

BANCO
DE
ESPAÑA

boletín económico

marzo 1990

SIGNOS UTILIZADOS

- ... Dato no disponible.
- Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
- » Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.
- Ø Referido a datos anuales (1970 Ø) o trimestrales indica que éstos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que éstos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
- * Indica que la serie se refiere a datos desestacionalizados.
- m.m. Miles de millones de pesetas.
- p Puesta detrás de una fecha (enero (p)), indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente ésta es provisional.
- M_1 Oferta monetaria = Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
- M_2 M_1 + Depósitos de ahorro.
- M_3 Disponibilidades líquidas = M_2 + Depósitos a plazo.
- ALP Activos líquidos en manos del público = M_3 + OAL (otros activos líquidos en manos del público).
- T_1^1 Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie de datos mensuales $\left[\left(\frac{\text{Feb}}{\text{Ene}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (febrero).
- T_6^6 Tasa intersemestral de variación, elevada a tasa anual, de una serie de datos mensuales $\left[\left(\frac{\text{Jun}_t}{\text{Dic}_{t-1}} \right)^2 - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (junio).
- T_{12}^1 Tasa interanual de variación de una serie de datos mensuales $\left[\frac{\text{Ene}_t}{\text{Ene}_{t-1}} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (enero).
- T_1^3 Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales $\left[\left(\frac{\text{Feb} + \text{Mar} + \text{Abr}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (abril).
- T_3^3 Tasa intertrimestral de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales $\left[\left(\frac{\text{Abr} + \text{May} + \text{Jun}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar}} \right)^4 - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (junio).
- T_1^6 Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles semestrales $\left[\left(\frac{\text{Feb} + \text{Mar} + \text{Abr} + \text{May} + \text{Jun} + \text{Jul}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar} + \text{Abr} + \text{May} + \text{Jun}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (julio).
- T_1^{12} Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles anuales $\left[\left(\frac{\text{Ene}_t + \dots + \text{Dic}_t}{\text{Dic}_{t-1} + \text{Ene}_t + \dots + \text{Nov}_t} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (diciembre).
- T_{12}^{12} Tasa interanual de variación de una serie mensual formada por medias móviles anuales $\left[\frac{\text{Ene}_t + \dots + \text{Dic}_t}{\text{Ene}_{t-1} + \dots + \text{Dic}_{t-1}} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (diciembre).

ADVERTENCIAS

- Salvo indicación en contrario, todas las cantidades citadas en los cuadros y en el texto están expresadas en m.m. y todas las tasas de crecimiento, sea cual sea el período a que se refieren, están expresadas en su equivalente anual.
- Los datos de los cuadros y gráficos donde no aparece ninguna fuente han sido elaborados en el Banco de España.

Indice

	<u>Página</u>
Evolución monetaria	5
El tipo interbancario a un día: variabilidad y determinantes fundamentales	13
Evolución reciente del mercado bursátil. Desarrollo y resultados de la reforma	29
Información del Banco de España	39
Tipos de interés activos libres declarados por bancos, cajas de ahorro y entidades oficiales de crédito. Situación a 28 de febrero de 1990	40
Registros oficiales de entidades. Variaciones producidas durante el mes de marzo de 1990	46
Publicaciones recientes del Banco de España	47
Indicadores económicos	51
Artículos y publicaciones del Banco de España	97

Evolución monetaria

Según datos provisionales, los activos líquidos en manos del público (ALP) experimentaron, durante el mes de febrero, una tasa de variación intermensual elevada a anual del $-2,4\%$. Esta cifra sitúa la tasa sobre diciembre de 1989 en el $0,3\%$, por debajo de los objetivos inicialmente programados.

El dato de febrero confirma la desaceleración en el ritmo de crecimiento de ALP que comenzó en agosto del año pasado, tras la fijación de pautas sobre la evolución del crédito concedido al sector de familias y empresas no financieras. En el período transcurrido entre agosto de 1989 y febrero de 1990, los ALP registraron un crecimiento acumulado del 6% en tasa anualizada, lo que supone menos de la mitad de la tasa experimentada en los siete primeros meses de 1989 ($13,7\%$).

