos mercados a dos carteras formadas cada una con activos de un mercado diferente, pero con idéntico flujo de pagos. En consecuencia, un valor nulo de esta medida significa que no existen oportunidades de arbitraje entre ellos, mientras que un valor positivo se interpretaría como indicativo de la existencia de dichas oportunidades de arbitraje y de ausencia de integración perfecta. El grado de integración será mayor cuanto menor sea el valor de la medida.

En un trabajo reciente del Servicio de Estudios (2) se aplica, con algún refinamiento, la medida de integración anterior a tres parejas de bolsas (Madrid, Nueva York y Francfort), con el fin de valorar si se ha producido un aumento en el grado de integración entre las mismas durante la década de los noventa. La aplicación de dicha medida se enfrenta a algunos problemas prácticos que, en este trabajo, se resuelven aplicando dos enfoques alternativos. En ambos enfoques se computa la medida de integración entre parejas de mercados considerando diferentes combinaciones de submercados —formados cada uno por la agrupación de un cierto número de valores cotizados en un mismo mercado—. Para facilitar la interpretación de los resultados, se definen medidas de integración relativas, construidas estas como la diferencia de las medidas de integración entre mercados diferentes con aquellas obtenidas para un mismo mercado (3).

El cuadro adjunto muestra el valor medio de las estimaciones de las medidas relativas del grado de integración para cada una de las tres parejas de mercados estudiados, distinguiendo las dos mitades de la década de los noventa (4). En dicho cuadro se pueden destacar tres características: a) las medidas son todas positivas, lo que sugiere que los mercados incluidos en el estudio no están aún perfectamente integrados; b) en todos los casos se observa una reducción en el valor de la medida durante la segunda mitad de los noventa, lo cual puede interpretarse como indicativo de un aumento en el grado de integración financiera, y c) la comparación entre los países considerados sugiere que la mayor integración se produce, en cualquiera de las dos submuestras temporales estudiadas, entre los mercados español y alemán, mientras que el menor grado de integración se obtiene entre los mercados español y americano.

Estos resultados tienen implicaciones importantes. Así, por ejemplo, debido a la reducción de las barreras a las transacciones entre mercados, mayor integración significa mejoras en la eficiencia y en las combinaciones de riesgo y rentabilidad disponibles para los inversores. Esto puede verse como un contraargumento para aquellos que piensan que los mercados financieros son ahora demasiado vulnerables, debido a sus mayores interacciones. Otra consecuencia de la mayor integración entre mercados es la menor posibilidad de desarrollar con éxito políticas económicas con un enfoque exclusivamente doméstico.

(1) Véase Ayuso y Blanco, *Has financial market integration increased during the nineties?*, Documento de Trabajo de próxima publicación, Banco de España.

(2) Ayuso y Blanco, *Has financial market integration increased during the nineties?*, Documento de Trabajo de próxima publicación, Banco de España.

(3) Aunque, teóricamente, la medida de integración de un mercado consigo mismo es 0, la medición empírica de la misma puede dar lugar a valores positivos, por problemas de estimación.

(4) Estos resultados están basados en el segundo de los enfoques considerados. Los mismos resultados cualitativos se obtienen bajo el primer enfoque.

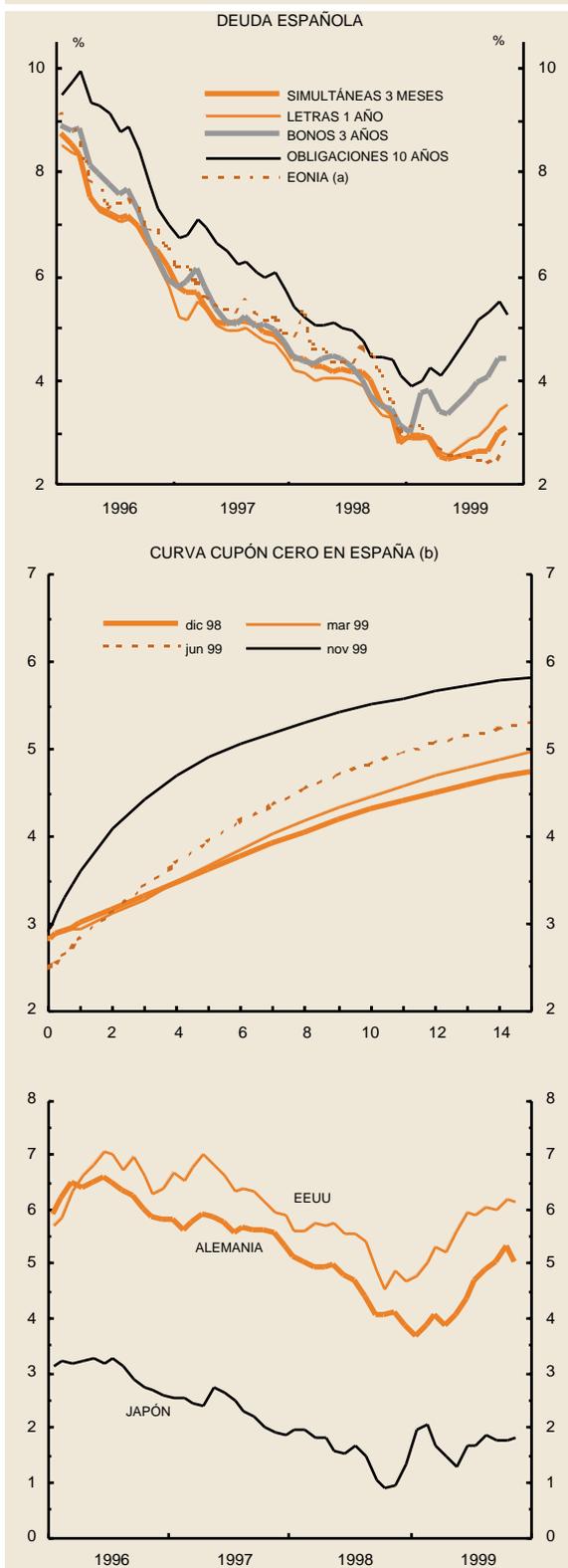
Medidas de integración relativas entre mercados bursátiles. Medias, en puntos básicos (cuanto menor es la medida mayor es el grado de integración)

	1990-1994	1995-1999
Mercado de referencia: Nueva York		
Nueva York-Francfort	12,0	7,0
Nueva York-Madrid	19,1	8,8
Mercado de referencia: Madrid		
Madrid-Francfort	10,7	5,0
Madrid-Nueva York	17,4	7,4

Nota: En este cuadro se muestran los resultados de la media de las medidas de integración relativas obtenidas al realizar 10.000 estimaciones diferentes, basadas en otras tantas combinaciones de submercados formados al agrupar aleatoriamente 10 activos de cada mercado. En las dos primeras filas el mercado que se toma como referencia para obtener las medidas relativas es el de Nueva York, mientras que en las dos últimas filas el mercado de referencia es el de Madrid.

GRÁFICO 1

Rentabilidad de la deuda pública



Fuente: Banco de España.
 (a) Tipo interbancario a 1 día hasta diciembre de 1998.
 (b) Medias mensuales.

mentado en noviembre de 1999 30 pb en las operaciones a tres meses, 60 pb en las operaciones a un año y 120 pb en las emisiones de deuda a diez años. En esta última fecha, la pendiente de la curva de tipos cupón cero por plazos, medida por la diferencia entre los tipos a un día y los tipos a quince años, se había ampliado hasta los 290 pb, unos 100 pb por encima de la que existía a finales de 1998, si bien dicha pendiente llegó a situarse en los 350 pb antes de la subida en los tipos de intervención en el área del euro a principios de noviembre (véase gráfico 1).

Los movimientos en las rentabilidades de la deuda española han seguido un patrón muy similar al que marca la evolución de las rentabilidades de las deudas soberanas de los Estados del área del euro, de manera que los diferenciales entre las deudas emitidas por los diferentes Estados del área han seguido una evolución bastante estable. Así, por ejemplo, el diferencial entre la rentabilidad de las deudas española y alemana en el plazo a diez años ha oscilado levemente alrededor de los 25 pb. La reducida volatilidad de dichos diferenciales en 1999 es consecuencia de la estabilidad en las valoraciones de los mercados sobre los elementos que, tras la igualación de la divisa de emisión, determinan el tamaño de dichos diferenciales, como son la distinta calidad crediticia de los emisores nacionales o el diferente grado de liquidez de las emisiones.

En cambio, los diferenciales de la rentabilidad de la deuda española a diez años frente a las de las deudas americana y japonesa en el mismo plazo han experimentado movimientos significativos. Así, el diferencial entre la rentabilidad de las deudas americana y española, tal como se ha comentado anteriormente, se amplió hasta el mes de mayo y, posteriormente, se estrechó hasta alcanzar, en octubre, unos niveles próximos a los que existían a finales de 1998, y durante el mes de noviembre este volvió a ampliarse ligeramente. Es destacable que la volatilidad de dicho diferencial ha sido, en 1999, significativamente inferior a la que se observó en el pasado, aunque similar a la volatilidad histórica que exhibía el diferencial entre la deuda americana y la alemana. Por el contrario, el diferencial entre la rentabilidad de las deudas española y japonesa ha experimentado una elevada volatilidad. Así, este cayó bruscamente durante el mes de enero, coincidiendo con un nivel de emisiones muy elevado por parte del Estado japonés. Posteriormente, durante el mes de marzo, dicho diferencial volvió a recuperar el nivel de finales de 1998, y a partir de esa fecha el diferencial continuó ampliándose hasta alcanzar un nivel de 350 pb durante el mes de noviembre. En definitiva, la evidencia

anterior no permite concluir que la introducción del euro haya llevado a un aumento del peso de los factores idiosincrásticos en la formación de los precios en los mercados internacionales de deuda —tesis defendida por algunos autores—, ya que si bien se ha incrementado la volatilidad del diferencial entre las deudas del área del euro y la deuda japonesa, la volatilidad del diferencial entre las deudas alemana y americana no ha experimentado modificaciones significativas.

Por lo que se refiere a las rentabilidades de los activos emitidos por las empresas privadas españolas, la información disponible sugiere una reducción de sus diferenciales con respecto a la deuda del Estado durante la parte transcurrida de 1999. Esta evolución estaría en línea con lo que ha sucedido en otros mercados de deuda internacionales, como el americano, donde, tras la ampliación de los diferenciales durante la crisis financiera del año pasado, estos se han vuelto a situar en niveles próximos a los que existían antes de dicha crisis. No obstante, en el caso español este resultado debe tomarse con cautela, ya que la información disponible, al agrupar por plazos todas las emisiones negociadas, no permite controlar por los cambios en la calidad crediticia de los emisores (2).

1.1.2. Los mercados primarios

Por lo que se refiere a los volúmenes emitidos en los mercados primarios españoles de renta fija, en 1999 se han acentuado las tendencias que ya se habían observado durante el ejercicio precedente (véase cuadro 1). Así, las emisiones de las Administraciones Públicas (AAPP) han continuado desacelerándose, al tiempo que las emisiones del resto de sectores residentes han consolidado su trayectoria ascendente hasta tal punto que, en términos netos, los volúmenes emitidos por estos sectores en el período enero-septiembre de 1999 más que duplican a los de las AAPP. Esta evolución se explica, como se comentará más adelante, por una combinación de diferentes factores, entre los que se pueden destacar las menores necesidades de financiación del Estado, la inclusión de algunos títulos de renta fija emitidos por las empresas privadas en las listas de colateral en las operaciones de política monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y la nueva fiscalidad aplicable a este tipo de emisiones.

(2) El mercado de la AIAF publica diariamente los tipos medios de todas las referencias que se negocian, distinguiendo en función de determinados plazos.

En cuanto a las emisiones netas de las AAPP, estas volvieron a ser positivas durante los tres primeros trimestres de 1999, después de que en el último trimestre de 1998 fueran negativas por la coincidencia de un elevado volumen de amortizaciones. No obstante, el volumen neto emitido apenas representa algo más de la mitad del que se produjo en el mismo período del año anterior. Las emisiones del principal emisor —el Estado— continuaron centrándose en los plazos medios y largos, de manera que la emisión neta de letras del Tesoro siguió siendo negativa durante los tres primeros trimestres de 1999. En consecuencia, la vida media de la deuda del Estado subió desde los 5 años a finales de 1998 hasta los 5,3 años en septiembre de 1999. Por su parte, las emisiones de las Administraciones Territoriales continuaron siendo moderadas en 1999, aunque los importes netos superaron a los que se produjeron en el mismo período del año anterior. Los mayores volúmenes netos fueron los de las correspondientes a instrumentos a medio y largo plazo.

Por lo que se refiere al resto de emisores residentes, y a diferencia de lo que ocurrió en 1998, durante el presente ejercicio el auge del mercado no solamente se explica por el dinamismo de las operaciones de titulización de activos, sino que el crecimiento se ha extendido a otros emisores y a otros instrumentos.

Por lo que respecta a las entidades de crédito, durante los tres primeros trimestres de 1999 el importe neto emitido casi triplica el registro del mismo período del año anterior. El rápido avance de las emisiones realizadas por este sector refleja, en parte, las mayores necesidades de financiación a consecuencia de la expansión del crédito no financiada con recursos de clientes (véase sección 2 de este artículo para un análisis más detallado). Por su parte, el volumen de emisiones del resto de sectores residentes continuó siendo históricamente elevado, aunque durante el primer semestre los importes netos se desaceleraron en relación con el último trimestre de 1998. Las operaciones de titulización de activos continuaron representando una parte muy importante de los volúmenes emitidos por estos sectores.

Por plazos, el segmento más activo de las emisiones realizadas por el sector privado fue el de las operaciones a medio y largo plazo. No obstante, es destacable el avance de las operaciones a corto plazo (pagarés de empresa), las cuales se han visto incentivadas por la mejora de su fiscalidad, para las personas jurídicas, al eliminar desde principios de 1999 las retenciones aplicables a sus rendimientos. Esta medi-

CUADRO 1

Emisiones netas de valores de renta fija (a)

Millones de euros

	1998	1999	1998	1999		
	I TR-III TR	I TR-III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
Administraciones Públicas	13.635	7.922	-8.571	5.230	2.407	285
Estado	12.484	6.336	-9.607	4.011	2.348	-23
Corto plazo	-11.846	-11.018	-2.122	-7.277	-1.382	-2.359
Medio y largo plazo	24.330	17.354	-7.485	11.289	3.730	2.336
Administraciones Territoriales	1.151	1.586	1.036	1.219	59	308
Corto plazo	62	107	172	144	43	-81
Medio y largo plazo	1.089	1.479	865	1.075	16	388
Entidades de crédito	3.753	11.198	-58	4.865	2.789	3.544
Corto plazo	14	6.690	-25	2.103	1.205	3.382
Medio y largo plazo	3.739	4.508	-33	2.761	1.584	162
Otros sectores residentes	2.885	7.352	2.884	2.398	1.041	3.914
Corto plazo	328	699	72	680	-269	288
Medio y largo plazo	2.557	6.653	2.812	1.718	1.309	3.626

Fuente: Banco de España.

(a) Incluye emisiones de residentes tanto en moneda local como en divisas.

da, que se ha aplicado con carácter general a toda la renta fija en anotaciones en cuenta y negociada en mercados organizados, ha supuesto, en el caso de los pagarés de empresa, la eliminación de las retenciones en todas las transacciones. En cambio, para la deuda a medio y largo plazo el impacto del cambio de fiscalidad ha sido menos importante en la medida en que anteriormente solo estaba sometido a retención el cobro de cupones (véase recuadro 2).

Como efecto conjunto de la evolución comentada, los saldos vivos de los títulos emitidos por las empresas residentes han continuado incrementado su participación en el total de las emisiones domésticas de renta fija, hasta alcanzar el 19,5 % a finales del tercer trimestre de 1999: 3,9 puntos por encima del dato de finales de 1998 (véase gráfico 2). Tal como se ha adelantado anteriormente, esta evolución se explica por una combinación de factores de diversa índole, la mayoría de los cuales ya actuaron durante 1998. Por el lado de la oferta, la reducción del déficit público ha reducido las necesidades de financiación del Estado y ha dejado espacio para las emisiones del resto de sectores. Por otra parte, varios cambios regulatorios introducidos en 1998 han facilitado las emisiones de renta fija privada al flexibilizar, simplificar y abaratar el proceso de emisión y ampliar el abanico de instrumentos disponibles. En concreto, se ha introducido el folleto-programa, que permite realizar varias emisiones sin necesidad de presentar un folleto completo para cada emisión específica, y se ha eliminado el folleto de

admisión (3). Además, la ampliación de la regulación sobre titulización de activos (4) ha introducido mayor flexibilidad en las operaciones de titulización y ha ampliado la gama de activos susceptibles de ser titulizados.

Por el lado de la demanda, la inclusión de algunos títulos de renta fija emitidos por empresas privadas en las listas de colateral para las operaciones de política monetaria del SEBC ha impulsado la demanda de este tipo de valores por parte de las entidades de crédito. Asimismo, la nueva fiscalidad aplicable a las emisiones de renta fija de las empresas privadas —que, tal como se ha comentado anteriormente, exime de retención a las personas jurídicas por las rentabilidades obtenidas y equipara su fiscalidad con la de la deuda del Estado— ha estimulado la demanda de estos instrumentos. Por último, la mayor estabilidad de la economía española y la menor rentabilidad nominal de los activos de menor riesgo constituyen factores adicionales que contribuyen a estimular el desplazamiento de las inversiones desde los activos emitidos por el Estado hacia otros con mayor rentabilidad esperada y, en consecuencia, con mayor

(3) Estas medidas se han introducido en el Real Decreto 2590/1998 sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores, denominado Real Decreto Omnibus. Para más información véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998», en el *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1999.

(4) Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo. Para más información véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1998», en el *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto de 1998.

La nueva fiscalidad de los activos financieros en 1999

Las nuevas normas sobre el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF) y sobre la renta de no residentes, así como la nueva regulación sobre retenciones⁽¹⁾ han transformado desde enero de 1999 la fiscalidad y el régimen de retenciones a cuenta de los activos financieros para los residentes y, en menor medida, para los no residentes. No obstante, por la magnitud y las implicaciones que estos cambios están teniendo sobre los flujos financieros domésticos y, en mayor medida, sobre el desarrollo de ciertos mercados de valores españoles, este recuadro se centra en los cambios y los efectos de la regulación fiscal en los inversores individuales (personas físicas) e institucionales (personas jurídicas) residentes.

En cuanto a la *fiscalidad*, las modificaciones más destacables pueden resumirse como sigue: en primer lugar, se ha equiparado la tributación de una serie de activos financieros que anteriormente tenían fiscalidad distinta. A partir de 1999, la mayor parte de los activos financieros, menos los fondos de inversión y las acciones, tributan como rendimiento de capital mobiliario (RCM), con independencia del hecho imponible que se trate (ya sea transmisión, amortización o cobro de intereses). De este modo, los activos financieros que anteriormente tributaban simultáneamente como RCM o como variación de patrimonio pasan a tributar exclusivamente como RCM.

En segundo lugar, se omite la distinción entre renta regular y renta irregular, por lo que se suprimen también los tipos medios para la tributación de rentas del capital. Por este motivo, todas las rentas del capital tributan al tipo impositivo marginal. Asimismo, desaparecen los coeficientes correctores por inflación o coeficientes monetarios.

En tercer lugar, se han establecido una serie de reducciones en la tributación de los RCM que oscilan entre el 30% y el 70%, dependiendo del tiempo y del tipo de activo que lo genere. Con carácter general, se aplica una reducción del 30% del RCM si el período de inversión supera los dos años. Para el caso concreto de los contratos de seguros de vida, la exención alcanza el 60% y el 70% si la inversión supera los cinco y los ocho años, respectivamente. A ello se debe unir que, la reciente interpretación que las autoridades tributarias han dado a los denominados *unit-linked* (2), en el sentido de considerarlos como seguros de vida vinculados a fondos de inversión, ha eliminado muchas incertidumbres sobre la tributación de este activo.