Como ya se señaló en la presentación de los objetivos monetarios para 1990, la imposición de una restricción de oferta de recursos prestables al sector privado obliga a los agentes, bien a restringir sus planes de gasto, bien a financiarlos por vías alternativas, o bien a reducir sus posiciones líquidas generadas en el pasado. La evolución reciente apunta a que algo de cada uno de estos fenómenos ha venido produciéndose.

Los indicadores disponibles relativos a la evolución de la demanda nacional en los últimos meses de 1989 señalan una cierta moderación en su ritmo de expansión. Por tanto, una parte de la desaceleración de los ALP estaría relacionada con este factor. No se considera, sin embargo, que la menor pulsación de la demanda de gasto explique, por sí sola, las bajas tasas de crecimiento de los ALP en los dos primeros meses del año. Por un lado, los agentes económicos podrían estar financiando una parte de su gasto nominal mediante una desacumulación de su riqueza financiera generada en períodos anteriores y en buena parte materializada en instrumentos bancarios. Por otro lado, existen indicios razonables para pensar que los últimos datos de ALP podrían reflejar, en una proporción elevada, una perturbación financiera, que habría consistido en la sustitución en las carteras del público de instrumentos integrados en ALP, como títulos públicos y operaciones de seguros, por otros excluidos de la definición de dicho agregado, como pagarés de empresa y pagarés forales.

En efecto, el saldo conjunto de títulos públicos y operaciones de seguros disminuyó en 8 m.m. en enero y creció tan sólo 75 m.m. en febrero. En cambio, los últimos datos disponibles sobre la evolución de los pagarés de empresa, que corresponden al mes de enero, señalan un crecimiento medio en

las carteras del sector privado de 120 m.m. (230 m.m. a lo largo del mes) frente a 66 m.m. y 40 m.m., respectivamente, en los dos meses anteriores, y frente a una caída acumulada de 59 m.m. en el período mayo-octubre. Así, un agregado más amplio de liquidez, obtenido mediante la suma de ALP y pagarés de empresa en poder del público, muestra un crecimiento en diciembre y en enero del 11,1 % y del 6,7 %, respectivamente, superando en 2 y 3,7 puntos porcentuales las tasas registradas para ALP. Los factores que han impulsado el mercado de pagarés de empresa han podido provenir tanto del lado de la oferta como del de la demanda. En cuanto a la oferta, los controles al crecimiento del crédito bancario han debido desplazar una parte importante de financiación de las empresas hacia instrumentos no bancarios y, principalmente, hacia pagarés de empresa. La oferta de pagarés está encontrando una buena respuesta en la demanda, dado el importante diferencial de rentabilidad que desde octubre estos activos han mantenido con las letras del Tesoro. A pesar de la elevación en un punto del tipo marginal de la emisión a un año de estas últimas en febrero, dicho diferencial se mantiene aún en torno a un punto por debajo del obtenido por los pagarés de empresa a plazo similar.

Por otra parte, no se dispone de información directa sobre las tenencias de pagarés forales en las carteras del sector privado. Sin embargo, existen es-

timaciones indirectas que permiten inducir que su importancia continúa aumentando. Estos instrumentos podrían estar sustituyendo a pagarés del Tesoro y a operaciones de seguros al ofrecer una rentabilidad financiero-fiscal atractiva. El saldo de pagarés del Tesoro en manos del público ha vuelto a experimentar en febrero una caída de unos 62 m.m. Con ello, el descenso acumulado en los últimos doce meses se cifra en torno a los 627 m.m. La renovación de pagarés del Tesoro en la última subasta de febrero, superior al 100 % de las cantidades que vencían, llevó a pensar en un posible agotamiento de este fenómeno de sustitución por los pagarés forales. Sin embargo, en la primera subasta de marzo las cantidades renovadas han cubierto sólo un 80 % de los vencimientos. Por su parte, las operaciones de seguros de las cajas de ahorro cayeron en febrero 62 m.m., con un descenso acumulado, en los meses transcurridos de 1990, de 188 m.m.