Respecto al *régimen de retenciones* del IRPF y del Impuesto de Sociedades (IS) las principales novedades que se han producido en relación con los activos financieros pueden resumirse como sigue. En primer lugar, se introduce una retención a cuenta del 20% en todas las variaciones de patrimonio en las instituciones de inversión colectiva, aunque se precisa que el cálculo se debe ajustar, en su caso, con los coeficientes correctores aplicables. Asimismo, se reducen las retenciones a cuenta de los RCM para captación de recursos ajenos (fundamentalmente, activos de renta fija y depósitos bancarios) desde el 25% al 18%. En esta misma línea, está previsto que a partir del año 2000 (así está expresado en la ley de acompañamiento a los presupuestos para el 2000) se reduzca la retención a cuenta de los dividendos desde el 25% al 18%. A su vez, se exoneran de retención en el IS (principalmente inversores institucionales) a los RCM procedentes de valores negociables de renta fija que se negocien en mercados secundarios oficiales de valores españoles, que se emitan a partir de la entrada en vigor del Real Decreto y estén representados por medio de anotaciones en cuenta. En particular, este cambio supone equiparar, a nivel de inversores institucionales, el régimen de retenciones entre la deuda pública y la privada, así como entre las letras del Tesoro y los pagarés de empresa.

Por otro lado, se excluyen de retención en el IRPF (fundamentalmente, a los inversores individuales) los RCM obtenidos en la transmisión por los AFRE (activos financieros con rendimiento explícito, es decir, mayoritariamente bonos y obligaciones con cupón o tipo de interés explícito) que se generen en las mismas condiciones establecidas anteriormente para el IS, es decir, valores negociables de renta fija, de nueva emisión y representados en anotaciones en cuenta. Asimismo, a pesar de que se mantiene con carácter general la retención del 25%, la norma ratifica que se aplicará una retención a cuenta del 25% en los rendimientos derivados de los contratos de seguros de vida (hay que tener en cuenta que con anterioridad a 1999 existían seguros de vida generadores de variaciones de patrimonio y, por tanto, exentos de retención). Finalmente, desaparece la obligación de realizar ingresos a cuenta sobre los rendimientos explícitos cuya frecuencia de liquidación sea superior a un año.

Estos cambios en la tributación y en el régimen de retenciones tienen implicaciones relevantes en el desarrollo de los mercados financieros españoles. En primer lugar, la equiparación en la fiscalidad de los activos de renta fija públicos y privados ha supuesto un impulso considerable en la negociación y emisión de los valores privados. Esta expansión ha sido, proporcionalmente más acusada en los valores a corto (pagarés de empresa) que en los valores a largo (bonos y obligaciones). En segundo lugar, han impulsado el desarrollo de los depósitos bancarios a plazo, en particular a los de más de dos años, en la medida en que con la reducción de un 30% de los rendimientos la rentabilidad después de impuestos es menos onerosa para inversores con rentas medias y bajas. De hecho, la innovación financiera está generando productos bancarios vinculados a índices u otras referencias, de manera que el inversor puede obtener un cierto diferencial sobre los tipos de interés asegurados.

Además, el nuevo régimen de retenciones supone un desincentivo en el avance de los fondos de inversión, sobre todo en los FIAMM, en la medida en que a la reducida rentabilidad financiera derivada de los bajos tipos de interés en los mercados monetarios hay que añadir el coste fiscal por la aplicación de la retención a cuenta del 20%. Por último, una renovada expansión en la comercialización de los *unit-linked* por parte de bancos, cajas y entidades de seguros, ya que en términos prácticos los inversores pueden invertir en fondos de inversión con la ventaja de poder cambiar de vocación entre varios fondos sin tener por ello implicaciones fiscales y, al mismo tiempo, poder tributar a medio y largo plazo de una forma menos onerosa.

(1) Ley 40/1998, de 9 de diciembre, y Real Decreto 214/1999, de 5 de febrero; Ley 41/1998, de 9 de diciembre, y Real Decreto 326/1999, de 26 de febrero, y Real Decreto 2717/1998, de 18 de diciembre, respectivamente.

(2) Los denominados *unit-linked* son activos financieros híbridos, ya que a pesar de tener la forma jurídica de un seguro de vida, en la práctica el tomador del seguro (el inversor) puede elegir el destino de su inversión entre varios fondos o cestas de fondos e incluso puede cambiar su elección sucesivas veces.

Principales cambios en el régimen fiscal de los activos financieros

Tipo de instrumento	Calificación tributaria	Hecho imponible	Tipo de renta que genera	
			Ley 1991 y 1996	Ley 1998
DEPÓSITOS BANCARIOS	AFRI (menos de 2 años) AFRI (más de 2 años)	Intereses Intereses	RCM RCM	RCM RCM+
VALORES PÚBLICOS (RF) (Solo renta fija)	AFRI (letra Tesoro) AFRE (deuda Estado)	Transm. y amortización Intereses Transm. y amortización	RCM RCM VP	RCM+ RCM+ RCM+
VALORES PRIVADOS RENTA FIJA	AFRI (pagaré empresa) AFRE (bonos privados)	Transm. y amortización Intereses Transm. y amortización	RCM RCM VP	RCM+ RCM+ RCM+
RENTA VARIABLE	Acciones	Dividendos Transm. y amortización	RCM VP+c. monet+exenc.	RCM+ GCP
FONDOS INVERSIÓN	Participaciones	Dividendos Transm. y amortización	RCM VP+coef. monetarios	RCM+ GCP
CONTRATOS DE SEGUROS	Seguros de vida y <i>unit-linked</i>	Forma renta Forma capital	RCM VP+c. monet+exenc.	RCM+reducciones RCM++

AFRE: activos financieros con rendimiento explícito.

AFRI: activos financieros con rendimiento implícito.

RCM: rendimientos de capital mobiliario

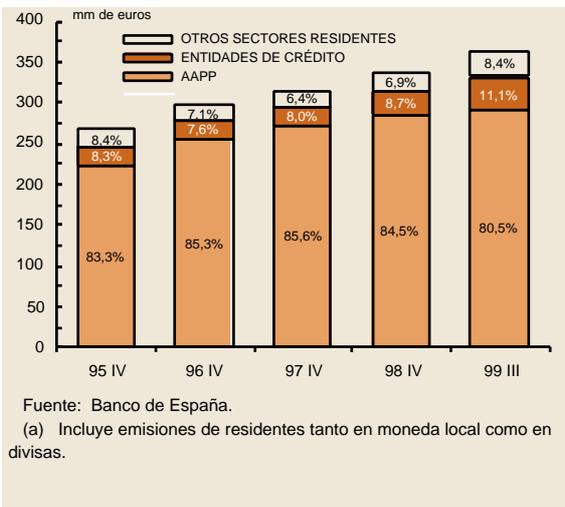
GPC: ganancias y pérdidas de capital. Concepto análogo a variaciones de patrimonio (VP), es decir, incrementos y disminuciones de patrimonio.

RCM+: aquellos RCM a más de 2 años tendrán una reducción del 30% del rendimiento realizado.

RCM++: además de RCM+, para el caso de los seguros de vida a partir de 5 y 8 años tendrán una reducción del 60% y del 70% del rendimiento realizado.

GRÁFICO 2

Emisiones de deuda en España. Saldos vivos (a)



riesgo, como son los activos de renta fija emitidos por las empresas privadas.

Todas estas tendencias previsiblemente se van a acentuar en el futuro. Así, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento sentará las bases para una reducción del peso de la deuda pública en los mercados financieros. Por otra parte, el menor peso de la titulización de activos en España en relación con otros mercados más desarrollados, como el americano o el alemán, augura una continuación de la expansión de los instrumentos de renta fija asociados a las operaciones de titulización en un entorno en el que la estabilidad económica seguirá contribuyendo a desplazar a los inversores hacia activos con mayor riesgo. En este contexto, el acuerdo entre AIAF, las bolsas y el SCLV para armonizar los procedimientos de liquidación de la renta fija negociada en estos mercados contribuirá a aumentar el atractivo de los activos de renta fija privada en la medida que se abaratará la operativa en los mercados secundarios.

Conviene señalar, por último, que este proceso de aumento del peso de los activos emitidos por el sector privado es una tendencia general que se detecta también en otros mercados internacionales. Después de todo, buena parte de los factores explicativos comentados anteriormente (como, por ejemplo, el desplazamiento de la demanda hacia activos de mayor riesgo y la desaceleración de las necesidades de financiación de los Estados) también han actuado internacionalmente. Además de estos factores, la evidencia disponible sugiere que los emisores de mercados emergentes han aumentado su recurso a la financiación con deuda en los mercados internacionales, después de la

caída que se observó tras la crisis financiera internacional del año pasado.

Así, la información disponible sobre emisiones de deuda en el mundo revela una gran actividad en estos mercados durante 1999. En el primer semestre de dicho año se ha alcanzado un volumen neto un 30 % por encima del registro del mismo período del año anterior y muy por encima de los volúmenes trimestrales observados durante los últimos años. Al igual que ha ocurrido en el mercado español, el dinamismo de los mercados mundiales de deuda durante 1999 se debe, fundamentalmente, al comportamiento del sector privado. La información disponible sobre el tercer trimestre, relativa únicamente al segmento internacional —colocaciones fuera del país del emisor, generalmente realizadas simultáneamente en varios países—, confirma la continuación del dinamismo en los mercados primarios de deuda en el mundo.

Por nacionalidad del emisor, el crecimiento del volumen de emisiones netas ha sido bastante generalizado, aunque ha sido especialmente intenso para los emisores del área del euro. Así, estos emisores han alcanzado durante el primer trimestre de 1999 un peso en el total del 24 % de emisiones netas, proporción superior a la que se había observado durante los trimestres anteriores. No obstante, los emisores norteamericanos han continuado concentrando la mayor proporción de las emisiones durante el mismo período, con un 46 % del total. Por divisas, es destacable el avance relativo que han experimentado las emisiones en euros. Así, durante el primer semestre, el importe neto emitido en esa divisa ha supuesto el 25 % del total, una proporción superior al peso medio que venían teniendo las emisiones netas realizadas en las divisas que el euro ha sustituido —en torno al 16 %—. El avance del peso de las emisiones en euros ha sido todavía más evidente en el segmento de emisiones internacionales, donde la proporción neta emitida en aquella divisa ha alcanzado el 43 % en el primer semestre de 1999 —solo 6 puntos por debajo del peso del dólar—, cifra que contrasta con el 34 % observado en 1998 y el 24,6 % de 1997.

1.1.3. Los mercados secundarios

En cuanto a los volúmenes negociados en los mercados secundarios españoles de deuda, estos han continuado creciendo en la mayoría de mercados y segmentos, aunque con diferencias apreciables según mercados, en parte como reflejo de la diferente evolución de los distintos mercados primarios (véase cuadro 2).

CUADRO 2

Volúmenes negociados en los mercados secundarios de renta fija

Millones de euros

	1998	1999	1998	1999		
	I TR-III TR	I TR-III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
Mercado de deuda pública en anotaciones	10.975.396	11.085.283	3.138.358	3.319.309	3.446.815	4.319.159
Contado	1.811.700	1.881.240	511.017	647.331	711.981	521.928
Estado	1.804.540	1.876.223	506.614	645.349	710.113	520.761
Letras	74.535	64.369	25.733	22.792	18.211	23.367
Obligaciones	1.730.005	1.811.854	480.881	622.557	691.903	497.394
AA.TT.	7.160	5.017	4.403	1.982	1.868	1.166
Plazo	19.397	18.207	6.434	7.914	5.991	4.303
Estado	18.911	17.886	5.777	7.720	5.916	4.251
AA.TT.	486	321	657	194	75	52
Simultáneas y repos	9.144.299	9.185.836	2.620.907	2.664.065	2.728.843	3.792.929
Estado	9.094.942	9.141.275	2.605.111	2.652.753	2.710.737	3.777.785
AA.TT.	49.357	44.561	15.796	11.312	18.105	15.144
Mercado de la AIAF	19.572	60.435	23.548	18.915	17.200	24.319
Pagarés	5.282	14.916	2.652	2.865	3.565	8.486
Bonos, cédulas y obligaciones	9.407	43.518	19.354	15.423	12.615	15.480
Bonos matador	4.883	2.001	1.542	627	1.020	353
Mercado bursátil	40.043	32.451	13.105	10.574	11.114	10.763
Estado	490	142	113	100	33	8
AA.TT.	39.002	30.840	12.789	9.947	10.526	10.367
Resto	551	1.470	203	527	554	388

Fuentes: AIAF, Bolsas españolas y Banco de España.

Así, en el mercado de deuda pública en anotaciones se han observado avances moderados en las cifras de negociación. En las operaciones al contado el crecimiento global de los volúmenes ha sido especialmente intenso en el segmento de los no miembros. Por instrumentos, las operaciones al contado con obligaciones han concentrado una proporción creciente de la actividad, mientras que los volúmenes de las operaciones con letras han caído en relación con 1998, evolución que está en sintonía con lo que ha ocurrido en los mercados primarios.

Esta evolución de la actividad en el mercado de deuda pública se ha producido en un contexto de transformaciones en la estructura del mercado. Así, por una parte, se han ampliado los derechos y obligaciones de la figura del creador de mercado y se ha permitido, por primera vez, que las entidades no residentes disfruten de este *status*. Se persigue con ello aumentar la liquidez del mercado por la vía de aumentar los compromisos de los creadores en lo que se refiere a sus obligaciones de ofrecer cotizaciones de compra y de venta. Por otra parte, en 1999 se ha producido la fusión de las cuatro pantallas del sistema de brokers ciegos en una sola pantalla a la que tienen acceso los negociantes de deuda. En definitiva, estas reformas

contribuirán a aumentar el atractivo de la deuda pública española al dotar de mayor liquidez al mercado.

En el mercado de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF) de renta fija, los volúmenes negociados han consolidado el ascenso que se produjo durante el cuarto trimestre de 1998. Así, en los tres primeros trimestres los volúmenes han triplicado los registros del mismo período del año anterior. Las operaciones con cédulas, bonos y obligaciones han continuado concentrando la mayor actividad del mercado gracias al dinamismo de las operaciones con bonos de titulización, cuyos volúmenes han representado alrededor de la mitad de la negociación total en el mercado de la AIAF. El incremento de la actividad en este segmento se explica, fundamentalmente, por el crecimiento de las operaciones simultáneas relacionadas directa e indirectamente con la obtención de liquidez en las subastas del Eurosisistema por parte de las entidades de contrapartida. Este tipo de operativa se realiza desde que, a partir del cuarto trimestre de 1998, algunos de los activos negociados en este mercado son aceptados en las subastas de política monetaria. Además, desde octubre de 1998, este segmento se ha visto beneficiado por el acuerdo del Consejo de la Comisión Nacional del Mer-

cado de Valores (CNMV), mediante el cual se posibilita la admisión a negociación en el mercado de la AIAF de un nuevo instrumento: las participaciones preferentes, que son unos instrumentos híbridos entre renta fija y renta variable que suelen ser emitidos por filiales de entidades de crédito españolas localizadas en el extranjero.

La actividad del segmento de pagarés ha mostrado, asimismo, un comportamiento fuertemente expansivo, evolución que, dada la importancia que tienen las operaciones de recolocación de los títulos emitidos, está relacionada con el dinamismo del mercado primario y que, además, se ha visto beneficiada por la fiscalidad más favorable que reciben las transacciones realizadas con estos instrumentos en el mercado secundario.

Por el contrario, los volúmenes negociados con bonos matador han caído como consecuencia de la reducción en los saldos vivos de estos instrumentos, que se ha producido por el menor interés de los emisores por este mercado, una vez que la unificación monetaria ha supuesto la desaparición del principal elemento diferenciador del mismo.

A diferencia de lo que ha ocurrido en los otros mercados, en el mercado bursátil de renta fija se ha producido una desaceleración en los volúmenes globales negociados, que es imputable a la caída en el segmento que concentra la mayor actividad de este mercado —el de las operaciones con títulos emitidos por las Administraciones Territoriales—. Por el contrario, el volumen negociado con activos emitidos por las empresas privadas ha aumentado significativamente en relación con el ejercicio anterior.

Como consecuencia de la evolución de los mercados primarios y secundarios, se han producido algunos cambios en la distribución por tipo de tenedores de los activos de renta fija emitidos en los mercados españoles. Por lo que se refiere a la deuda pública, el aspecto más destacado ha sido el aumento de la participación de los inversores no residentes, quienes poseían, a finales de septiembre de 1999, en su cartera a vencimiento el 25 % de la deuda del Estado, una proporción que representa un aumento en cuatro puntos y medio en relación con finales de 1998. En cuanto a la deuda privada, no existe información de la distribución de los saldos por tenedores. En todo caso, la información disponible sobre las colocaciones de las emisiones de renta fija registradas en la CNMV también muestra un aumento de la participación de los no residentes durante 1999. Así, estos inversores han aumentado su partici-

pación desde el 10 % en el conjunto del año 1998 hasta el 19 % en 1999.

1.2. Los mercados de renta variable

1.2.1. Evolución de los precios

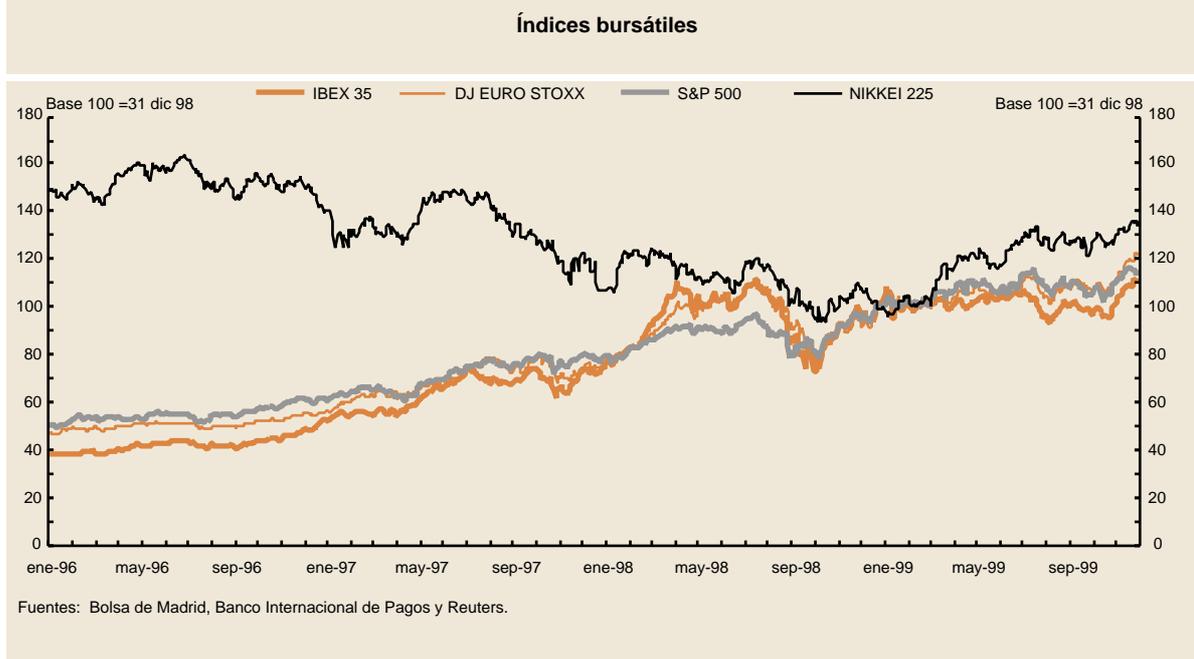
En los mercados españoles de renta variable, tras las elevadas revalorizaciones que se venían observando desde 1995, la evolución de las cotizaciones se ha caracterizado, hasta finales del mes de octubre, por la ausencia de una tendencia general definida. Así, el índice Ibex 35 se situaba en dicha fecha en torno a los niveles con los que cerró el año 1998 (véase gráfico 3). En cambio, a partir de principios del mes de noviembre se ha producido una clara tendencia alcista, liderada básicamente por el sector de telecomunicaciones, que ha llevado a que, a finales de dicho mes, la ganancia acumulada por este índice desde finales de 1998 fuera de un 11,4 %.

La evolución de las cotizaciones durante 1999 es el resultado de una combinación de factores con efectos contrapuestos sobre los precios negociados. Entre los factores que han beneficiado a las cotizaciones se encuentran los signos de mejoría del entorno económico internacional, que fueron visibles desde principios de año y, más adelante, las perspectivas de recuperación de la actividad en el área del euro. Este cambio de escenario ha incidido positivamente sobre las previsiones de beneficios de las empresas cotizadas y, particularmente, las de aquellas cuyas cuentas de resultados presentan un comportamiento más ligado al ciclo económico. Este escenario se ha visto, además, apoyado por la publicación de unas cifras de beneficios que, en general, han sido más favorables de lo que se había previsto inicialmente.

Por el contrario, el incremento de los tipos de interés en los mercados, especialmente los de largo plazo, ha sido un factor que ha incidido negativamente en las cotizaciones bursátiles a través de una doble vía. Por una parte, el aumento de los tipos de interés hace menos atractiva la inversión en renta variable en relación con la inversión en renta fija y, por otra, el ascenso de los tipos de interés tiene un impacto negativo sobre los beneficios futuros de las empresas endeudadas, al aumentar sus costes financieros.

La evolución de las cotizaciones en las bolsas españolas presenta diferencias muy notorias entre empresas, como reflejo de la diferente valoración de los mercados sobre las perspectivas de los sectores en los que estas desarrollan su actividad. Así, dentro de los índices sec-

GRÁFICO 3



toriales de la Bolsa de Madrid, el de comunicaciones ha sido el que ha experimentado mayores revalorizaciones (58 % en el período enero-noviembre de 1999), imputables principalmente a la evolución de la cotización de Telefónica, cuya cotización, al igual que la de la mayoría del resto de las empresas europeas del sector, se ha revalorizado en un contexto de buenas perspectivas de crecimiento del negocio de las telecomunicaciones durante los próximos años. Otro sector que ha obtenido una revalorización destacada de su índice es el del petróleo (23,6 %), cuyas empresas se han visto beneficiadas por los aumentos en el precio del crudo. El sector de bancos, con un elevado peso en las bolsas españolas, ha experimentado una evolución mejor que la del índice general, aunque las ganancias han sido relativamente moderadas (15,3 %).

Por el contrario, las cotizaciones de las empresas del sector eléctrico han descendido, por la reducción de las tarifas y, también, por el aumento de los tipos de interés, al ser empresas con un elevado endeudamiento (caída del 10,8 % en el índice del sector eléctrico de la Bolsa de Madrid). Por último, las empresas de los sectores de la construcción y de alimentación también han experimentado caídas destacadas (27,3 % en el índice del sector de la construcción y del 18,2 % en el del sector de alimentación).

En comparación con las principales bolsas internacionales, la evolución de los índices españoles ha sido menos favorable (véase gráfico 3). Entre estos índices, el que ha experimen-

tado una evolución más alcista ha sido el Nikkei 225 de la Bolsa de Tokio, que ganaba a finales de noviembre un 34 % en relación con el nivel de finales de 1998. Las cotizaciones de este mercado se han visto favorecidas por la mejora en las perspectivas de recuperación económica en Japón, que partía de una situación muy deprimida. Por su parte, el índice S&P 500 de las bolsas de Estados Unidos se había revalorizado un 13 % en el mismo período, en el marco de continuidad de la fase expansiva de la economía americana a un ritmo superior al inicialmente previsto. No obstante, los aumentos en los tipos de interés en los Estados Unidos y los temores a que se produzcan nuevos aumentos en el futuro han moderado, en parte, los ascensos en las cotizaciones. Finalmente, el índice Dow Jones EURO STOXX amplio de las bolsas del área del euro se ha revalorizado un 21,7 %, avance que ha sido liderado por las empresas de los sectores tecnológico e industrial. En este sentido, el menor peso relativo de este tipo de empresas en los índices del mercado español explicaría, en parte, la menor revalorización de las bolsas españolas. Por otra parte, la revalorización de las empresas del sector tecnológico, que también se ha producido en el mercado americano, ha llamado la atención por su intensidad y por el hecho de que muchas de estas empresas exhiben pérdidas, lo que ha generado dudas acerca de su sostenibilidad. En el caso español, el ejemplo más llamativo ha sido el de la empresa Terra, filial de Telefónica, cuyo precio casi llegó a cuadruplicarse en menos de un mes, tras su salida a bolsa en noviembre. En realidad, las valoraciones de estos activos sugieren que los mer-

CUADRO 3

Ampliaciones de capital y OPV

Millones de euros

	1998		1999		1999	
	I TR-III TR	I TR-III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
Ampliaciones de capital	8.835	9.765	616	1.141	1.327	7.297
Entidades de crédito	4.839	838	36	128	112	598
Otros sectores	3.996	8.927	579	1.013	1.215	6.699
OPV	11169	3.377	71	601	1.985	791
Privatizaciones	10.857	772	0	393	0	379
Resto	312	2.605	71	207	1.985	412

Fuentes: Sociedad de Bolsas y Banco de España.

cados están descontando la existencia de elevados beneficios potenciales en el futuro. Probablemente, algunas de estas empresas no lleguen a materializar dichos beneficios, sobre todo si se piensa que en algunas áreas de negocio, como por ejemplo el de internet, unas pocas empresas pueden acabar dominándolo. En consecuencia, la inversión en este tipo de activos presenta un componente alto de riesgo.

Otro aspecto destacable de la evolución de los índices bursátiles de las bolsas españolas y de los principales mercados mundiales ha sido su relativa menor volatilidad durante la mayor parte del año, sobre todo si se compara con su evolución durante la crisis financiera del año anterior. La principal excepción a este comportamiento estable se produjo a mediados del mes de enero, coincidiendo con el anuncio de ampliación de las bandas de fluctuación del tipo de cambio del real brasileño frente al dólar.

1.2.2. Los mercados primarios

La oferta de títulos de renta variable disponible en los mercados se ha incrementado notablemente durante los tres primeros trimestres de 1999, tanto a través de las ampliaciones de capital como mediante la salida a bolsa de nuevas sociedades (véase cuadro 3). Esta evolución se ha visto estimulada por la propensión creciente de los agentes a invertir en esta clase de valores, quienes, tras las menores rentabilidades nominales de los activos de menor riesgo, tienden a desplazar sus inversiones hacia aquellas que les reportan una mayor rentabilidad esperada y, en consecuencia, un mayor riesgo.

Por lo que respecta a los importes colocados a través de ampliaciones de capital durante los primeros tres trimestres de 1999, estos se han situado en unos niveles históricamente elevados, incluso por encima de los volúmenes

excepcionales que se observaron durante el mismo período de 1998. Las empresas no financieras han sido las que han captado un mayor importe de financiación por esta vía y, entre ellas, destaca la que realizó Repsol en julio con el fin de financiar la compra de la empresa YPF de Argentina.

Las operaciones de ampliación de capital se han visto beneficiadas en 1999 por un marco regulatorio (5) más flexible que facilita y simplifica este tipo de operaciones. Así, tal como ya se ha comentado anteriormente, la nueva regulación flexibiliza los trámites de emisión al eliminar el folleto de admisión. Además, la nueva regulación posibilita la inscripción de las ampliaciones de capital antes de su efectiva ejecución y facilita y contempla la emisión de varias modalidades de acciones, como las rescatables, las acciones sin voto, las acciones con dividendo preferente y las acciones preferentes. No obstante, hasta la fecha, las empresas no han hecho utilización de ninguno de estos instrumentos.

En cuanto a las ofertas públicas de venta, sus importes se han situado, en los tres primeros trimestres de 1999, por debajo de los que se observaron en el mismo período del año anterior (véase cuadro 3), evolución que es imputable a la reducción en el número de operaciones de privatización de empresas públicas. Así, a diferencia de lo que ocurrió durante los dos años anteriores, en 1999 el grueso de estas operaciones no se ha concentrado en los procesos de privatización de empresas públicas, sino que lo ha hecho en las nuevas salidas a

(5) El Real Decreto Omnibus y la Ley 37/1998, de reforma de la Ley del mercado de valores, introducen algunos cambios en la regulación mercantil y de supervisión financiera tendentes a simplificar la emisión de valores. Además, la Ley de acompañamiento de los Presupuestos Generales del Estado completó algunos de estos cambios.

bolsa. Algunas de estas operaciones se habían proyectado para ser realizadas durante el segundo semestre de 1998, pero, a raíz de la crisis financiera internacional, fueron pospuestas para el primer semestre de 1999. Entre estas destacan las de las empresas Ferrovial, Mecalux, Azkar y Parques Reunidos. En general, todas estas operaciones han tenido una acogida favorable por parte de los inversores españoles, quienes exhiben una propensión creciente a invertir en valores de renta variable. Durante el cuarto trimestre del año se han continuado produciendo nuevas salidas a bolsa, entre las que puede citarse a Terra, filial de Telefónica, cuyas peticiones de compra superaron ampliamente a la oferta y cuyo precio —tal como se ha comentado anteriormente— registró un incremento muy destacado durante las primeras sesiones.

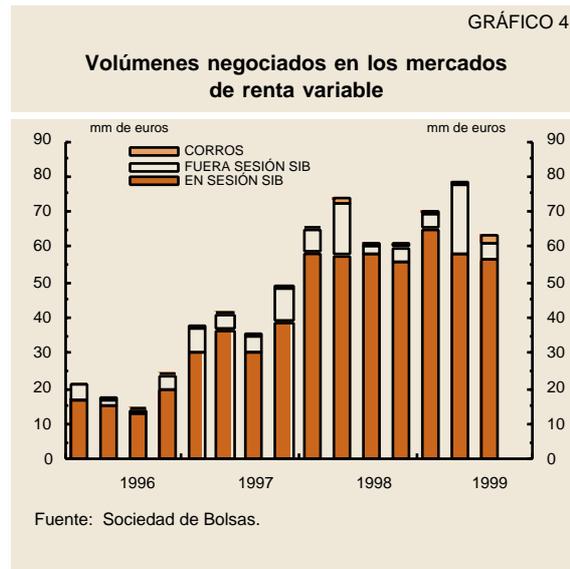
1.2.3. Los mercados secundarios

En los mercados secundarios españoles de renta variable los volúmenes negociados han continuado creciendo en 1999 (véase gráfico 4), aunque a tasas más moderadas de lo que lo venían haciendo durante los últimos años. Además, una parte del crecimiento de la actividad en 1999 es atribuible a algunas operaciones atípicas, relacionadas con el intercambio accionario entre los antiguos Banco de Santander y Banco Central Hispano, y que fueron canalizadas fuera de sesión durante el segundo trimestre de 1999.

Las operaciones de préstamo de valores han continuado ganando importancia durante 1999. A finales de septiembre el saldo vivo en estas operaciones se situaba en 8,5 mm de euros, un 11,4 % por encima del nivel que existía a finales de 1998.

En un futuro próximo, el tamaño y actividad de las bolsas españolas se verán ampliados gracias al recientemente creado mercado para las empresas iberoamericanas. Esta iniciativa de la Bolsa de Madrid ha supuesto que algunas empresas de países iberoamericanos puedan ser negociadas a través del sistema de negociación electrónico de las bolsas españolas y que la liquidación de estas operaciones se realice a través del SCLV.

Finalmente, por lo que se refiere a la distribución de los activos de renta variable por tenedores, y al igual que ha ocurrido en los mercados de renta fija, en 1999 se ha detectado un aumento de la participación de los inversores no residentes. Así, con información hasta julio, la inversión neta de estos inversores en los mercados primarios y secundarios de renta va-



riable ha continuado siendo positiva durante 1999, aunque por un importe inferior al observado en el mismo período del año anterior. El peso de la actividad de estos inversores en el mercado secundario ha aumentado ligeramente en el mismo período, al pasar de un 40 % a un 44 %. Asimismo, la información sobre las colocaciones de emisiones y ofertas públicas registradas en la CNMV en el primer cuatrimestre de 1999 muestra un aumento significativo de la proporción colocada entre no residentes en relación con la información del conjunto de 1998 (del 32 % al 55 %). Esta evolución se ha producido a costa, sobre todo, del sector de las familias. Posiblemente, el menor número de ofertas públicas de venta durante 1999, operaciones en las que suelen acudir masivamente los pequeños inversores, sea uno de los principales factores detrás de esta evolución.

1.3. Los mercados de derivados

En los mercados de derivados ha sido donde la introducción del euro ha supuesto una transformación más rápida, especialmente en el segmento de la renta fija. Así, la integración de los mercados monetarios del área del euro y la eliminación del riesgo de cambio han supuesto un incremento de la competencia entre los mercados europeos de derivados al aumentar considerablemente la sustituibilidad entre los productos ligados a la renta fija negociados en estos mercados. Frente a este escenario, los mercados han reaccionado estableciendo alianzas entre ellos y, en algunos casos, introduciendo cambios en su estructura de funcionamiento. Así, el año pasado, el mercado de derivados alemán DTB se unía con el suizo SOFFEX y formaban el mercado EUREX. Posteriormente, los mercados españoles, france-

CUADRO 4

Volúmenes negociados en los mercados de derivados (a)

Millones de euros

	1998		1999		1999	
	I TR-III TR	I TR-III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
MEFF renta fija	1.825.416	319.725	286.569	141.272	110.858	67.596
Corto plazo	987.016	19.939	138.426	13.927	5.181	831
Futuros	940.539	19.039	137.344	13.867	4.341	831
Opciones	46.477	900	1.082	60	840	0
Medio y largo plazo	838.399	299.786	148.144	127.345	105.676	66.765
Futuros	794.632	299.699	145.995	127.274	105.666	66.759
Opciones	43.767	87	2.149	71	11	6
MEFF renta variable	427.100	441.599	129.250	161.413	145.203	134.983
Ibex 35	422.098	431.640	127.231	159.241	141.459	130.941
Futuros	347.116	376.587	110.135	144.143	121.449	110.995
Opciones	74.982	55.054	17.095	15.098	20.010	19.946
Opciones individuales	5.002	9.959	2.020	2.172	3.744	4.042
MATIF						
Corto plazo. Futuros	3.463.216	2.749.773	600.314	1.201.693	891.088	656.992

Fuentes: MATIF, MEFF RF, MEFF RV y Banco de España.

(a) Los volúmenes están expresados en unidades monetarias y se han obtenido multiplicando el número de contratos negociados por su tamaño.

ses, portugueses e italianos establecieron una alianza que se denominó Euro-Globex, que constituye la parte europea de la red mundial de mercados de futuros Globex, en la que también participa el mercado americano CME. Por su parte, el mercado británico LIFFE decidió sustituir la negociación por corros por un sistema electrónico como el que existe en los mercados del continente. Más recientemente, el Consejo de MEFF ha acordado la integración de la gestión de las sociedades MEFF Renta Fija y MEFF Renta Variable.

En el ámbito de los mercados que negocian instrumentos referenciados a activos de renta variable la competencia se ha centrado en el lanzamiento de nuevos contratos basados en índices globales del área del euro y de otros países europeos.

El acuerdo entre los mercados englobados en Euro-Globex empezó a ser operativo a principios de año en el ámbito de los contratos sobre tipos de interés interbancarios. El acuerdo consistía en que el mercado español MEFF RF se interconectaba con el mercado francés MATIF y permitía que los miembros de MEFF RF pudieran acceder a la negociación del contrato de futuros sobre el Euribor a tres meses, cuyo libro de órdenes se localiza en MATIF. Los miembros de MEFF RF continúan liquidando sus operaciones a través de MEFF RF. A su vez, se constituyó la sociedad de valores MEFF Euro Services, que abrió una cuenta en MATIF,

en la que se liquidan las posiciones netas de los miembros de MEFF RF.

A mediados de año el acuerdo se ha extendido a otros productos de MATIF (bon notionnel) y al ámbito de los productos ligados a la renta variable (futuros sobre índices paneuropeos), aunque en este último caso el acuerdo se ha producido entre MEFF RV y el mercado francés MONEP. Asimismo, desde finales del verano los miembros de MATIF pueden acceder a la negociación del contrato de futuros sobre el bono no-cional de MEFF RF.

Por lo que se refiere a los volúmenes negociados, durante 1999 se ha producido una caída muy acusada en la operativa con los contratos listados en MEFF RF (véase cuadro 4). Esta evolución se explica, en primer lugar, porque la actividad que realizan los miembros de este mercado con futuros sobre el Euribor a 3 meses a través de Euro-Globex no se registra en MEFF RF sino que lo hace en MATIF. No obstante, el volumen acumulado de los contratos de futuros sobre tipos interbancarios de MEFF RF y MATIF continúa mostrando una caída durante el período enero-septiembre de 1999 en relación con el mismo período del año anterior. Adicionalmente, la caída de la actividad con los contratos listados en MEFF RF es también atribuible al desplazamiento de la operativa con contratos sobre bonos hacia el mercado Eurex (véase gráfico 5). Este mercado ha absorbido rápidamente el grueso de la negocia-

ción de derivados sobre bonos emitidos por los Estados del área del euro. Ante esta situación, MEFF RF reaccionó lanzando un nuevo contrato cuyo activo subyacente está formado por una cesta de bonos emitidos por varios de los Estados del área del euro. No obstante, este nuevo contrato no llegó a registrar volúmenes significativos, por lo que la estrategia de MEFF RF se centra de ahora en la comercialización de productos listados en otros mercados, en lugar del lanzamiento de productos propios. En este marco se inscribe el acuerdo recientemente alcanzado por esta sociedad con Eurex, que permitirá que los miembros de MEFF RF accedan, a través de sus pantallas, a la negociación del contrato sobre deuda pública de Eurex.

Así, la evolución reciente de la actividad de los mercados europeos de derivados pone de manifiesto la concentración creciente de la operativa de contratos sobre los tipos de interés del euro en un solo mercado (véase gráfico 5). En el caso de los contratos sobre tipos interbancarios el mercado que concentra la operativa es el británico LIFFE, mientras que la actividad con contratos referenciados a tipos a medio y largo plazo se localiza en el mercado Eurex.

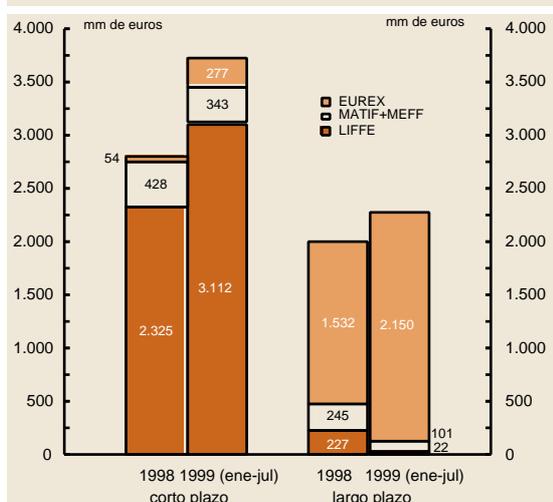
Por lo que se refiere a la actividad con contratos referenciados a instrumentos de renta variable, los volúmenes negociados en MEFF RV han seguido una evolución más estable. Así, durante el primer trimestre la actividad creció, pero durante el segundo y tercer trimestres los importes negociados se han ralentizado. Como consecuencia, los volúmenes acumulados en los tres primeros trimestres de 1999 suponen un aumento del 3,6 % en relación con el mismo período del año anterior. Por instrumentos, los futuros sobre el Ibex 35 ampliaron su peso en la negociación total al registrarse una caída en los volúmenes negociados con contratos de opciones sobre el mismo índice. En cambio, los volúmenes de las operaciones con opciones sobre valores individuales han crecido en relación con el ejercicio anterior, aunque su peso relativo en la negociación total continúa siendo muy reducido.

2. LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

A lo largo de los tres primeros trimestres de 1999, los intermediarios financieros españoles han desarrollado su actividad en un marco de crecimiento económico vigoroso, tipos de interés reducidos y ausencia de una tendencia clara en las cotizaciones bursátiles. Esto se ha traducido en el mantenimiento de fuertes tasas de crecimiento del crédito y en el menor crecimiento del patrimonio de los fondos de inversión y de pensiones. Ha continuado, igualmente, el

GRÁFICO 5

Volúmenes negociados en los mercados de derivados. Contratos de futuros sobre tipos de interés del euro. Medias mensuales (a) (b)



Fuentes: Eurex, Matif, Life, MEFF RF, MEFF RV y Banco de España.