La parte de ALP computable en el coeficiente de caja y los agregados más reducidos registraron en febrero tasas más elevadas que los de ALP (7,2 % en el primer caso y en torno al 12 % en M3, 10 % en M2 y 13,5 % en M1). Esta evolución está determinada, en buena parte, por los desplazamientos que se están produciendo, como consecuencia de la expansión de los depósitos de alta remuneración, que tiende a incrementar el ritmo de crecimiento de las definiciones más estrechas de la liquidez.

1. Agregados monetarios (Ø)

	Saldos m.m. 1990	Variación intermensual (T _i) %				Variación acumulada desde DIC de 1988/DIC de 1989 %		
		1989		1990		1989		1990
		FEB (p)	DIC	ENE (p)	FEB (p)	DIC	ENE (p)	FEB (p)
Activos líquidos en manos del público (ALP)	40.770	9,1	3,1	-2,4	11,3	3,1	0,3	
Disponibilidades líquidas (M ₃)	29.808	5,8	11,9	12,1	10,3	11,9	12,0	
Efectivo	3.722	1,3	3,6	11,6	19,3	3,6	7,6	
Depósitos de la banca	12.699	1,2	4,6	7,9	8,8	4,6	6,2	
Depósitos de las cajas	11.928	13,9	22,1	17,5	9,9	22,1	19,8	
Otros depósitos (a)	1.459	-2,5	22,2	7,7	6,7	22,2	14,7	
Otros activos líquidos	10.776	-26,1	-10,3	2,5	16,2	-10,3	-4,1	
Títulos públicos (b)	9.077	-14,2	13,1	24,5	37,8	13,1	18,6	
Otros activos (c)	1.699	-60,6	-69,0	-61,8	-30,9	-69,0	-65,6	

(a) Banco de España, cooperativas y otras instituciones.

(b) Pagarés y letras del Tesoro (adquiridos en firme o temporalmente) y cesión temporal de deuda a medio y largo plazo.

(c) Pasivos bancarios: empréstitos, avales prestados a pagarés de empresa, cesión temporal y participaciones de activos privados, letras endosadas y pasivos por operaciones de seguros.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 6 a 11. *Boletín Estadístico*, cuadros IX-1, IX-2 y IX-4.

2. Financiación a empresas y familias (a)

	Saldos en m.m.			Tasas de crecimiento (%)			Variación acumulada desde DIC 1988/DIC 1989 %	
	1989		1990	1989		1990	1989	1990
	DIC (p)	ENE (p)	FEB (p)	DIC (p)	ENE (p)	FEB (p)	DIC (p)	FEB (p)
T_1								
SERIE DESESTACIONALIZADA:								
Crédito interno (b) (c)	35.435	35.718	36.000	16,1	10,0	9,9	17,6	10,0
T_{12}								
SERIES ORIGINALES:								
Crédito interno (c)	35.938	35.747	35.877	17,6	16,1	15,5		
Crédito	33.641	33.433	...	18,6	16,9	...		
<i>Banca</i>	20.281	20.048	...	18,3	16,4	...		
<i>Caja</i>	9.582	9.591	...	23,6	21,8	...		
<i>Resto</i>	3.778	3.794	...	8,7	8,2	...		
Valores y mercados monetarios	2.297	2.314	...	5,1	5,5	...		

(a) Se ha modificado este cuadro, adaptándolo a la nueva presentación de las estadísticas sobre crédito interno. Al abandonarse la desestacionalización de los diversos componentes, sustituyéndola por una desestacionalización conjunta, sólo es posible presentar tasas intranuales de la serie de financiación total. Todas las series están ajustadas. Para más información sobre los ajustes de estas series ver nota al indicador económico anexo, núm. 13.

(b) El ajuste estacional de este agregado se ha realizado a partir de unos factores estacionales estimados para el mismo.