(a) Los volúmenes están expresados en unidades monetarias y se han obtenido multiplicando el número de contratos por su tamaño.

(b) Los contratos incluidos en cada caso son los siguientes:
MATIF: A corto plazo: Pibor 3 meses y Euribor 3 meses. A largo plazo: ECU Bond, Euro All Sovereigns, Matif 5 años, Euro 5 años, E-Bond 30 años, Notional Bond y Eurobond.
EUREX: A corto plazo: Euromark 1 mes, Euribor 1 mes, Euromark 3 meses y Euribor 3 meses. A largo plazo: Schatz, Euro Schatz, Bobl, Euro Bobl, Comi, Conf, Euro Buxl, Jumbo-Pfandbrief, Euro Jumbo-Pfandbrief, Bund y Euro Bund.
LIFFE: A corto plazo: Euromark 3 meses, Eurolira 3 meses, Euribor 3 meses. A largo plazo: Bund, Bobl, BTP, Euro Bund y Euro BTP.
MEFF: A corto plazo: Mibor 90 y Mibor 360. A largo plazo: Bono notional a 10 años.

proceso de internacionalización de las carteras de fondos de inversión, fondos de pensiones, empresas de seguros y entidades de depósito, así como el desplazamiento hacia activos de mayor riesgo como la renta fija privada o la renta variable. Las mayores emisiones de pagarés de empresa y de otros títulos de renta fija privada, comentadas en la sección anterior, en las que los bancos han tomado también parte activa como emisores, han contribuido a esa recomposición de las carteras. No obstante, estas emisiones no han sido suficientemente elevadas como para compensar el descenso en las emisiones de deuda pública, por lo que ha persistido una situación de escasez de títulos negociables en el mercado doméstico que ha incentivado las inversiones en otros activos del área euro. Esto ha sido especialmente destacado en el caso de los FIAMM, pero también en otros grupos de entidades como los FIM o las entidades de depósito.

La evolución poco favorable de los precios de los activos financieros, hasta el mes de oc-

tubre, y los cambios recientes en la fiscalidad (véase recuadro 2) han contribuido a la recuperación de los depósitos bancarios y a la caída en las suscripciones netas de fondos de inversión. A pesar de ello, el crecimiento de los recursos de clientes no ha sido suficiente para financiar el crecimiento del crédito. Por ello, las entidades de depósito han seguido recurriendo a la financiación neta exterior, fundamentalmente de carácter interbancario, lo que ha incrementado la posición deudora neta de las entidades de depósito frente al exterior.

En este contexto, los beneficios de las entidades de depósito en los nueve primeros meses del año han continuado creciendo con respecto al año anterior, si bien hay que señalar que el incremento se basa exclusivamente en la evolución favorable de los saneamientos por riesgo de crédito y por valores, mientras que el margen de explotación desciende por primera vez desde 1995.

2.1. Entidades de depósito

Las entidades de depósito (bancos, cajas y cooperativas) constituyen el principal componente del sistema financiero español. Estas entidades, enfrentadas a una creciente competencia tanto entre ellas como por parte de entidades extranjeras y de otras entidades financieras, se encuentran en un proceso de adaptación continua al nuevo entorno que se ha configurado como consecuencia de la apertura al exterior, la UEM y las nuevas tecnologías. En este epígrafe se hace un repaso de la evolución de la actividad de estas entidades en los nueve primeros meses de 1999 (6). Para ello, primero se analiza la estructura del activo, después la del pasivo y, finalmente, la evolución de los márgenes y costes. En un anejo a este trabajo se realiza un análisis comparativo de la evolución de los bancos comerciales y las cajas de ahorros, con una perspectiva temporal algo más amplia. Cabe mencionar que, a lo largo de 1999, se han producido o anunciado las dos mayores fusiones de la historia del sector, constituyéndose dos grupos, BSCH y BBVA, que suponen, respectivamente, el 20 % y el 21 % del balance total del sector.

A pesar de la competencia de otros intermediarios financieros, la actividad de las entidades

(6) Otras entidades de crédito, como los establecimientos financieros de crédito (EFC) o el ICO, no se analizan dada su menor importancia relativa y, en el caso del ICO, sus características específicas. Con datos de 1998, los EFC representan un 2,4 % del balance total de las entidades de crédito. En el *Boletín económico* de junio de 1999 se analizan la actividad y los resultados de estas entidades en 1998.

de depósito españolas ha seguido creciendo de manera importante en 1999. Aunque los activos totales medios (ATM), en los tres primeros trimestres del año, han crecido solo un 4,8 % en relación con el mismo período del año anterior —inferior al crecimiento del PIB nominal por primera vez en los últimos años—, el descenso en la tasa de crecimiento se explica por la caída de los activos de sucursales de bancos extranjeros (-15,1 %) y por el efecto de las fusiones bancarias (7). Sin estos dos efectos, el crecimiento de los ATM del conjunto de entidades de depósito se habría situado en un nivel no muy distinto del de 1998 (8,6 %).

Desde septiembre de 1998, siete bancos extranjeros han dado de baja sus sucursales en España, cinco de los cuales son bancos japoneses. Además, la actividad de algunas de las sucursales de bancos extranjeros que todavía permanecen en España se ha reducido como consecuencia de la concentración de sus operaciones de tesorería en otras plazas europeas tras la llegada del euro. Por otra parte, la fusión, en octubre de 1998, del Banco Exterior, Banco Hipotecario, Caja Postal y la Corporación Bancaria de España supuso la cancelación de las operaciones interbancarias entre las entidades citadas, lo que afecta a la comparación del período transcurrido de 1999 con el mismo período de 1998 (8). Ambos efectos afectan exclusivamente a los bancos comerciales, mientras que las cajas de ahorros y las cooperativas presentan crecimientos de ATM (11,3 % y 10 %, respectivamente) muy superiores al de los bancos y, en el caso de las cajas, incluso superiores a los registrados un año antes.

Por su parte, las operaciones fuera de balance no de futuro —esto es, pasivos contingentes y compromisos y riesgos contingentes— del conjunto de las entidades de depósito continúan ganando peso en relación con el balance total (véase cuadro 5).

2.1.1. Estructura del activo

Por el lado del activo, destaca el crecimiento del crédito a tasas superiores al 10 % interanual, por tercer año consecutivo. Esta fuerte

(7) Salvo que se indique lo contrario, todos los datos incluidos en este informe corresponden a la agregación de las entidades existentes en cada momento del tiempo, por lo que parte de las variaciones puede responder a la existencia de altas o bajas en el conjunto de entidades.

(8) La fusión del BCH y del Banco Santander, que se ha producido en este año, tiene un efecto menor, dado que se ha producido en abril, por lo que afecta en menor medida a la tasa de crecimiento en 1999.

CUADRO 5

**Entidades de depósito
Estructura de balance (a)**

% sobre balance medio

	Total (b)		Bancos		Cajas	
	1998	1999	1998	1999	1998	1999
	ENE-SEP	ENE-SEP	ENE-SEP	ENE-SEP	ENE-SEP	ENE-SEP
ACTIVO:						
Cajas y bancos centrales (c)	1,9	1,8	1,4	1,4	2,7	2,4
Activos del mercado interbancario (d)	25,7	20,2	31,8	24,3	15,0	14,1
Crédito	46,7	50,2	42,4	45,8	53,9	56,9
Cartera de valores	18,8	19,8	17,6	20,1	21,7	20,0
<i>Renta fija</i>	14,7	15,3	13,6	15,4	17,4	15,5
<i>Renta variable</i>	4,1	4,5	4,1	4,7	4,3	4,5
Resto activo	6,9	8,0	6,8	8,4	6,7	6,7
PASIVO:						
Banco de España y mcdo. Interbancario (e)	29,8	27,2	40,3	37,0	11,6	12,1
Recursos de clientes	55,1	56,3	44,1	45,2	74,5	73,6
<i>Acreedores (f)</i>	53,4	54,1	42,7	43,4	72,0	70,6
<i>Empréstitos</i>	1,7	2,2	1,4	1,9	2,5	2,9
Recursos propios	5,8	5,6	5,3	5,0	6,4	6,4
Fondos especiales	2,5	2,6	2,2	2,4	3,1	2,9
Financiación subordinada	1,6	1,9	2,1	2,4	0,8	1,0
Resto pasivo	5,2	6,4	6,1	7,9	3,6	4,0
CUENTAS DE ORDEN:						
Pasivos contingentes	9,6	11,4	12,2	15,0	4,3	5,0
Compromisos y riesgos contingentes	14,6	17,1	15,9	18,9	12,5	14,5
Operaciones de futuro	148,3	139,9	213,9	198,6	33,0	47,5
PRO MEMORIA:						
Total balance medio						
Saldo en millones de euros	894.390	936.947	573.331	579.859	292.002	325.139
Tasa de crecimiento interanual	8,5	4,8	8,3	1,1	8,8	11,3

Fuente: Banco de España.

- (a) Datos referidos a entidades existentes en cada período.
 (b) Bancos, cajas de ahorros y cooperativas. Los datos son cifras de negocio total, que incluyen las sucursales de bancos en el extranjero, pero no las filiales.
 (c) Incluye: cajas y bancos centrales (excepto adquisiciones temporales) y CBEs.
 (d) Incluye: ECA (cuentas a plazo, adquisiciones temporales y préstamos de valores) y adquisiciones temporales al BE.
 (e) Incluye: BE y ECA (cuentas a plazo, cesiones temporales y acreedores por descubiertos en cesiones).
 (f) Incluye cesiones temporales a clientes.

expansión del crédito se ha visto impulsada, fundamentalmente, por la mayor demanda derivada de los reducidos niveles de tipos de interés, las favorables perspectivas económicas y la mejora de la situación financiera de empresas y familias en los últimos años. Este crecimiento del crédito se compensa con una importante caída de los activos interbancarios, concentrada en los bancos. En conjunto, los activos interbancarios pierden más de cinco puntos porcentuales en porcentaje de ATM, mientras que el crédito supera el 50 % del balance total (véase cuadro 5). Algo más de la mitad de la caída de activos interbancarios puede explicarse por los factores antes mencionados: fusión del Banco Exterior, Banco Hipotecario, Caja Postal y Corporación Bancaria de España, y reducción de la actividad de las sucursales de

bancos extranjeros. El resto se debe a la caída de los activos interbancarios frente a entidades no residentes, que se comentará al hablar de la financiación exterior.

El crecimiento del crédito se concentra en las operaciones con el sector privado residente, que crece un 16,8 % (véase cuadro 6). Este crecimiento se elevaría al 18,7 % si se considera también el crédito instrumentado mediante la adquisición de títulos (incluidos activos emitidos por fondos de titulización hipotecaria en poder de las entidades). Por el contrario, el crédito a no residentes y a las AAPP cae con respecto al período enero-septiembre de 1998. Dentro del crédito al sector privado residente, prácticamente todas las partidas crecen de forma notable, exceptuando solo el crédito a

CUADRO 6

Operaciones con clientes

% sobre el total

	Tasas de crecimiento interanual					% sobre el total	
	1998	1998		1999		1998	1999
		IV TR	I TR	II TR	III TR	ENE-SEP	ENE-SEP
Crédito total (a)	13,7	13,4	12,2	12,4	13,4	100,0	100,0
No residentes	25,0	8,4	-1,3	-10,5	-5,8	8,1	6,7
AAPP	-14,9	-16,3	-10,3	-6,8	-7,1	7,5	6,1
Otros sectores residentes	16,0	17,0	15,7	16,4	16,8	84,4	87,1
Del cual:							
<i>Con garantía hipotecaria</i>	20,2	20,1	19,4	18,9	18,2	36,8	38,8
PRO MEMORIA:							
Créditos dudosos	-25,2	-23,7	-20,5	-18,2	-14,4	2,0	1,4
Créditos a tipo de interés variable	23,9	24,6	17,2	16,5	17,6	45,8	47,6
Créditos en moneda extranjera (b)	18,3	4,2	-19,1	-20,8	-15,7	8,8	6,4
Crédito + Cartera de renta fija de otros sectores residentes	15,8	17,3	16,7	17,7	18,7	85,1	88,9
Crédito total a otros sectores residentes (c)	—	17,1	12,4	14,8	13,3	100,0	100,0
Otras IIFF	—	40,8	-66,9	-68,2	-58,4	3,1	1,4
Empresas no financieras	—	13,5	11,7	16,4	14,4	47,0	47,0
Familias e IPSFL	—	19,2	19,1	17,7	16,6	49,9	51,7
<i>Consumo</i>	—	28,5	28,4	25,7	17,7	7,9	8,7
<i>Vivienda</i>	—	18,8	19,0	16,1	16,5	31,0	31,9
<i>Otros</i>	—	14,0	12,9	16,4	16,2	11,0	11,1
PRO MEMORIA:							
Hasta un año	—	18,7	8,4	12,9	11,8	23,7	23,3
A más de cinco años	—	20,6	19,6	19,8	16,6	57,1	59,7
Acreeedores totales	6,5	5,0	5,4	6,2	6,6	100,0	100,0
Cesiones temporales	4,2	-8,4	-10,0	-12,0	-17,5	20,8	17,0
Depósitos	7,2	8,7	9,5	11,0	12,8	79,2	83,0
AAPP	9,6	12,8	22,9	18,1	14,2	3,0	3,3
Vista	14,1	16,1	18,9	18,3	19,8	36,4	40,8
Plazo	1,2	2,0	0,2	3,7	6,2	39,9	38,9
PRO MEMORIA							
Depósitos a plazo dos años	-4,2	-7,2	-6,8	-4,9	-0,3	86,6	75,8
Depósitos a plazo > dos años	13,8	34,0	67,4	90,7	132,2	13,4	24,2
Acreeedores no residentes	11,4	7,3	14,4	16,2	36,1	9,2	10,7
Acreeedores en moneda extranjera (b)	30,7	28,4	-8,7	-16,7	-5,3	6,8	5,8
Depósitos de residentes en sucursales en el extranjero	83,9	56,6	12,9	10,3	-24,3	6,0	5,5

Fuente: Banco de España.

(a) Incluye dudosos.

(b) Hasta diciembre de 1998, crédito/acreeedores en monedas distintas de la peseta. Desde enero de 1999, crédito/acreeedores en monedas distintas del euro.

(c) Solo negocios en España.

otras instituciones financieras no de crédito y los dudosos. Cabe destacar, no obstante, el crecimiento del crédito al consumo de las familias a tasas superiores al 20 % durante los dos primeros trimestres de 1999 y el fuerte crecimiento de los créditos con garantía hipotecaria. Por plazos, son los créditos a más de cinco años los que registran una mayor tasa de crecimiento, si bien hay que señalar que el crédito a tipo variable sigue ganando peso dentro del conjunto de la inversión crediticia de las enti-

dades de depósito, constituyendo ya un 47,6 % del crédito total.

Como ya se ha mencionado, tanto los reducidos niveles de tipos de interés como el dinamismo de la economía han contribuido a la expansión del crédito. Otros factores, ya señalados en el *Informe anual* de 1998, son la mejora de la situación financiera de las empresas y las familias y los procesos de reestructuración empresarial. El descenso de los tipos de interés en

los últimos años ha supuesto una importante reducción de la carga por intereses derivada del endeudamiento de empresas y familias, permitiendo a estas asumir mayores niveles de endeudamiento. Por otro lado, relacionado en parte con los descensos en los tipos de interés, los precios de los activos financieros de renta variable han registrado una fuerte revalorización en el conjunto de los últimos años, circunstancia que ha supuesto un aumento de la riqueza neta de las familias, las cuales representan una proporción cada vez mayor dentro del conjunto de los sectores tenedores (directa o indirectamente) de acciones. Finalmente, el inicio de la UEM ha dado un renovado impulso a los procesos de reestructuración empresarial, incluyendo la adquisición de empresas en España o en el extranjero. Esto, junto con la constitución de nuevas empresas, alentada por la situación cíclica de la economía, ha debido contribuir también a incentivar la demanda de crédito bancario.

En este contexto de crecimiento de la demanda de crédito, las entidades de depósito han continuado recortando los tipos de interés de las operaciones nuevas de crédito durante gran parte del período considerado, en línea con la evolución de los tipos de interés interbancarios. Los repuntes registrados en los tipos de la deuda del Estado a medio y largo plazo no se reflejaron en los tipos del crédito hasta después de los meses de junio y julio, en que estos últimos alcanzaron sus niveles más bajos. Desde entonces, y hasta el mes de octubre (último dato disponible a la hora de cerrar este informe), se han producido repuntes significativos, aunque variables según el tipo de instrumento y de entidad. Los aumentos más acusados han tenido lugar en los créditos a medio y largo plazo sin garantía real, mientras que en los créditos hipotecarios, los incrementos han sido todavía reducidos, debido al mayor peso relativo, en estos segundos, de los créditos con tipo de interés variable, referenciado a los tipos de interés de corto plazo. Dada la sensibilidad relativamente reducida de la demanda de crédito ante variaciones en los tipos de interés, no cabe esperar, todavía, un efecto importante del incremento reciente en el coste del crédito sobre la evolución del mismo.

En términos reales, el crecimiento actual de la financiación concedida al sector privado no financiero se sitúa en torno al 15 %, lo que supone igualar las tasas registradas en los momentos más álgidos del ciclo anterior (1989). Aunque existen razones que pueden justificar, temporalmente, crecimientos tan elevados del crédito, el mantenimiento de estas tasas por un período prolongado, además de los riesgos que entraña para la estabilidad macroeconómica,

podría derivar, en el futuro, en una merma de la calidad de la cartera de créditos de algunas entidades.

Un segundo problema que se deriva del fuerte crecimiento del crédito es la necesidad de las entidades de buscar vías de financiación para el mismo, lo cual, en caso de insuficiente crecimiento de los depósitos, puede implicar desequilibrios en los balances. Este aspecto se discute con detalle en el siguiente epígrafe.

La cartera de valores, al contrario de lo que ocurría en 1998, ha ganado peso en el total del balance en los meses transcurridos del año (representa casi un 20 %), como consecuencia del notable incremento registrado en los dos primeros trimestres. Las entidades de depósito han seguido aumentando su inversión en renta variable, pero, además, en este año, han más que compensado el descenso de sus tenencias de deuda del Estado con incrementos muy importantes en el resto de su cartera de renta fija (privada y de no residentes). Esto refleja, probablemente, el deseo de las entidades de depósito de aumentar su participación en los mercados nacionales e internacionales, sobre todo del área del euro, y, posiblemente también, de disponer de más títulos susceptibles de ser utilizados para obtener liquidez en el Banco de España. Así, las tenencias de bonos y obligaciones de los sectores residentes, excluyendo AAPP y entidades de crédito, se han prácticamente cuadruplicado en los doce meses transcurridos hasta septiembre de 1999, con un incremento interanual de 7.543 millones de euros. A juzgar por la actividad en el mercado primario, cabe pensar que las adquisiciones de bonos de titulización hipotecaria constituyen una parte importante de dicho incremento. Por otra parte, los títulos de renta fija de entidades de crédito no residentes y de otros no residentes registraban en septiembre una variación interanual de 14.955 millones de euros (un 84 % en bancos). Estos títulos representan ya un 24 % de la cartera total de renta fija de las entidades de depósito, si bien existen notables diferencias entre grupos de instituciones. Para los bancos, la cartera de títulos de renta fija de no residentes representa un tercio del total, mientras que para cajas y cooperativas es menos de un 12 %, lo que indica un grado muy diferente de actividad en los mercados internacionales.

La partida de caja y bancos centrales crece moderadamente, compensándose el descenso, por amortización, de los CBE con un incremento en los activos en el Banco de España, como resultado del mayor nivel de activos de caja que exige el nuevo coeficiente de caja establecido en el Eurosistema. Por último, los otros

activos crecen fuertemente, como resultado del incremento de otras cuentas (no interbancarias) con entidades de crédito, asociadas a cambios operativos en los procedimientos de transferencias interbancarias de fondos entre países, desde el inicio de la UEM. Este efecto tiende a amortiguarse y tiene su contrapartida en un crecimiento de cuantía similar en el pasivo.

2.1.2. Estructura de la financiación

La estructura de la financiación de las entidades de depósito se ha visto afectada por diversos factores. Por un lado, los cambios fiscales y el menor atractivo de los fondos de inversión, en un contexto de rentabilidades esperadas reducidas en los mercados financieros, que han propiciado un crecimiento significativo de los depósitos. Por otro lado, se ha visto afectada también por los cambios que ha supuesto la UEM (nuevo esquema de instrumentación de la política monetaria, mercado interbancario único del área del euro), la necesidad de obtener recursos para financiar el crecimiento del crédito, en un contexto de creciente endeudamiento exterior, y por la necesidad de resolver los problemas de insuficiencia de activos para aportar como colateral en las subastas de intervención monetaria del SEBC. Todas estas circunstancias han llevado a un descenso en los fondos captados en el Banco de España y en los mercados interbancarios, a un mayor peso de la emisión de empréstitos y financiaciones subordinadas y a un notable descenso de las cesiones temporales (9).

Los depósitos han crecido sobre todo en cajas y cooperativas, pero también en bancos (un 7 %, en los tres primeros trimestres, en bancos, y un 15 % y un 14 %, respectivamente, en cajas y cooperativas). Dentro de estos, destaca el crecimiento del 19 % de los depósitos a la vista (cuentas corrientes y de ahorro) y la recuperación de los depósitos a plazo, en los que se ha producido un vuelco entre los depósitos a menos de dos años y los depósitos a más de dos años. Estos últimos se han visto especialmente favorecidos por la reciente reforma del IRPF y han pasado, en solo un año, de representar un 13 % de los depósitos totales a plazo a ser un 24 % del total (véase cuadro 6). En conjunto, el crecimiento de los depósitos se ha visto favorecido por el menor atractivo de otros instrumentos de inversión, como las participaciones en fondos de inversión (debido a las perspectivas

menos favorables en los mercados de capitales) y por el desplazamiento del público hacia activos más líquidos, en un contexto de reducidos tipos de interés. Los cambios en la fiscalidad han favorecido también a los depósitos, en detrimento de los fondos de inversión (véase recuadro 2). Por primera vez, las plusvalías realizadas en la venta de fondos de inversión están sujetas a una retención a cuenta del 20 %, mientras que la retención a cuenta de los rendimientos de los depósitos se ha reducido del 25 % al 18 %. Además de ello, los rendimientos de los depósitos generados en un plazo superior a dos años gozan de una reducción del 30 % en la base imponible, que antes no existía.

En cuanto al coste de esta fuente de financiación, hay que señalar que los tipos de interés de las operaciones nuevas de depósito han tocado suelo en el tercer trimestre del año, registrándose ligeros repuntes con posterioridad. Al igual que en el caso de los tipos de interés de activo, los repuntes han sido más intensos y más rápidos en los depósitos a mayor plazo, particularmente en los depósitos a más de dos años.

Cabe destacar también el fuerte crecimiento de los acreedores no residentes y el agotamiento del proceso de deslocalización de depósitos. Así, en el período enero-septiembre de 1999, los depósitos de residentes en las sucursales en el extranjero de las entidades españolas se han reducido ligeramente, frente a crecimientos muy intensos en años anteriores (en 1998, un 53 % de la variación de acreedores residentes se materializó en las sucursales en el extranjero). La remuneración del coeficiente de caja y la menor importancia relativa de las ventajas fiscales, en un contexto, como el actual, en el que los tipos de interés son muy reducidos, explicarían este hecho.

Pese a la recuperación de los depósitos, la notable caída de las cesiones temporales de activos (-18 %) ha hecho que los recursos captados de clientes crezcan tan solo moderadamente (alrededor del 6 %). La caída de las cesiones se explica por las menores emisiones de deuda del Estado, que constituye el principal activo utilizado para su cesión al público, por la caída de la demanda de cesiones por parte de los fondos de inversión y por la propia necesidad de las entidades de depósito de disponer de títulos en cartera, no cedidos, para su utilización como colateral en las subastas de liquidez del Eurosistema. En los últimos años, las entidades venían arrastrando una situación en la que el volumen de títulos en cartera susceptibles de ser utilizados como colateral era limitado, debido a que el grueso de los mismos estaba cedido, bien al público, bien a otras entida-

(9) En términos globales, el descenso de los pasivos interbancarios se explica, nuevamente, por el efecto de las fusiones y del descenso en la actividad de las sucursales extranjeras.

des financieras. Esto venía generando ciertas tensiones en los mercados monetarios, especialmente en los períodos en los que se producía un volumen elevado de operaciones de lavado de cupón, lo que reducía aún más el volumen de activos disponible. En lo que llevamos de año, las entidades han aumentado su cartera de títulos de renta fija privada y de renta fija emitida por no residentes (10), compensando el descenso del saldo de CBE y de la deuda del Estado, y han reducido las cesiones temporales al público. Ambos factores han contribuido a que la situación de escasez de títulos por parte de las entidades se haya amortiguado. No obstante, el nuevo sistema de subastas de intervención monetaria del SEBC ha dado lugar a nuevas necesidades de disponer de títulos por parte de las entidades.

Pese a que la titulación de créditos ha permitido reducir el crecimiento del crédito en balance, los recursos de clientes han seguido siendo insuficientes para financiar la expansión del crédito. En los doce meses transcurridos entre septiembre de 1998 y septiembre de 1999, las cajas de ahorros y las cooperativas han tenido en los acreedores su principal fuente de recursos [un 66 % y un 64 % del total (11), respectivamente], mientras que, en los bancos, aquellos solo cubren un 23 % de las necesidades de financiación. En los bancos, es el mercado interbancario la principal fuente de financiación (44 %). No obstante, las emisiones de títulos adquieren ya una relativa importancia, como alternativa al interbancario. Estas suponen casi un 23 % de los recursos totales de los bancos y un 13 % en el caso de las cajas, lo que supone un avance notable con respecto a períodos previos. Cabe señalar que, del crecimiento de los acreedores no residentes (muy importante en los bancos), una parte significativa correspondería a recursos captados a través de emisiones internacionales de filiales no bancarias radicadas en paraísos fiscales, con lo que los datos de las matrices estarían infravalorando el recurso total a los mercados de capitales.

El recurso al interbancario, fundamentalmente con entidades no residentes, sigue siendo importante. Sin embargo, una diferencia sustancial con periodos anteriores es que esto no se ha traducido en un aumento de los pasi-

vos interbancarios con no residentes, sino en un descenso de los activos. Las entidades de depósito han captado en el mercado monetario único del área del euro los recursos que han dejado de recibir del Banco de España, mientras que han reducido la financiación interbancaria procedente de fuera de la UEM.

El gráfico 6 muestra el crecimiento de los pasivos interbancarios exteriores de las entidades de depósito españolas, hasta alcanzar cotas superiores al 12 % del balance total en 1998. Quizás este alto nivel alcanzado explique que las entidades hayan buscado, en 1999, reducir sus activos interbancarios en lugar de incrementar aún más sus pasivos. En cualquier caso, en términos netos, la posición interbancaria exterior de las entidades de depósito españolas se sitúa en niveles máximos históricos. La creación de un mercado interbancario único dentro de la UEM facilita la financiación de las entidades españolas en el exterior y resta relevancia a la posición exterior neta global. No obstante, persisten ciertos riesgos, derivados, en primer lugar, de que la financiación en el mercado interbancario del euro no es totalmente equiparable, en términos de riesgos de liquidez, a la financiación del Banco de España; y, en segundo lugar, de que el grueso de la posición deudora neta de las entidades españolas frente al exterior sigue siendo con entidades de fuera de la UEM.

Finalmente, cabe mencionar que los recursos propios en balance (12) apenas crecen, aunque sí lo hace la financiación subordinada. En términos consolidados y con datos correspondientes a junio de 1999, la *ratio* BIS (13), para el conjunto de grupos de entidades de depósito, se sitúa en el 11 %, significativamente por encima de los niveles mínimos exigidos (8 %). En relación con los recursos propios, cabe destacar la publicación en junio de este año de un documento consultivo por parte del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, con una propuesta de modificación del Acuerdo de 1988 (ver recuadro 3).

2.1.3. Evolución de márgenes y costes

En los tres primeros trimestres de 1999, y en relación con el mismo período del año anterior, los resultados de las entidades de depósito han continuado mostrando un estrechamiento de

(10) En los últimos años, el Banco de España fue aumentando progresivamente el conjunto de activos admisibles como colateral en las subastas de intervención monetaria, para incluir activos de renta fija privada e incluso de renta variable. Con el nuevo esquema adoptado por el SEBC, los activos emitidos por no residentes, incluidos en las listas de los bancos centrales correspondientes, pueden también ser utilizados como colateral en el Banco de España.

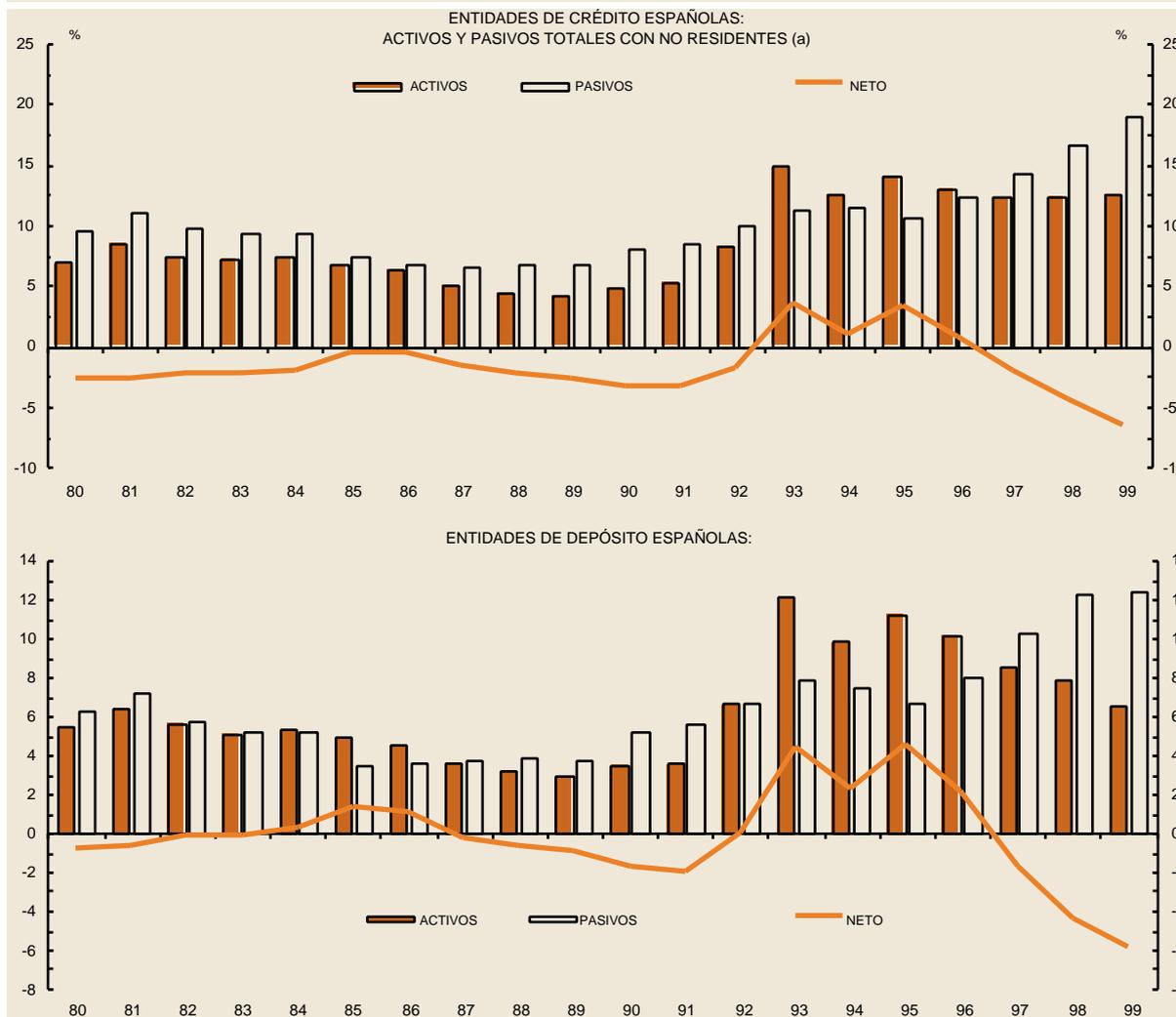
(11) Definido como la variación del total pasivo menos activos interbancarios.

(12) Capital o fondo de dotación, más reservas, más resultados de ejercicios anteriores y del ejercicio corriente pendientes de regularizar, netos de activos inmateriales, dividendos a cuenta y acciones en cartera y accionistas.

(13) Porcentaje de los recursos propios computables sobre los riesgos ponderados; el mínimo exigido es un 8 %.

GRÁFICO 6

**Posición neta con no residentes
(en % sobre activo total)**



Fuente: Banco de España.

(a) Entidades de crédito hasta 1991 inclusive e IFM desde entonces. El dato de 1999 corresponde al mes de octubre.

(b) Hasta 1996 inclusive, activos y pasivos con entidades de crédito no residentes. Desde entonces, activos y pasivos con IFM. El dato de 1999 corresponde al mes de octubre.

los márgenes operativos, pese a lo cual, los resultados antes de impuestos han seguido creciendo (véase cuadro 7). Una vez más, esto se explica por la evolución de las partidas que se sitúan por debajo del margen de explotación. En concreto, los saneamientos totales han caído un 30 % (11 pb, en términos de ATM), en esta ocasión, fundamentalmente, por las menores necesidades de dotación al fondo de fluctuación de valores y de provisiones por riesgo país. Ambas fueron relativamente elevadas en los tres primeros trimestres de 1998, como consecuencia de la crisis de la deuda rusa y sus repercusiones en las bolsas y mercados internacionales.

Todos los márgenes hasta el resultado antes de impuestos caen aproximadamente unos 10 pb, en porcentaje de ATM. El resultado antes de impuestos crece, sin embargo, del 0,98 % al 0,99 % de los ATM, con lo que la rentabilidad, antes de impuestos, sobre recursos propios vuelve a crecer, pasando del 17,1 % al 17,6 %.

El descenso del margen de intermediación, en porcentaje de ATM, se debe, sobre todo, a la continuación en el estrechamiento de márgenes en las operaciones de crédito-depósito en pesetas. Aunque, desde principios de 1998, el margen entre tipos activos y pasivos de las operaciones nuevas de crédito y depósito en

Propuestas de reforma del acuerdo de Basilea sobre los requerimientos de capital de las entidades de crédito

El pasado mes de junio, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (CSBB) hizo público un importante documento consultivo con diversas propuestas para crear un nuevo esquema de requisitos de capital para las entidades y grupos de entidades de crédito, aplicable a nivel internacional, que sustituya al actualmente vigente, derivado del Acuerdo de Basilea de 1988, con sus modificaciones posteriores (1). El objetivo del documento es recabar la opinión de los distintos sectores afectados, lo que serviría de base para la elaboración de propuestas más definitivas a lo largo del año 2000, que, eventualmente, desembocarían en la firma de un nuevo acuerdo internacional. La propuesta no es, por tanto, una propuesta cerrada, sino muy abierta, con muchos puntos todavía pendientes de detallar.

El Acuerdo de Basilea de 1988 es la base de la actual legislación sobre recursos propios mínimos de las entidades de crédito, no solo de los países firmantes del mismo (G10), sino también de muchos otros países, entre ellos los de la Unión Europea y, por tanto, de España, por lo que su modificación en un futuro próximo es un asunto de extraordinaria relevancia. El objetivo de la reforma es, manteniendo los aspectos positivos del mismo (consecución de unos mayores niveles de capitalización de los sistemas financieros nacionales e internacional, establecimiento de unas normas internacionales homogeneizadas), reformar aquellos aspectos que han resultado más problemáticos. Estos se centran, sobre todo, en la incapacidad de la clasificación original de los riesgos para discriminar adecuadamente en función del verdadero riesgo de crédito de cada activo, generándose algunos efectos perversos.

Cabe destacar, por ejemplo, que todos los riesgos de crédito con empresas no bancarias conllevan un coeficiente del 100 % (2), independientemente de la calidad crediticia de la empresa, lo que implica que los préstamos a empresas de alta calidad crediticia estén sujetos a un requerimiento de capital igual al de los préstamos a empresas de dudosa calidad crediticia. Por otra parte, los créditos a países de la OCDE, por el mero hecho de pertenecer a la OCDE, están sujetos a un coeficiente del 0 %, pese a que las calificaciones crediticias de los distintos países miembros de la OCDE difieren considerablemente. Algo similar ocurre con los requerimientos exigidos a los créditos interbancarios, los cuales dependen de la domiciliación o no del banco prestatario en un país de la OCDE. Estas inconsistencias se han traducido en un creciente uso de operaciones de arbitraje regulatorio por parte de los bancos, titulizando, por ejemplo, los créditos a las empresas de mayor calidad crediticia, cuyo riesgo real no se corresponde con los requerimientos legales de capital, y quedándose en su balance solo con los créditos de menor calidad crediticia dentro de cada agrupación. Igualmente, se argumenta que los actuales coeficientes, al favorecer los créditos interbancarios a corto plazo frente a los de largo plazo, han contribuido a que los bancos de los países asiáticos implicados en la crisis de 1997 se endeudaran fuertemente en el exterior con vencimientos muy cortos, circunstancia que se considera como uno de los factores que han estado detrás de la crisis asiática.

La propuesta de nuevo esquema de requerimientos de capital del CSBB se sustenta en tres pilares:

- a) Existencia de unos requerimientos mínimos de capital.
- b) Supervisión de los mecanismos internos de control de riesgos de las entidades.
- c) Reforzamiento de la disciplina de mercado.

Con respecto a los requerimientos mínimos de capital por riesgo de crédito, se plantean tres alternativas, en función del grado de desarrollo de los mecanismos de control de riesgos de cada entidad. Con carácter general, el CSBB propone la sustitución del actual esquema, basado en la distinción entre países OCDE y no OCDE, por un esquema basado, en mayor medida, en la calificación crediticia otorgada por las agencias de calificación —como Standard & Poors, Moody's o Fitch Ibcra— a los distintos países y empresas (*rating* externo). Alternativamente, las entidades que demostrasen la capacidad suficiente para ello podrían utilizar un sistema basado en sus propias calificaciones crediticias de las contrapartidas (*rating* interno). Finalmente, se adelanta la posibilidad de que, en un futuro, las entidades pudieran descansar en modelos formalizados de riesgo de crédito para el cálculo de sus requerimientos mínimos de capital, si bien esta posibilidad no se considera posible a corto plazo, dados los problemas que todavía subsisten para la validación de los modelos.

Sin duda, un cambio hacia un sistema basado en las calificaciones crediticias de las contrapartidas contribuiría a una mayor ligazón entre los requerimientos de capital y el verdadero riesgo de crédito de las entidades, pero no estaría exento de problemas. Un primer y obvio problema sería el de la fiabilidad de las calificaciones crediticias y sus implicaciones en casos de pérdidas súbitas de confianza. Así, por ejemplo, las agencias de calificación han sido ampliamente criticadas por su incapacidad para anticipar los problemas de los países asiáticos afectados por la crisis de 1997 y por su sobre-reacción una vez desatada la crisis. En este contexto, ligar los requerimientos de capital de las entidades de crédito a las calificaciones crediticias puede hacer aún más inestable el sistema. Por otra parte, la existencia de calificaciones crediticias se limita, sobre todo, a las grandes empresas, principalmente americanas. Esto plantea el problema de qué hacer con las empresas no calificadas. La propuesta del CSBB —que aplica un coeficiente del 100 % a las empresas no calificadas y del 150 % a las empresas con una baja calificación crediticia— puede generar efectos perversos sobre los mercados de bonos y sobre los incentivos de las agencias de calificación. En cualquier caso, con todos sus problemas, la necesidad de cambiar el esquema actual es manifiesta, por lo que es preciso avanzar en la vía señalada por el CSBB.