(c) Incluye las transferencias de activos privados.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 13 y 14. *Boletín Estadístico*, cuadros II-12 a II-15, III-12 a III-14, IV-7, VI-8 y IX-9.

El análisis de ALP a través de sus contrapartidas señala las mismas pautas de moderación. En el período transcurrido entre agosto de 1988 y febrero del 90 el crédito interno total concedido por el sistema crediticio y los mercados monetarios ha registrado un crecimiento acumulado del 8,2 % en tasa anualizada (9,7 % en el crédito a empresas no financieras y familias, y 0,8 % al crédito a Administraciones Públicas) frente al 19,7 % (21,6 y 15,2 %, respectivamente) en los siete primeros meses de 1989.

Los datos recibidos del avance de los balances de bancos y cajas de ahorro permiten estimar para febrero un crecimiento del crédito interno a familias y empresas no financieras del 9,8 % en tasa intermensual elevada a anual, situando la tasa de crecimiento acumulado en el 10 %. Como en el caso de ALP, estas cifras deben ser interpretadas teniendo en cuenta la fuerte expansión de los pagarés de empresa, de forma que el crecimiento efectivo de la financiación recibida por el sector, está siendo probablemente superior al que se deduce de dichas tasas.

El crédito interno a las Administraciones Públicas creció en febrero a una tasa del 7 %, lo que sitúa la tasa sobre diciembre en el 1,2 %, un punto por debajo de la tasa para el conjunto del pasado año.

Por su parte, el sector exterior tuvo una aportación ligeramente positiva a la creación de liquidez. Las reservas centrales se incrementaron en 198 millones de dólares, mientras las entidades delegadas redujeron su posición corta en moneda extranjera en 26 millones de dólares y los no residentes sus saldos en pesetas convertibles en 92 millones de dólares.

Los mercados financieros internacionales evolucionaron en febrero dentro de un clima de incertidumbre, provocado, fundamentalmente, por los posibles efectos de la unión monetaria alemana. En este contexto, el tipo de cambio de la peseta ha mostrado un comportamiento muy estable a lo largo de febrero y en la primera mitad de marzo, manteniéndose ligeramente por encima del punto central de la banda de fluctuación del SME, sin intervenciones significativas del Banco de España.

Los hechos más sobresalientes de la evolución de los tipos de interés en el mes de febrero han sido las sucesivas elevaciones del tipo marginal de la subasta de letras del Tesoro y de la deuda del Estado a medio y largo plazo.

La escasez de peticiones en la subasta de letras del día 2 de febrero, al tipo marginal practicado hasta

3. Tipos de interés (Ø)

%

	Plazo d=día m=mes a=año	Medias mensuales				Medias decenales		
		1988	1989	1990		1990		
		DIC	DIC	ENE	FEB	FEB 2.ª d.	FEB 3.ª d.	MAR 1.ª d.
BANCO DE ESPAÑA:								
Préstamos de regulación monetaria	1 d.	12,4	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5
Intervención con deuda	7 d.	12,2	—	—	—	—	—	—
	3 m.	12,3	13,8	13,8	13,8	13,8	—	13,8
TESORO:								
Emisión de pagarés	18 m.	—	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Subasta de letras (a)	12 m.	—	13,1	13,1	13,7	13,7	—	13,7
Subasta de bonos (a)	3 a.	12,1	13,5	13,5	13,8	—	13,8	—
	5 a.	—	13,1	—	13,6	—	13,6	—
Subasta de obligaciones (a)	10 a.	—	—	12,6	—	—	—	—
INTERBANCARIO:								
Depósitos	1 d.	12,4	15,5	15,1	15,1	15,1	15,1	14,9
	3 m.	13,6	16,0	15,6	15,5	15,5	15,6	15,6
	6 m.	13,8	15,9	15,6	15,6	15,6	15,7	15,7
Dobles con letras del Tesoro	3 m.	12,2	13,7	13,6	13,7	13,7	13,6	13,7
	6 m.	12,3	—	13,5	13,5	13,6	13,6	—
Dobles con pagarés del Tesoro	3 m.	5,3	5,1	5,0	4,4	—	4,1	4,5
	6 m.	5,3	—	5,3	4,9	4,9	4,8	4,7
Letras del Tesoro al vencimiento	12 m.	—	12,7	12,9	13,6	13,7	13,9	12,9
BANCARIOS:								
Depósitos de la banca	1-2 a.	9,0	10,2	10,5	...	...	...	...
Depósitos de las cajas	1-2 a.	9,1	10,0	10,1	...	...	...	...
Crédito de la banca residente								
<i>A interés fijo</i>	1-3 a.	15,0	17,1	17,1	...	...	...	...
<i>Preferencial</i>	3 m.	13,2	14,5	14,6	14,6	...	...	...
Cto. de la b. extranjera a int. vble.		13,7	17,1	16,5	...	...	...	...
Crédito de las cajas								
<i>A interés fijo</i>	1-3 a.	14,8	17,0	17,3	...	...	...	...
OTROS:								
Deuda pública anotada	2 a. o más	12,8	14,5	14,5	14,6	14,7	14,7	14,9
Obligaciones eléctricas	2 a. o más	12,5	14,2	14,3	14,2	14,1	14,1	14,3