Una medición más afinada del riesgo de crédito debe ir acompañada de la consideración de otros riesgos que, con anterioridad, estaban, implícitamente, considerados conjuntamente con el riesgo de crédito. El objetivo es que la reforma del acuerdo de 1988 no se traduzca en un descenso indebido del nivel de capitalización de los bancos, con consecuencias negativas en términos de estabilidad financiera. Así, el CSBB propone que las entidades estén sujetas no solo a requerimientos de capital mínimo por riesgo de crédito y riesgo de mercado, como lo están actualmente, sino también a requerimientos de capital por riesgo de tipo de interés en la cartera de créditos (*banking book*), cuando este es significativamente superior a la media, así como a requerimientos por riesgos operativos. En el documento del CSBB de junio se hacen propuestas todavía muy tentativas al respecto.

En cualquier caso, con independencia del mayor o menor éxito que se pueda tener en el establecimiento de unos requerimientos de capital mínimos verdaderamente ligados al riesgo real de las entidades, la creciente complejidad de la operativa de las entidades hace necesario complementar estas medidas con lo que el CSBB denomina segundo y tercer pilar. Esto es, propiciar los controles de riesgos tanto internos como externos, esto es, derivados del propio mercado. Desde el punto de vista del control interno de las entidades, los supervisores deberían exigir a cada entidad la existencia de un sistema de control interno de los riesgos, supervisar su funcionamiento y actuar preventivamente en caso de situaciones de riesgo, debiendo tener la facultad para exigir niveles de capital por encima de los mínimos en los casos en que la situación de la entidad lo requiriese. Finalmente, la disciplina de mercado también puede jugar un papel importante en la promoción de un sistema financiero estable y solvente, para lo cual, el CSBB destaca la necesidad de mejorar la transparencia de las entidades, para lo cual, podrían establecerse unos principios generales de obligado cumplimiento.

(1) *A new capital adequacy framework*, Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (junio de 1999).

(2) Esto es, el requisito general de mantener un volumen de capital mínimo equivalente al 8% de las posiciones de riesgo se aplica en su totalidad. Cuando el coeficiente es del 20%, por ejemplo, se exige un volumen de capital equivalente al 1,6% (20% * 8%) del riesgo.

CUADRO 7

Entidades de depósito
Estructura de la cuenta de resultados

% sobre balance medio

	Total		Bancos		Cajas	
	1998	1999	1998	1999	1998	1999
	ENE-SEP	ENE-SEP	ENE-SEP	ENE-SEP	ENE-SEP	ENE-SEP
(+) Productos financieros	5,80	4,72	5,71	4,64	5,93	4,81
(-) Costes financieros	3,50	2,51	3,82	2,84	2,96	2,02
Margen de intermediación	2,30	2,21	1,90	1,80	2,96	2,79
(+) Comisiones	0,66	0,70	0,67	0,74	0,63	0,64
(+) Resultado operaciones financieras	0,14	0,07	0,14	0,06	0,16	0,09
Margen ordinario	3,10	2,98	2,71	2,61	3,75	3,52
(-) Gastos de explotación	1,99	1,95	1,74	1,73	2,39	2,27
Margen de explotación	1,12	1,03	0,96	0,88	1,36	1,25
(-) Saneamientos y dotaciones	0,36	0,25	0,35	0,19	0,41	0,35
(+) Otros resultados	0,23	0,21	0,19	0,15	0,31	0,32
Resultados antes de impuestos	0,98	0,99	0,81	0,83	1,26	1,22
PRO MEMORIA:						
Total balance medio (mill. euros)	894.390	936.947	573.331	579.859	292.002	325.139
Tasas de crecimiento:						
Total balance	8,5	4,8	8,3	1,1	8,8	11,3
Margen intermediación	5,2	0,5	9,5	-3,6	0,8	4,9
Margen ordinario	5,6	0,7	6,7	-2,3	4,4	4,4
Margen de explotación	8,4	-3,0	15,3	-7,6	1,5	2,1
Resultado antes de impuestos	11,8	6,3	12,7	4,8	11,3	7,8
Resultado antes de impuestos						
% sobre recursos propios	17,1	17,6	15,4	16,6	19,7	19,1

Fuente: Banco de España.

pesetas se ha mantenido relativamente estable (véase gráfico 7), en términos de rendimiento y coste medio todavía se sigue produciendo un descenso de márgenes. Esto es debido al mayor plazo de vencimiento medio del crédito que de los depósitos y, por tanto, a la mayor lentitud con la que se actualizan los tipos de interés del crédito en relación con los de los depósitos. El margen crédito-depósito en las operaciones nuevas se ha estabilizado en torno al 3 %, por lo que, salvo que se produzca un repunte, todavía quedaría recorrido a la baja en el diferencial rendimiento-coste medio —que refleja todas las operaciones vivas—, actualmente situado en un 3,5 %.

Las comisiones por comercialización de productos financieros (fondos de inversión sobre todo) y el conjunto de las comisiones en general han continuado creciendo de manera importante (un 12 %), aunque, en el caso de las primeras, claramente por debajo de los crecimientos de años anteriores. Esto se explica por la evolución mucho menos expansiva de los fondos de inversión (véase epígrafe sobre fondos). El crecimiento de las comisiones se ve contra-

restado por unos menores resultados por operaciones financieras, de forma que el margen ordinario se reduce en porcentaje sobre los ATM. Dentro de los resultados por operaciones financieras destaca el resultado negativo, por 500 millones de euros, en la cartera de negociación, que contrasta con los 644 millones de euros de resultado positivo en los tres primeros trimestres de 1998.

Los gastos de explotación crecen de forma moderada (2,8 %), pero por encima del margen ordinario, por lo que la *ratio* de eficiencia conjunta (gastos de explotación en porcentaje del margen ordinario) empeora en más de un punto porcentual, pasando del 64 % al 65,3 %. Este empeoramiento se produce en todos los grupos de entidades, excepto en las cooperativas. Persiste, asimismo, la divergencia entre los gastos de explotación de los bancos y de las cajas. Mientras que estas continúan con su política de expansión, los bancos, por el contrario, vienen aplicando una política de ajuste de plantillas que hace que el crecimiento de sus gastos de explotación sea muy reducido. No obstante, el mayor crecimiento de los ATM en las cajas

hace que, en porcentaje sobre los mismos, los gastos de explotación descieran en mayor medida en las cajas que en los bancos.

Como resultado de todo lo anterior, el margen de explotación del conjunto de las entidades de depósito, en los tres primeros trimestres de 1999, cae un 3 %, frente a un crecimiento del 8,4 % en el mismo período de 1998. El importante descenso en los saneamientos de créditos y de valores, así como los resultados por venta de valores e inmuebles —que suponen un 18 % del resultado antes de impuestos— y otros resultados permiten que los beneficios sigan creciendo en 1999, aunque a una tasa inferior a la de 1998.

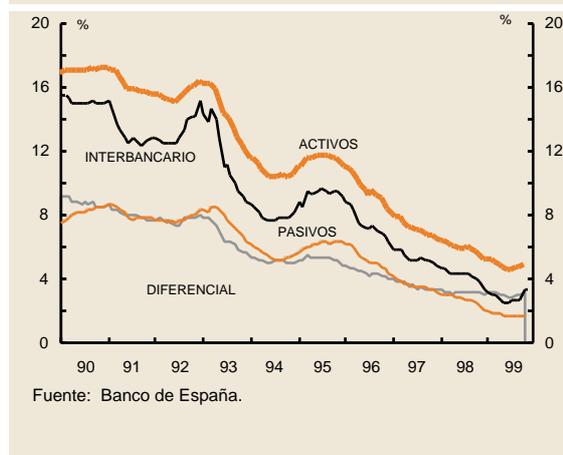
Sin embargo, los saneamientos de créditos alcanzan ya unos valores muy reducidos. Por otra parte, dada la madurez alcanzada por el negocio de fondos de inversión, no cabe esperar crecimientos tan fuertes de las comisiones como los observados en el pasado reciente y los resultados por operaciones financieras se caracterizan por su erraticidad. Por tanto, previsiblemente, las entidades no podrán, en el futuro, compensar nuevos recortes en el margen de las operaciones de crédito y depósito con la clientela con los factores anteriores, como han venido haciendo en el pasado. Sí podrían hacer uso, sin embargo, de las fuertes plusvalías latentes acumuladas en sus carteras (representan un 3,3 % del total de ATM), pero, en cualquier caso, la compensación de posibles caídas en el margen de intermediación deberá descansar cada vez más en el control de los gastos de explotación.

Aunque la reducción de los saneamientos de la cartera de créditos responde, en parte, a una mejora en los procedimientos de control de los riesgos de créditos por parte de las entidades, refleja igualmente el fuerte carácter anticíclico de la morosidad y la existencia de una regulación de las provisiones para insolvencias que exige que las entidades realicen dotaciones solo a medida que los deudores van acumulando retrasos en el cumplimiento de sus obligaciones de pago. En general, en los países de nuestro entorno, las dotaciones para insolvencias de las entidades de crédito muestran un perfil temporal mucho más estable que en el caso español y, en la actualidad, un nivel de estas superior. En este sentido, el Banco de España ha aprobado recientemente (14) una modificación de la Circular Contable 4/1991, cuyo aspecto más relevante es la creación de un fondo para la cobertura estadística de las in-

(14) En su reunión del Consejo de Gobierno del 17 de diciembre de 1999.

GRÁFICO 7

Tipos de interés bancarios Bancos y cajas de ahorros



solvencias. El objetivo de la nueva normativa es que las entidades acumulen un fondo de provisiones en los períodos de actividad económica elevada, en los que el coste de provisionar es más reducido, por la existencia de mayores beneficios, y al cual puedan recurrir en los períodos en que aumenta la morosidad y se reducen los beneficios.

2.2. Otros intermediarios financieros

En este epígrafe se analiza la evolución reciente de los denominados inversores institucionales, esto es, fondos de inversión, fondos de pensiones y empresas de seguros (15). Este grupo de entidades ha ido ganando peso dentro del sistema financiero como consecuencia de un crecimiento muy fuerte en los últimos años, especialmente en el caso de los fondos de inversión. El desarrollo de este tipo de intermediarios financieros está teniendo, y debe seguir teniendo en el futuro, un papel fundamental en el desarrollo de los mercados de capitales españoles. Los elevados volúmenes de activos gestionados les convierten en agentes fundamentales en dichos mercados. Por otra parte, contribuyen a aumentar el rango de oportunidades de inversión del público en general. En esta línea, en los últimos meses se han introducido diversas medidas encaminadas a permitir el desarrollo de nuevas modalidades, como los Fondos Tesoro Pyme o los fondos de fondos y

(15) Otros intermediarios financieros como las sociedades y agencias de valores no se consideran en este trabajo, debido a que, por la naturaleza de su actividad, el volumen de sus activos y pasivos financieros representa menos de un 1 % del total de activos y pasivos financieros del sector financiero (instituciones de crédito y empresas de seguros).

fondos subordinados y principales, a flexibilizar las oportunidades de inversión y la operativa de los fondos de inversión y de las instituciones de inversión colectiva inmobiliarias, a la adaptación de la regulación de las entidades de capital-riesgo o a la mejora en los procedimientos de información a los inversores.

2.2.1. Fondos de inversión

Los fondos de inversión constituyen el segmento más desarrollado de la inversión colectiva dentro de la economía española. De hecho, han alcanzado ya un grado de madurez importante. El patrimonio gestionado por los fondos de inversión, en el primer trimestre de este año, ascendía ya a un 41 % del PIB, frente a un 68 % en Estados Unidos o un 22 % en el Reino Unido, según datos de la Federación Europea de Instituciones de Inversión Colectiva. Otros países europeos como Italia o Francia, en los que los fondos de inversión han registrado también un fuerte avance en los últimos años, se sitúan en niveles similares a los de España, mientras que en Alemania o Japón, el desarrollo de los fondos de inversión es mucho menor (menos del 10 % del PIB). En relación con los pasivos bancarios, el patrimonio de los fondos de inversión en España, en septiembre de 1999, representaba casi un 40 % de los acreedores totales de las entidades de depósito.

De acuerdo con datos provisionales de INVERCO, correspondientes a septiembre de 1999, en los tres primeros trimestres del año el patrimonio de los fondos de inversión (FIM y FIAMM) habría crecido en tan solo 1,5 mm de euros, resultado de un descenso de 6,3 mm de euros en los FIAMM y de un aumento de 7,8 mm de euros en los FIM. Esto supone un incremento muy reducido del patrimonio de los fondos de inversión, después de varios años de crecimiento fuerte y continuado (41 mm de euros de incremento en 1998 y 50 mm en 1997). De hecho, en el tercer trimestre del año, el patrimonio se habría incluso reducido (véase gráfico 8). En relación con otras instituciones de inversión colectiva, la información disponible en la CNMV correspondiente a junio de 1999 pone de relieve el mantenimiento de fuertes tasas de crecimiento del patrimonio de las SIMCAV y de los fondos de inversión inmobiliaria (FII), si bien sobre bases todavía muy reducidas. Por el contrario, la expansión del volumen comercializado en España de instituciones de inversión colectiva extranjera se ha moderado considerablemente en el primer semestre del año. En conjunto, SIM, SIMCAV, FII e instituciones de inversión colectiva extranjeras representaban, en junio, un 7 % del patrimonio total de FIM y FIAMM.

El escaso crecimiento de los fondos de inversión se explica tanto por un volumen pequeño de suscripciones netas como por un descenso en las ganancias por revalorización. El reducido nivel de los tipos de interés a corto plazo, las expectativas, primero, y la materialización, después, de pérdidas de capital en los fondos de renta fija, como consecuencia de los repuntes en los tipos de interés a largo plazo y la evolución errática de los precios de las acciones españolas a lo largo de este año, son, todos ellos, elementos que han contribuido a debilitar el atractivo de la inversión en fondos de inversión y en activos financieros nacionales, en general. Además, como ya se ha mencionado previamente, los fondos de inversión iniciaban este año con un cambio en su fiscalidad relativa que, sin dejar de serles favorable, les hacía algo menos competitivos, en este sentido, frente a otras alternativas de inversión como los depósitos o los seguros. Como resultado de todo ello, según datos de la CNMV, frente a un volumen de suscripciones netas de fondos de inversión superior a 28 mm de euros en 1998, en los dos primeros trimestres de 1999 el volumen de suscripciones netas se habría reducido a 6,7 mm de euros y, según datos provisionales, habría sido negativo en el tercer trimestre. El descenso en el volumen de suscripciones netas, después de varios años de fuerte crecimiento, es, por otra parte, coherente con el grado de madurez alcanzado por el sector de fondos de inversión en la economía española.

Al igual que ya ocurriera en 1998, los reducidos niveles de tipos de interés en inversiones a corto plazo y en deuda pública empujaron a los partícipes a demandar —y a las gestoras a ofrecer— fondos con un perfil de riesgo algo más elevado a cambio de rentabilidades esperadas también más elevadas. Así, los FIAMM continuaron registrando salidas netas de partícipes durante todo este período, mientras que en los FIM aumentaron los partícipes. Aunque la actual situación de los mercados de renta variable y renta fija a largo plazo pueda traducirse en una actitud algo más conservadora por parte de los partícipes de fondos de inversión, no cabe esperar una vuelta a la estructura de fondos existente hace unos años, cuando predominaron las inversiones a muy corto plazo y en deuda pública nacional. La estructura actual, mucho más diversificada en cuanto a plazos y riesgos, no solo es más coherente con un horizonte temporal de medio plazo, típico de los inversores en fondos, y con el desarrollo de los mercados de capitales nacionales y del área euro, sino que está, además, en línea con la evolución en el resto de mercados europeos.

En los dos primeros trimestres del año, de acuerdo con los datos de la CNMV, resulta muy

destacable que un 42 % de las suscripciones netas captadas por los FIM fueron a fondos definidos como internacionales, según la nueva clasificación de la CNMV (16). En conjunto, estos fondos representaban ya, en junio de este año, un 12 % del patrimonio total de los FIM (9,1 % en diciembre de 1998). Por otra parte, agrupando los tipos de fondos definidos por la CNMV según sean de renta fija pura, mixtos, renta variable pura o garantizados, se observa que un volumen abrumadoramente mayoritario de los nuevos recursos captados por los fondos habría ido a parar a los fondos mixtos (un 72 %), un 20 % a los fondos de renta variable pura y menos de un 5 % a cada uno de los fondos de renta fija pura y garantizados (en este último caso, debido a la caída de los fondos garantizados de renta fija). Sin embargo, en términos del patrimonio acumulado a junio de 1999, los fondos de renta fija pura, los mixtos y los garantizados representarían, cada uno de ellos, aproximadamente un 30 % del patrimonio total, siendo los fondos de renta variable pura un 10 % (8,7 % en diciembre de 1998).

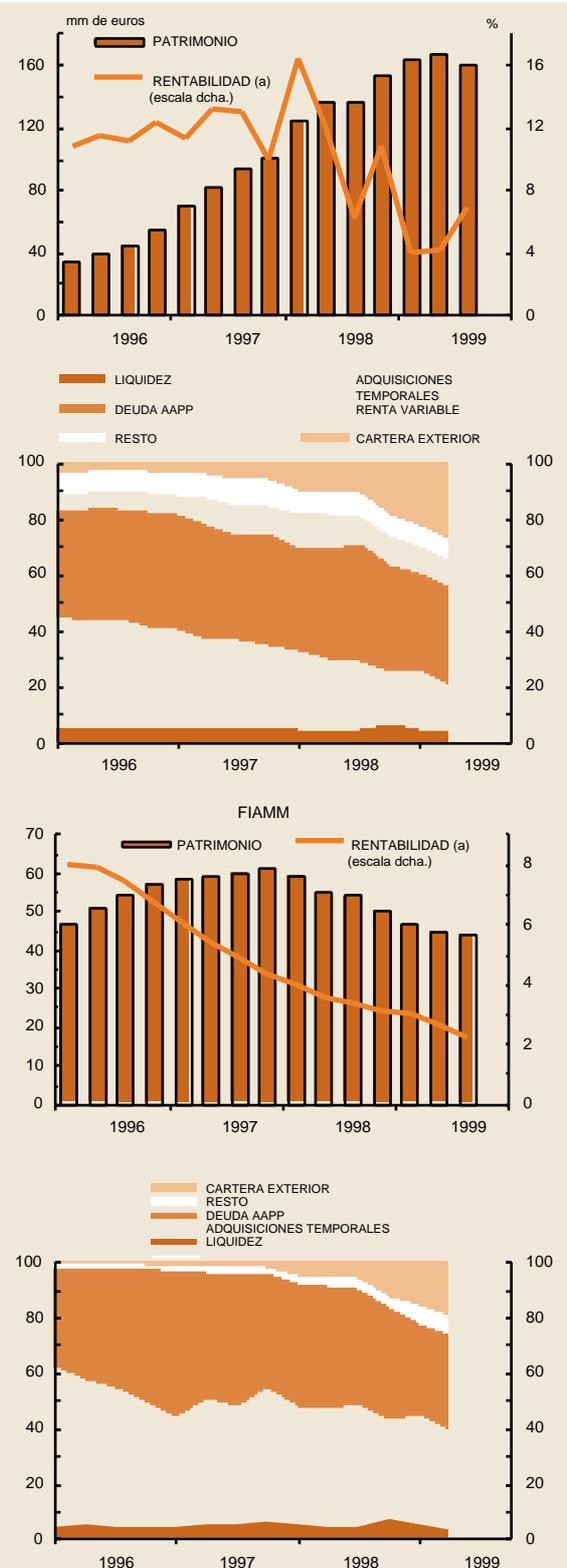
Por su parte, en los FIAMM, aunque, como se comentará más adelante, también se ha producido un desplazamiento hacia activos internacionales, este fenómeno se ha concentrado en el área del euro, que a efectos de riesgo de cartera es actualmente equiparable a las inversiones nacionales. El grupo de FIAMM que invierten más de un 5 % de su cartera en activos no denominados en euros representa tan solo un 0,3 % del patrimonio total de los FIAMM a junio de 1999.