(a) Tipo de interés marginal.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 1 a 4.

entonces, confirmó el desalineamiento de los tipos de emisión de este instrumento respecto de los tipos a un año vigentes en los restantes mercados monetarios. En este contexto, el Tesoro elevó dos veces el tipo marginal de las letras en 0,4 y 0,5 puntos, respectivamente, hasta situarlo en el 14 %, logrando porcentajes de renovación del 86 % y 104 %, en las dos subastas de febrero. En las dos primeras subastas de marzo, el Tesoro colocó 86 m.m. y 165 m.m., con porcentajes de renovación que representaron el 84 % y el 88 %. Una parte de la demanda no satisfecha del público ha sido atendida a través de las cesiones temporales a tres meses del Banco de España, quien, al tipo marginal vigente en los últimos meses (13,75 %), colocó en la última subasta de febrero y en las dos celebradas en la primera quincena de marzo una cantidad neta en torno a los 100 m.m.

Además de la elevación señalada del tipo marginal de las letras, durante el mes de febrero, el Tesoro recalcó al alza los tipos de la subasta de bonos a tres y cinco años en 0,24 y 0,48 puntos, respectivamente. Ello reforzó las expectativas alcistas de los tipos de interés en los mercados a medio y largo plazo, de forma que no se registró ningún estímulo sobre la demanda de estos títulos. De los 102 m.m. solicitados en febrero, sólo se adjudicaron 44 m.m., lo que supuso una emisión neta negativa de 52 m.m. En marzo el Tesoro ha vuelto a elevar el tipo de los bonos a tres años en 0,78 puntos. Pese a ello, de los 87 m.m. solicitados en el tramo competitivo de la subasta del día ocho sólo se adjudicaron 11 m.m. fuera del Banco de España. Las dos subastas de obligaciones del Estado convocadas en este último mes fueron declaradas desiertas, al situarse los tipos de

4. Intervención del Banco de España (a)

	FEB 1990	1989		1990		FEB 1990	
		DIC	ENE	FEB	1.ª dec.	2.ª dec.	3.ª dec.
Variaciones absolutas							
Activos de caja	4.438	113	-481	-43	-17	-3	30
CONTRAPARTIDAS:							
Circulación fiduciaria (b)	-3.994	-201	65	72	-89	75	3
Otros factores	7.511	345	61	61	-19	-194	159
Sector exterior	4.833	-145	-231	13	-1	26	9
Crédito al sector público	1.224	493	372	-177	-49	-271	211
Cartera de letras del Tesoro	1.065	0	-127	163	52	-1	23
Otros fondos públicos	328	-7	-9	4	0	1	-15
Cuentas diversas (b)	61	4	56	58	-20	50	-70
Operaciones con las instituciones financieras	921	-32	-607	-176	92	117	-132
Préstamos de regulación monetaria (c)	1.379	-113	-526	31	143	212	-88
Cesiones temporales deuda (b)	-888	84	-85	-244	-54	-99	-45
Otros	430	-3	3	37	3	4	1
Niveles medios en porcentajes							
EXCEDENTES DE CAJA:							
Sistema bancario	...	0,079	0,055	0,041	0,037	0,043	0,041
Bancos	...	0,104	0,074	0,057	0,053	0,062	0,057
Cajas	...	0,052	0,033	0,023	0,021	0,023	0,025

(a) Medias mensuales o decenales, según el calendario de cumplimiento del coeficiente de caja.

(b) Aumento (-).

(c) Incorpora subasta de préstamos, adquisición temporal de títulos y segunda ventanilla.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núm. 5. *Boletín Estadístico*, cuadros I-1 a I-13, y IX-22 a IX-26.

interés solicitados muy por encima de los que el Tesoro estaba dispuesto a aceptar.

La escasa colocación de deuda pública en los dos meses y medio transcurridos del año determina una emisión neta negativa, en términos efectivos, de 213 m.m. Se han producido disminuciones del saldo vivo de pagarés del Tesoro y de deuda pública a medio y largo plazo de 203 m.m. y 64 m.m., respectivamente, y un aumento de 54 m.m. de saldo en circulación de letras del Tesoro, de los cuales unos 61 m.m. fueron colocados en el Banco de España. La demanda de letras del público ha sido atendida, fundamentalmente, con cesiones a tres meses del Banco de España. Estas han alcanzado un flujo neto de 394 m.m. en el periodo contemplado. De esta forma, la financiación concedida por el Banco de España al Tesoro, considerando el recurso y el aumento de su cartera de títulos, alcanzó, a mediados del mes de marzo 681 m.m. (287 m.m. si se descuenta del aumento de la cartera el flujo neto de cesiones temporales).

5. Tipos de interés extranjeros \emptyset

	Medias mensuales					
	1988		1989		1990	
	DIC	DIC	ENE	FEB		
EUROMERCADOS A 3 MESES:						
Dólar	9,3	8,4	8,2	8,3		
Franco suizo	4,9	8,3	9,4	9,4		
Marco	5,3	8,1	8,2	8,3		
Yen	4,5	6,6	7,0	7,1		
Franco francés	8,4	10,7	11,2	10,9		
Libra esterlina	13,1	15,1	15,1	15,1		
ECU	8,0	10,9	11,2	11,1		
Media ponderada (a)	6,9	8,5	8,8	8,8		
Diferencial medio (b)	6,6	7,5	6,9	6,7		

(a) Media de los tipos de las siete monedas antes citadas, ponderadas por su participación en la deuda exterior de España en diciembre del año anterior.

(b) Tipo interbancario español correspondiente a operaciones de depósito (véase cuadro 3), menos tipo medio ponderado exterior.

La tónica de incertidumbre reinante en los mercados exteriores, en los que se descuentan elevaciones futuras en los tipos de interés, junto con los últimos datos conocidos sobre la evolución de la inflación en España, se ha traducido, en los mercados interiores, en una cierta presión al alza sobre los tipos de interés en los mercados secundarios de deuda y en los plazos más largos del interbancario de depósitos. Pese a las elevaciones de los tipos en el mercado primario de deuda a medio y largo plazo llevadas a cabo últimamente, el Tesoro no ha conseguido colocar cantidades significativas dado que los tipos practicados en los mercados secundarios eran entre 0,5 puntos y 1 punto más atrás que los recientemente aceptados por el Tesoro en las últimas subastas de bonos a 3 y 5 años. El mercado secundario de deuda a medio y largo plazo mantuvo en febrero y en la primera mitad de marzo una actividad muy escasa, que se explica, por un lado, por las expectativas al alza de los tipos de interés y, por otro, por las

repercusiones que sobre este mercado puede tener la reciente modificación del coeficiente de caja, que implica la creación de certificados del Banco de España por 3.100 m.m. con vencimientos entre 1993 y el año 2000.