En relación con la distribución de fondos por grupos financieros (bancos, cajas, etc.), no se observan diferencias significativas en los dos primeros trimestres del año entre unos grupos y otros. En consecuencia, los bancos siguen detentando la posición principal en el negocio de los fondos, con un 63 % del patrimonio total de FIM y FIAMM en junio de 1999, mientras que las cajas son el siguiente grupo en importancia, con un 29 %. La posibilidad de que un mayor desarrollo futuro de los seguros de fondos (unit linked o seguros de vida que invierten sus reservas en fondos de inversión) se traduzca en una mayor participación de las compañías de seguros en la gestión de fondos de inversión, se ve limitada por el hecho de que un porcentaje mayoritario de las empresas de seguros que

(16) Fondos de renta fija o renta fija mixta con un volumen de activos en divisas distintas del euro superior al 5 %, fondos de renta variable o renta variable mixta con un volumen de activos en divisas distintas del euro superior al 30 % y fondos globales, es decir, aquellos que no tienen una política de inversión definida y que, por tanto, pueden invertir en cualquier mercado.

GRÁFICO 8

Fondos de inversión



Fuentes: CNMV, INVERCO y Banco de España.
(a) Rentabilidad acumulada en los últimos doce meses.

ofrecen seguros de fondos son filiales de entidades de depósito, por lo que la gestión de los fondos tiende a encomendarse a la correspondiente gestora de fondos del grupo bancario. Por su parte, las gestoras internacionales, que podrían ganar peso como consecuencia de la demanda por parte de los partícipes de carteras más diversificadas internacionalmente, se enfrentan al problema de competir con la red de distribución de las entidades de depósito nacionales.

Si se analizan los activos en los que los FIM y FIAMM invierten los fondos captados de los partícipes, lógicamente, estos están muy influidos por la evolución relativa de los distintos tipos de fondos. Así, en los últimos años, se ha producido un incremento progresivo de los activos con un mayor nivel de riesgo y rentabilidad y de los activos internacionales. El proceso de internacionalización se acelera significativamente a partir del último trimestre de 1998 y durante los dos primeros trimestres de 1999 (véase gráfico 8). Este proceso está íntimamente ligado al inicio de la UEM. Así, del 26,4 % del patrimonio total de los FIM que representa la cartera exterior en junio de 1999 (a valor de realización), un 74 % corresponde a activos en euros. En los FIAMM, el proceso ha sido también muy intenso. Mientras que la cartera exterior representaba solo un 1,6 % en diciembre de 1997, en junio de 1999 era ya un 19,6 % del patrimonio total (un 93 % en euros). Los activos exteriores en euros se han prácticamente duplicado en el período que va de enero a junio de este año, tanto en FIM como en FIAMM, mientras que, por el contrario, los activos exteriores en divisas distintas del euro se habrían reducido en el mismo período, resultado de un aumento en la renta variable y un descenso en la renta fija de fuera del área euro. Este fuerte incremento de los activos en el área del euro pone de manifiesto una rápida adaptación de los gestores españoles a las posibilidades de diversificación de riesgos que supone la UEM (por ejemplo, en renta variable o en renta fija privada), pero, sobre todo, la escasez de títulos negociables en los mercados domésticos. Para los FIAMM, por ejemplo, las emisiones netas negativas de letras del Tesoro han supuesto la necesidad de buscar activos alternativos de bajo riesgo y a corto plazo en los que invertir. La UEM les ha abierto la posibilidad de invertir en títulos de deuda pública a corto plazo de otros países, sin riesgo de cambio y, de ahí, el fuerte crecimiento de sus activos exteriores en euros.

De la evolución de la cartera de los FIM a valor de realización en el primer semestre del año, cabe destacar también el crecimiento moderado de la renta variable nacional (pasa del

10,1 % del patrimonio total en diciembre de 1998 al 9,4 % en junio de 1999), frente a los activos exteriores de renta variable del área euro y de fuera del área euro, que crecen tres puntos en porcentaje del patrimonio (del 5,6 % al 8,6 %), y el crecimiento muy significativo de los activos de renta fija privada a corto plazo, resultado de la revitalización del mercado doméstico de pagarés de empresa. Por el contrario, las adquisiciones temporales de activos continúan cayendo en términos absolutos, al igual que lo hacen las letras del Tesoro y los activos de renta fija privada a largo plazo. En los FIAMM, caen también las adquisiciones temporales de activos y la deuda del Estado y crecen los activos de renta fija privada.

2.2.2. Fondos de pensiones

En diciembre de 1998, el patrimonio de los fondos de pensiones representaba un 5,7 % del PIB español, muy por debajo del correspondiente a los fondos de inversión, lo que pone de manifiesto que su desarrollo en España ha sido mucho menos acelerado que el de estos. Aunque dicho nivel es equiparable al de la mayoría de grandes países europeos como Alemania, Francia o Italia, se encuentra muy por debajo de la situación en países como Estados Unidos, Reino Unido u Holanda, en los que dicho porcentaje es superior al 70 % (datos de INTERSEC).

Con información provisional hasta septiembre, procedente de INVERCO, los fondos de pensiones habrían reducido también su ritmo de crecimiento en 1999. Sin embargo, lo habrían hecho en menor medida que los fondos de inversión. En los nueve primeros meses de 1999, el patrimonio de los fondos de pensiones aumentó en 837 millones de euros, lo que supone algo menos de la mitad del crecimiento registrado en el mismo período de 1998 (2.196 millones de euros), pero algo más de la mitad del crecimiento del patrimonio de los fondos de inversión en el mismo período.

Las aportaciones brutas (netas) en dicho período, estimadas a partir de una muestra representativa del 85 % del patrimonio total, serían de 2.950 (1.010) millones de euros. Aunque no existe información equiparable para 1998, la comparación entre la tasa de crecimiento interanual del patrimonio (que incluye aportaciones netas más revalorización) y la rentabilidad acumulada en los últimos 12 meses permitiría aproximar la evolución de las aportaciones netas. De acuerdo con esta hipótesis, las aportaciones a fondos de pensiones en los tres primeros trimestres de 1999 se habrían reducido ligeramente, siendo la fuerte caída de la renta-

bilidad la que justificaría, en mayor medida, el menor crecimiento del patrimonio (véase gráfico 9). En todo caso, una parte importante de las aportaciones a fondos de pensiones se concentra en el último trimestre de cada año, por lo que los primeros trimestres pueden no ser suficientemente significativos.

De cara al futuro, las perspectivas de crecimiento de los fondos de pensiones siguen siendo favorables. Además de los factores demográficos y del crecimiento de la renta disponible para invertir, como consecuencia del crecimiento de la renta per cápita nacional, la reciente publicación en el BOE del reglamento de exteriorización de los compromisos por pensiones de las empresas con sus trabajadores debería favorecer un crecimiento continuado de los planes de empleo en el futuro.

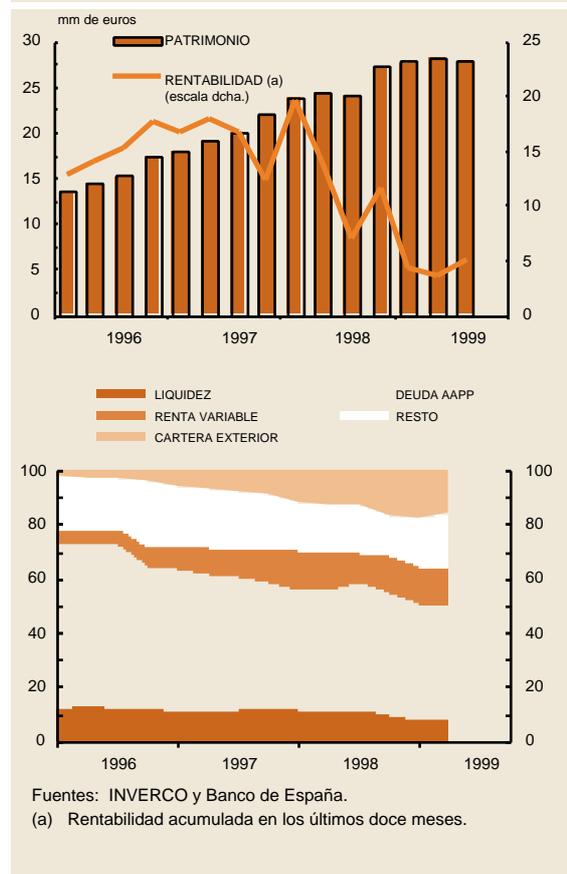
La distribución de la cartera de los fondos de pensiones ha seguido una evolución similar a la de los FIM. Tanto la renta variable como la cartera exterior han ido ganando peso, en detrimento de la deuda pública, aunque de manera menos marcada que en los FIM (véase gráfico 9). En particular, contrasta el hecho de que el crecimiento relativo de la cartera exterior, de acuerdo con los datos disponibles y al contrario de lo que ha ocurrido con los fondos de inversión, se haya ralentizado en los meses transcurridos del año, después de ser muy elevado en 1998. Así, los activos exteriores han pasado de representar el 16,7 % del patrimonio total en diciembre de 1998 al 16 % en junio de 1999, con un ligero descenso de la cartera exterior de renta fija y un ligero incremento de la cartera exterior de renta variable. Esto es coherente con la evolución observada en la cartera en divisas distintas del euro de los FIM. Por tanto, parece que la diferencia podría deberse al comportamiento de la cartera exterior en euros. En los fondos de pensiones, el menor volumen de fondos en términos absolutos y la mayor libertad para invertir en unos activos u otros habría quitado peso al problema de la escasez de títulos negociables y, por tanto, a la necesidad de acudir a otros mercados de renta fija del área del euro.

2.2.3. Empresas de seguros

El volumen de primas emitidas por las empresas de seguros, en porcentaje del PIB, ha crecido de manera continuada en los últimos años. A ello ha contribuido de manera muy significativa el negocio de vida, con productos mixtos que combinan elementos del seguro con elementos de ahorro y que, por tanto, compiten directamente con otros intermediarios financieros. Las perspectivas son que este crecimiento continúe en el futuro. Según datos de EUROS-

GRÁFICO 9

Fondos de pensiones



TAT, el volumen de primas de las aseguradoras españolas suponía un 5,4 % del PIB en 1997, mientras que dicho porcentaje para el Reino Unido, Francia, Alemania e Italia era del 11,7 %, 9,9 %, 6,4 % y 4,2 %, respectivamente. Es decir, España se situaba por encima de Italia pero por debajo de los otros tres países.

A lo largo de los últimos meses se han producido diversos hechos que podrían favorecer el negocio de las aseguradoras. En primer lugar, en el ámbito fiscal, la reforma del IRPF, en vigor desde este año, ha supuesto ciertas ventajas para los productos de ahorro ligados a seguros de vida (véase recuadro 2). En ese mismo ámbito, recientemente, se ha aclarado el tratamiento fiscal de los seguros que invierten en fondos y cuyo riesgo asume el tomador, considerándolos, bajo ciertas condiciones, productos de seguros y, por tanto, sujetos a las ventajas fiscales de estos, así como a la posibilidad de cambiar de fondo sin coste fiscal. Finalmente, la reciente aprobación, ya mencionada con anterioridad, del reglamento de exteriorización de compromisos por pensiones de las empresas es un elemento adicional que puede favorecer la contratación de seguros de vida colectivos.

Empresas de seguros (a)

	1995	1996	1997	1998
INDICADORES DE ACTIVIDAD (b):				
Primas emitidas	1,9	12,1	8,5	8,2
<i>Vida</i>	-4,2	20,9	16,8	7,7
<i>No vida</i>	6,7	6,0	2,0	8,7
Provisiones técnicas	18,3	18,2	17,3	15,2
<i>Provisiones matemáticas</i>	22,5	23,1	21,8	17,1
<i>Otras provisiones técnicas</i>	9,5	6,4	5,0	9,0
Inversiones netas	24,8	19,1	18,2	12,3
ESTRUCTURA DE LAS INVERSIONES BRUTAS (c):				
Inversiones materiales	9,2	7,9	7,1	6,3
Préstamos y créditos	2,6	2,1	1,6	1,8
Cartera de renta variable	5,7	5,4	5,3	5,9
<i>En empresas vinculadas (d)</i>	3,3	3,5	3,1	2,9
<i>Otras acciones y participaciones</i>	2,4	1,9	2,2	3,0
Cartera de renta fija (e)	57,7	51,2	51,9	56,3
Depósitos (f)	2,6	3,6	4,1	9,7
Valores indexados (g)	—	—	—	0,6
Participaciones en fondos de inversión (g)	—	—	—	5,2
Otras inversiones financieras	22,2	29,7	30,1	11,2
Inversiones por cuenta de los tomadores (h)	—	—	—	2,9

Fuentes: Dirección General de Seguros y Banco de España.

(a) Hasta 1997, tasas y *ratios* hacen referencia al negocio en España de SA, mutuas y sucursales extranjeras; en 1998, al negocio total de SA y mutuas.

(b) Tasas de crecimiento interanual en %.

(c) Porcentaje sobre total.

(d) Participaciones en empresas del grupo y asociadas.

(e) Hasta 1997, incluía solo títulos a largo plazo. Los títulos a corto plazo (letras del Tesoro) figuraban en otras inversiones financieras.

(f) A partir de 1998, incluye también adquisiciones temporales de activos a los bancos, que antes estaban en otras inversiones financieras.

(g) Conceptos anteriormente incluidos en otras inversiones financieras.

(h) Corresponden a aquellos seguros en los que el tomador asume el riesgo de las inversiones (seguros de fondos).

La información coyuntural referente a los seguros suele aparecer con cierto retraso. Los últimos datos oficiales de la Dirección General de Seguros (DGS) corresponden al cierre de 1998. En el cuadro 8 se presentan algunos de los aspectos más relevantes de la actividad de este sector. En cualquier caso, hay que señalar que en dicho año se produjo un cambio del plan contable de las empresas aseguradoras, así como cambios en el ámbito de las estadísticas de la DGS, por lo que, en ocasiones, las comparaciones con años anteriores resultan difíciles.

Considerando el negocio total de sociedades anónimas y mutuas, tanto en España como en el extranjero, el volumen de primas emitidas en 1998 fue de 25.651 millones de euros. De ellas, 12.164 millones correspondieron al negocio de vida y 13.488 millones al negocio no de vida. Dicho volumen de primas supuso un crecimiento interanual del 8,2 %, similar al de 1997. Sin embargo, en contra de lo que venía ocurriendo en años anteriores, el crecimiento se repartió prácticamente por igual entre el ne-

gocio de vida y de no vida. Esto supuso un menor crecimiento del negocio de vida y, consiguientemente, de las provisiones matemáticas y del volumen de inversiones de las empresas de seguros (véase cuadro 8). En cualquier caso, estas últimas alcanzaron ya un nivel superior a los 63 mm de euros, volumen superior al de los FIAMM y más de dos veces el patrimonio de los fondos de pensiones.

El menor crecimiento de los seguros de vida en 1998 pudo deberse a la incertidumbre con respecto a su futuro tratamiento fiscal y al menor atractivo de los productos mixtos de ahorro, como consecuencia de los bajos tipos de interés. Parte de estas incertidumbres se habrían extendido a la primera mitad del año en curso. No obstante, en el tercer trimestre se habría producido una muy significativa recuperación, de forma que, según los datos referidos a la agrupación de banca-seguros de la patronal del sector, las primas emitidas por sus asociados (que constituyen en torno al 60 % del negocio total de vida) habrían crecido un 22 % en el

conjunto de los nueve primeros meses del año con respecto al mismo período del año anterior.

En relación con la distribución de la cartera de inversiones de las empresas de seguros, el cambio de plan contable ha supuesto una ruptura en muchas de las partidas a partir de 1998 (véase cuadro 8). No obstante, cabe destacar la continuación de la caída en el peso relativo de las inversiones materiales, el crecimiento de la cartera de renta variable y la importancia que ya tienen las participaciones en fondos de inversión (un 5,2 % del total), así como de las inversiones por cuenta de los tomadores, en las que se incluirían los seguros de fondos, que también invierten en fondos de inversión (un 2,9 % del total).

22.12.1999.

ANEJO 1

COMPARACIÓN DE LA EVOLUCIÓN DE BANCOS Y CAJAS DE AHORROS

El objetivo de este anejo es analizar brevemente las principales diferencias en la evolución reciente de los dos principales grupos de entidades de crédito en España —bancos y cajas de ahorros—. Más concretamente, se compara el comportamiento del balance y sus principales partidas, así como el de los principales componentes de la cuenta de resultados entre 1995 y el tercer trimestre de 1999 —último período para el que se dispone de datos—. En líneas generales, puede afirmarse que durante este período no se han reducido de forma apreciable las diferencias en la especialización productiva de bancos y cajas, con una mayor dedicación relativa a la actividad minorista por parte de estas últimas. Esta especialización es el principal factor explicativo de la mayor parte de las diferencias que se comentan con más detalle a continuación.

Estructura del balance y sus principales componentes

Como muestra el gráfico A.1, entre 1995 y 1998 el balance total de bancos y cajas, en términos del PIB, ha crecido de manera similar, manteniéndose con claridad el mayor peso relativo de los primeros. En 1999, sin embargo, mientras que las cajas de ahorros registraron un ligero incremento, el grupo de bancos registró un retroceso de casi cuatro puntos en el mismo período. Las razones que explican esta caída ya han sido comentadas con detalle en el texto principal.

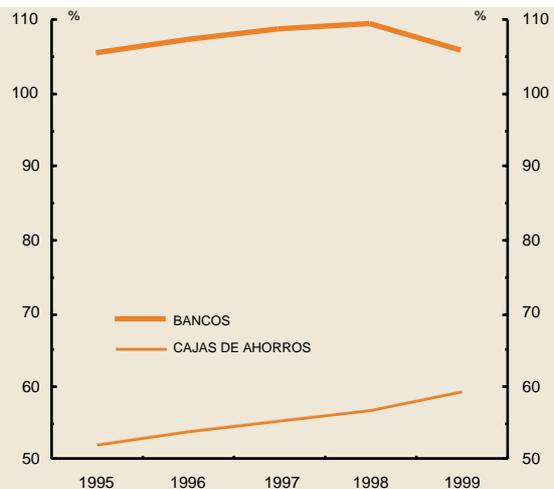
Por lo que se refiere a la estructura del balance, las principales diferencias entre ambos grupos han consistido, tradicionalmente, en una mayor especialización de las cajas de ahorros en el negocio minorista, con un predominio de la actividad de préstamo-depósito frente a la intermediación en los mercados interbancarios y otros mercados mayoristas. Fruto de ello, el peso relativo del crédito en los bancos es mucho menor, situándose en la actualidad en un promedio ligeramente por encima del 40 % del activo total, mientras que en las cajas de ahorros supera el 56 %. Asimismo, es destacable el mayor peso relativo que tienen en las cajas de ahorros los recursos de clientes (superior al 70 % del pasivo total, frente a algo más del 45 % en el caso de los bancos).

Durante el período analizado, las diferencias en la estructura del negocio de ambos grupos se han reducido solo de forma relativa, registrándose un cierto aumento del peso de la actividad crediticia y de los depósitos en el grupo de bancos, en detrimento de los saldos interbancarios. Por su parte, las cajas de ahorros han registrado un continuo incremento del peso de la financiación interbancaria, como consecuencia del escaso crecimiento de sus depósitos, en comparación con el aumento del crédito. Hay que destacar que el crecimiento del crédito total del grupo de cajas de ahorros superó claramente al crecimiento registrado por el grupo de bancos en el período analizado, con unas tasas de crecimiento anuales en torno al 10 % en estos últimos, frente a tasas entre el 10 % y el 17 % en aquellas.