En el mercado interbancario de depósitos se produjo, durante el mes de febrero, una elevación de los tipos, en los plazos de 6 meses y 1 año, en torno a 0,15 puntos porcentuales en cada decena, dando lugar, por un lado, a la detención del proceso de suave deslizamiento a la baja, que desde diciembre y hasta la tercera decena de enero había venido experimentando la curva tipo-plazo (en torno a 0,5 - 0,6 puntos) y, por otro, a la recuperación del perfil creciente de la curva. La evolución durante la primera decena de marzo se ha caracterizado por la estabilidad de los tipos en los plazos más largos (3, 6 y 12 meses) y por un ligero descenso en los tipos a un mes y a un día (0,1 y 0,2 puntos porcentuales, res-

6. Tipos de cambio (∅)

	Variaciones (%) (a)					
	Mensuales				Mensuales acumuladas desde DIC 1988/DIC 1989	
	1990	1989	1990		1989	1990
	FEB	DIC	ENE	FEB	DIC	ENE FEB
TIPOS DE CAMBIO NOMINALES:						
Del dólar frente a:						
Marco	1,68	-5,0	-2,6	-0,9	-1,1	-2,6 -3,5
Yen	145,56	»	0,9	0,4	16,2	0,9 1,4
Países desarrollados (b) (c)	67,05	-2,2	-1,2	-0,3	4,3	-1,2 -1,5
De la peseta frente a:						
Dólar	108,29	3,8	2,3	1,3	1,4	2,3 3,6
Franco suizo	72,77	0,6	-1,0	-0,6	7,3	-1,0 -1,6
Marco	64,61	-1,3	-0,4	0,4	0,2	-0,4 »
Yen	74,40	3,9	3,2	1,7	17,8	3,2 5,0
Libra esterlina	183,63	2,2	-1,1	-1,3	15,6	-1,1 -2,4
Franco francés	19,03	-0,9	-0,8	0,1	0,2	-0,8 -0,6
CEE (b) (c)	100,14	-0,4	-0,6	»	2,9	-0,6 -0,6
Países desarrollados (b) (c)	107,35	0,6	0,2	0,4	3,6	0,2 0,5
Principales acreedores (d) (e)	114,37	2,0	1,0	0,7	4,3	1,0 1,7
TIPOS DE CAMBIO REALES (f):						
De la peseta frente a:						
Dólar (c)	...	4,1	2,1	...	3,5	2,1 ...
CEE (b) (c)	...	-0,3	»	...	5,2	» ...
Países desarrollados (b) (c)	...	0,7	0,6	...	5,9	0,6 ...

(a) Apreciación (+) o depreciación (-) del dólar o de la peseta, según el caso.

(b) Medias ponderadas por el comercio exterior.

(c) Índice base: ∅ 1985=100.

(d) Índice base: ∅ 1980=100.

(e) Media de seis monedas ponderadas por su participación en la deuda exterior [véase nota (a) del cuadro 4].

(f) Medidos con precios de consumo. Los valores correspondientes a los dos últimos meses son estimaciones provisionales.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 20 a 23, y Boletín Estadístico, cuadros XX-51 a XX-53.

pectivamente), dando lugar a un aumento del trazado positivo de la curva de rendimientos.

La instrumentación de la política monetaria continuó la misma línea de los últimos meses. El Banco de España mantuvo el nivel de los tipos a corto plazo entre el 15 % a un día y el 15,5 % a tres meses mediante el escalonamiento de la oferta de activos de caja, sin variar el tipo marginal de la subasta de préstamos. De los veinte días hábiles de febrero en siete ocasiones no se convocó subasta y tres días se prorrateó. Esta actuación ha logrado introducir una prima en el tipo a un día sobre el marginal de la subasta alrededor de 0,5 puntos.