Como muestra el gráfico A.2, este fuerte crecimiento del crédito ha reducido solo de forma relativa las diferencias existentes entre bancos y cajas en relación con la distribución del crédito tanto en términos de tipo de riesgo como en términos de su finalidad. Así, pese al importante crecimiento de los créditos con garantía real y los destinados a la financiación de la vivienda en el conjunto de los bancos, la financiación de actividades productivas y el crédito con garantía personal siguen siendo los componentes principales del crédito en este tipo de instituciones. En el caso de las cajas, se registra también un aumento relativamente mayor de los créditos con garantía personal y dedicados a la financiación de las actividades productivas que, sin embargo, no llega a alcanzar los pesos relativos del crédito con garantía real y destinados a la vivienda. Es destacable el hecho de que las cajas de ahorros registraran un fuerte crecimiento del crédito a no residentes, con tasas superiores al 30 % durante todo el período. Esta evolución reflejaría el progresivo proceso de internacionalización de la actividad de este grupo de entidades. No obstante, la importancia del

GRÁFICO A.1

Evolución del balance total en % del PIB nominal



Fuente: Banco de España.

crédito a no residentes en las cajas de ahorros, en torno al 1 % del balance total, sigue aún muy por debajo del peso que alcanza en los bancos, casi el 5 % del balance total.

Como ya se ha comentado en el texto principal, las fuertes tasas de crecimiento del crédito no han venido acompañadas de tasas comparables de crecimiento de la financiación obtenida de clientes. Esto ha provocado que tanto bancos como cajas de ahorros hayan tenido que recurrir a fuentes de financiación alternativas para cubrir la creciente brecha existente entre ambas partidas. En el gráfico A.3 puede verse cómo se ha financiado la brecha entre créditos y depósitos en ambos grupos de entidades: los bancos han recurrido en mayor medida al endeudamiento interbancario con entidades de crédito no residentes, mientras que las cajas de ahorros, aunque también han recurrido a esa vía, han optado por reducir sus posiciones activas con entidades de crédito residentes. Es de destacar que, en 1999, el componente que produce el desequilibrio entre el crecimiento de las inversiones y los recursos no es la actividad de préstamo-depósito, sino el fuerte crecimiento de la cartera de títulos neta de cesiones al público. Los factores que explican esta evolución ya se han comentado en el texto principal del informe, pero cabe señalar la diferente composición de ese incremento de la cartera en bancos y cajas de ahorros, ya que en los primeros se produjo por el aumento de la cartera de títulos de renta fija, en especial frente a no residentes y, en menor medida, por la caída en el saldo de cesiones temporales,

mientras que en las cajas de ahorros fueron las disminuciones en el saldo de cesiones y el aumento de la cartera de renta variable las dos partidas que contribuyeron al crecimiento del epígrafe de la cartera de títulos neta de cesiones. Este último dato podría ser el reflejo de una estrategia del grupo de cajas de ahorros. En este sentido, habría que destacar que el porcentaje que suponen las participaciones de las cajas de ahorros en empresas no financieras sobre el balance total ha pasado del 1,35 % en 1995, al 2,56 % en el tercer trimestre de 1999, alcanzando en la actualidad niveles similares a los registrados por el grupo de bancos.

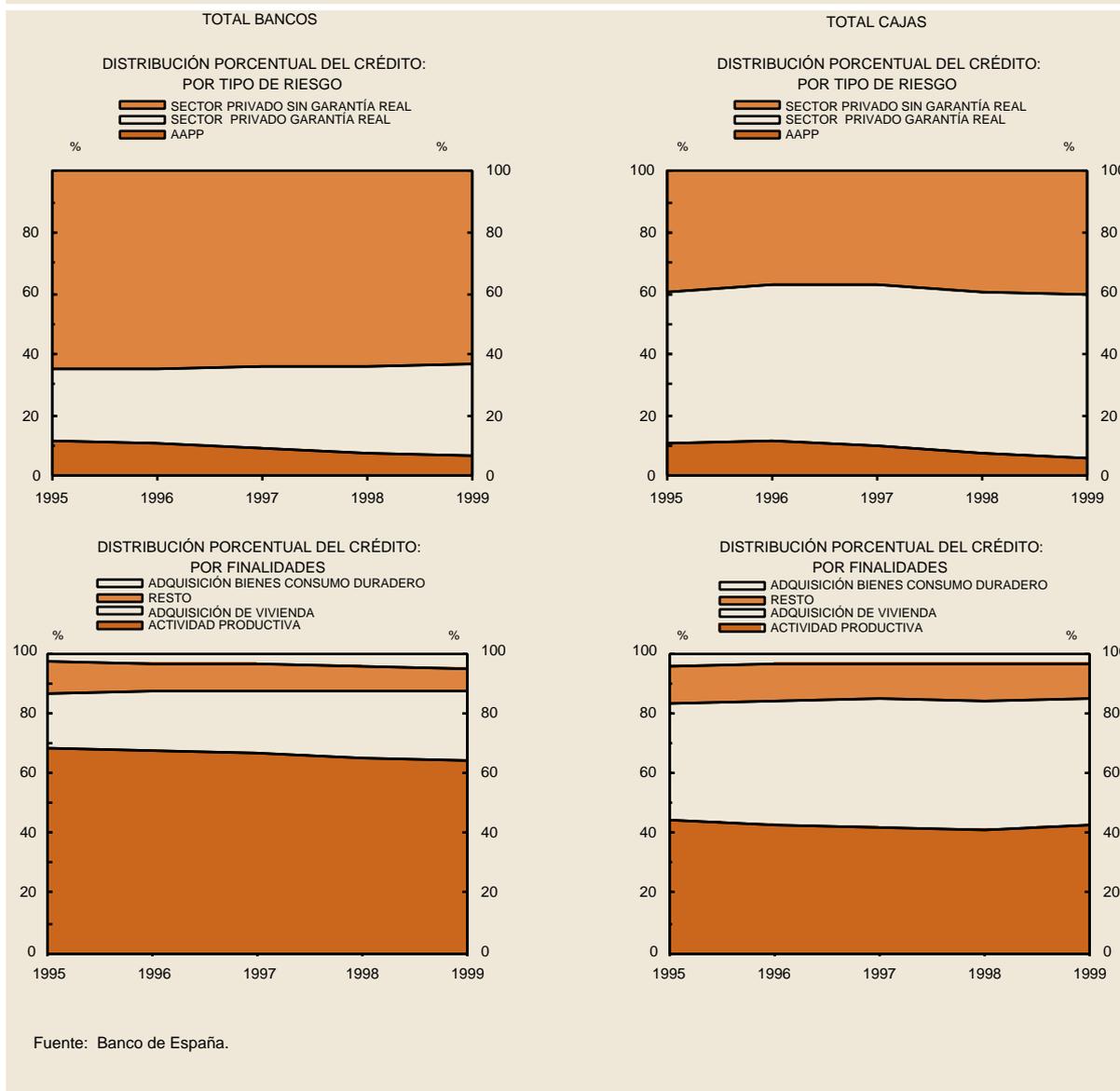
En cualquier caso, un resultado claro del crecimiento de la brecha entre créditos y recursos de clientes ha sido el deterioro de la posición neta exterior frente a no residentes de bancos y cajas de ahorros, más intenso en el grupo de bancos. Existen, no obstante, diferencias notables en lo que se refiere a la evolución de la composición de esta posición neta exterior. En el caso de los bancos, se produce un deterioro similar en la posición frente a residentes de la UEM y frente a residentes en otros países, aunque ligeramente más intenso en el primer caso, en 1999. En las cajas de ahorros, en ese mismo año, se produce un incremento en la posición neta frente a residentes de la UEM que se ve contrarrestada por un deterioro mayor de la posición frente a residentes de otros países. Por tanto, si bien ambos grupos de entidades han recurrido a la financiación exterior para cubrir la brecha existente entre el crecimiento de sus inversiones y los recursos de clientes, la composición de ese endeudamiento es diferente. En los bancos predominan los recursos obtenidos en la UEM, probablemente denominados en euros. En las cajas de ahorros predomina el endeudamiento con residentes en países de fuera de la UEM, probablemente denominados en dólares. No obstante, pese a que la financiación de las cajas de ahorros podría ser considerada más arriesgada, al estar sujeta a un posible riesgo de cambio (siempre y cuando no se haga la operación de cobertura de ese riesgo), los importes de la misma son mucho menores que los de los bancos y apenas suponen un 1,4 % del balance total.

Márgenes operativos y cuenta de resultados

El análisis de los principales epígrafes de la cuenta de resultados de bancos y cajas de ahorros muestra que la evolución de ambos grupos en el período analizado es muy similar, con una tendencia a la reducción de los márgenes operativos (ordinario y de intermediación), compensada por la relativa reducción de los gastos de

GRÁFICO A.2

Evolución de la actividad crediticia



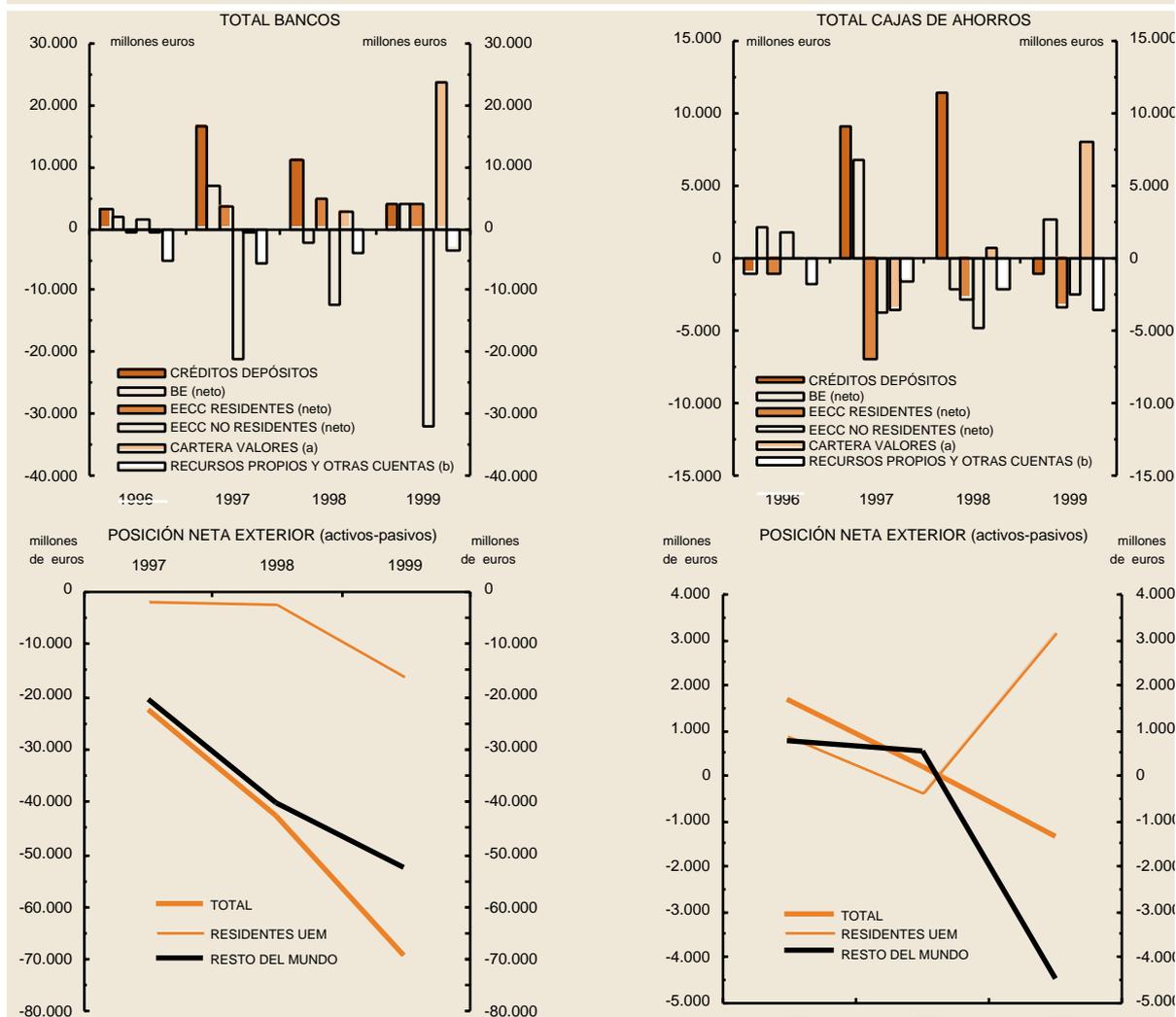
explotación y la mejoría de los componentes de la cuenta de resultados que están por debajo del margen de explotación, tal y como se comenta en el informe. No obstante, existen algunas diferencias notables entre ambos grupos, debidas a la distinta estructura de su negocio.

Como se puede ver en el gráfico A.4, los niveles de los márgenes de las cajas de ahorros siguen siendo más elevados que los de los bancos, como consecuencia del mayor peso que tiene en su negocio la actividad de préstamo-depósito, que es la que tiene mayores márgenes. Además, en las cajas de ahorros el margen obtenido en esta actividad es ligeramente superior al de los bancos, debido, probablemente, a que en su cartera de créditos hay un por-

centaje superior de préstamos a particulares que tienen márgenes mayores que los préstamos a grandes empresas. Sin embargo, esta ventaja en los márgenes del grupo de cajas de ahorros está disminuyendo, ya que la reducción registrada en los márgenes de las cajas de ahorros en el período analizado fue ligeramente superior a la de los bancos, con una caída de 70 pb del margen de intermediación, 46 pb del margen ordinario y 21 pb del margen de explotación, frente a caídas de 46 pb, 38 pb y 13 pb, respectivamente, en el grupo de bancos. La mayor especialización de las cajas en la actividad de préstamo-depósito, que es la actividad que registró las mayores caídas en sus márgenes operativos, así como una mayor caída del margen obtenido en las operaciones de tesorería en

GRÁFICO A.3

Financiación de la brecha entre el flujo de créditos y el flujo de depósitos



Fuente: Banco de España.

(a) Renta fija de todos los sectores residentes y no residentes, excepto BE y renta variable, menos cesiones temporales al público.

(b) Neto de otras cuentas, recursos propios y fondos especiales.

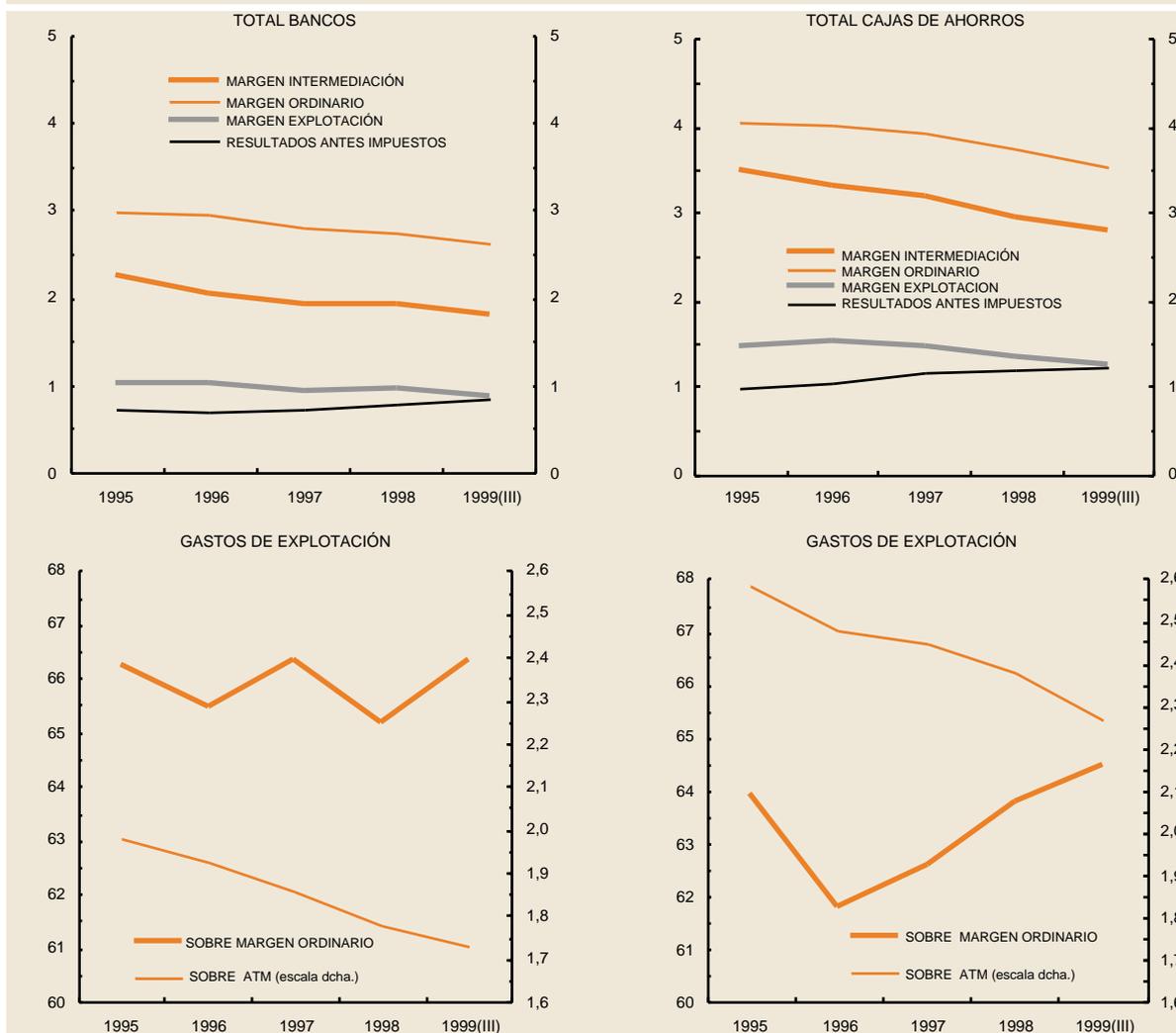
el grupo de cajas y el menor incremento de los ingresos por comisiones, son algunos de los factores que explican esta evolución.

En todo caso, estos mayores márgenes, en el caso de las cajas, no son en absoluto reflejo de una falta de competencia o de la existencia de algún tipo de segmentación en los mercados. Como muestra también el gráfico A.4, cuando se toman en consideración los gastos de explotación, bancos y cajas presentan unas *ratios* mucho más próximas. La explicación de estos resultados radica, en buena parte, en las diferencias en la estructura del negocio de ambos grupos de entidades que se ha comentado anteriormente. El mayor peso de la actividad

minorista en las cajas de ahorros hace que los activos gestionados por empleado sean menores que los de los bancos, donde, dado el mayor peso relativo de la actividad mayorista, el volumen de activos gestionados por empleado alcanza niveles mucho más elevados. Como contrapartida, la actividad minorista reporta mayores márgenes. No debe olvidarse, además, que ni bancos ni cajas tienen limitación legal alguna para concentrarse en el tramo (mayorista o minorista) que deseen, de modo que, en el contexto actual de fuerte competencia entre entidades, la especialización productiva a la que repetidamente se ha hecho mención en este anejo no puede atribuirse a la existencia de segmentaciones en este mercado.

GRÁFICO A.4

Evolución de los márgenes y gastos de explotación



Fuente: Banco de España.

En todo caso, aunque los gastos de explotación (en porcentaje del balance total) han caído de forma continuada tanto en bancos como en cajas, la reducción ha sido ligeramente mayor en las últimas. La principal partida que explica esta diferencia es la de gastos de comunicación e informática, por lo que es muy posible que la razón última sea el menor impacto en el grupo de cajas de ahorros del proceso de adaptación al euro y el «efecto 2.000». Esto podría explicarse por el hecho de que una parte importante de las adaptaciones ha afectado a sistemas compartidos que gestiona la CECA, lo que ha contribuido a aminorar los costes del proceso.

Resulta interesante resaltar también que bancos y cajas han tenido un comportamiento

dispar en relación con la evolución del número de empleados y oficinas. Aunque las *ratios* de activos totales por número de oficinas y por número de empleados han registrado en los últimos cinco años un crecimiento similar en bancos y cajas, han existido diferencias notables en el modo en el que se han alcanzado dichos incrementos en uno y otro grupo. Así, en el grupo de cajas de ahorros el incremento se ha conseguido mediante una política expansionista que ha incrementado tanto el número de oficinas como el de empleados, mientras que en los bancos ambas variables se han reducido en términos absolutos. En todo caso, como cabría esperar de la especialización productiva ya comentada, los bancos continúan presentando unas *ratios* mayores que las cajas.