Por otra parte, el Banco de España continuó utilizando el resto de instrumentos de detracción e inyección de liquidez con cierta flexibilidad: cesiones temporales de deuda a tres meses, a un tipo que se mantiene inalterado en el 13,75 % desde mayo del pasado año; adquisiciones temporales de deuda entre el 14,5 % y el 15,5 % y préstamos en segunda ventanilla, al 15,5 %.

20-III-1990

Evolución reciente del mercado bursátil. Desarrollo y resultados de la reforma

Este artículo ha sido elaborado por Víctor García-Vaquero y Fernando Gutiérrez, del Servicio de Estudios.

1. EL MARCO GENERAL

La reforma del mercado de valores, a partir de la ley 24/1988, de 28 de julio, debe enmarcarse dentro de un amplio programa de transformación del sistema financiero, en el que se cuenta el desarrollo normativo y operativo del mercado de deuda pública, en torno al sistema de anotaciones en cuenta, y otras iniciativas recientes que abordan la regulación de distintos aspectos del ámbito financiero: las leyes sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, de Auditoría de Cuentas, de Fondos de Pensiones y de Adaptación de la Legislación Mercantil. Esta reforma pretende potenciar el mercado de valores español, cuyo desarrollo ha tomado caracteres de urgencia ante la próxima constitución de un mercado europeo de valores mucho más integrado después de la aprobación del Acta Unica Europea, y, en definitiva, representa un proceso paralelo al que han seguido otros países de la Comunidad Económica Europea (1).

La reforma española, al igual que la de otros países, pretende alcanzar una mayor eficiencia operativa y una mayor seguridad de los mercados. Para este propósito, se da prioridad al fomento de la competencia; al aumento de la capacidad financiera de los intermediarios, que les permita el desarrollo de redes comerciales de títulos y la asunción de riesgos; y al establecimiento de mecanismos adecuados de difusión de la información y de supervisión de las operaciones y de los intermediarios del mercado.

De acuerdo con estos fines, destacan entre sus rasgos esenciales los siguientes:

- a) Libertad de acceso a la condición de intermediario en los mercados de valores y a la condición de miembro de los mercados organizados.
- b) Constitución de un organismo regulador y supervisor de carácter público.
- c) Posibilidad de que los intermediarios operen por cuenta propia.
- d) Liberalización de los precios de la intermediación en valores.

(1) Recuérdense las sucesivas reformas de las bolsas europeas: Londres, en octubre de 1986; Francia, en julio de 1987; Bélgica, en 1987; Italia, en 1988.

Esta reforma global se concreta en la Ley del Mercado de Valores, parcialmente en vigor desde enero de 1989 y, plenamente, a partir del 29 de julio de 1989, que se concibe como una ley marco que dota de una coherencia interna a todo el ordenamiento de los mercados de valores.

Así, la ley ofrece un respaldo legal adecuado al mercado de deuda pública en anotaciones y aglutina, dando un soporte común, a toda la normativa de información y publicidad de las empresas admitidas a cotización, agentes intermediarios, inversores y emisores.

La ley distingue tres categorías de mercados organizados: las Bolsas de Valores, el Mercado de Deuda Pública en anotaciones y otros mercados secundarios oficiales a los que el Gobierno pueda otorgar dicha condición. En lo que se refiere a las bolsas, que constituyen el objeto específico de este trabajo, la ley ha dado lugar a cambios en su estructura institucional, pero, también, a una serie de mejoras operativas y técnicas, que se han desarrollado de forma paralela. Ambos aspectos se describen a continuación, antes de analizar la evolución del mercado bursátil en 1990.

2. LA ESTRUCTURA INSTITUCIONAL

La ley 24/1988 ha modificado el panorama institucional de las bolsas, creando una serie de entidades hasta entonces inexistentes y modificando de manera importante otras ya en funcionamiento (gráficos 1 y 2). Algunas de ellas son instituciones específicas del mercado bursátil; otras extienden, o pueden extender, su actividad a todo el ámbito de los mercados de valores, por lo que en este trabajo se abordarán sus aspectos más directamente relacionados con las bolsas.

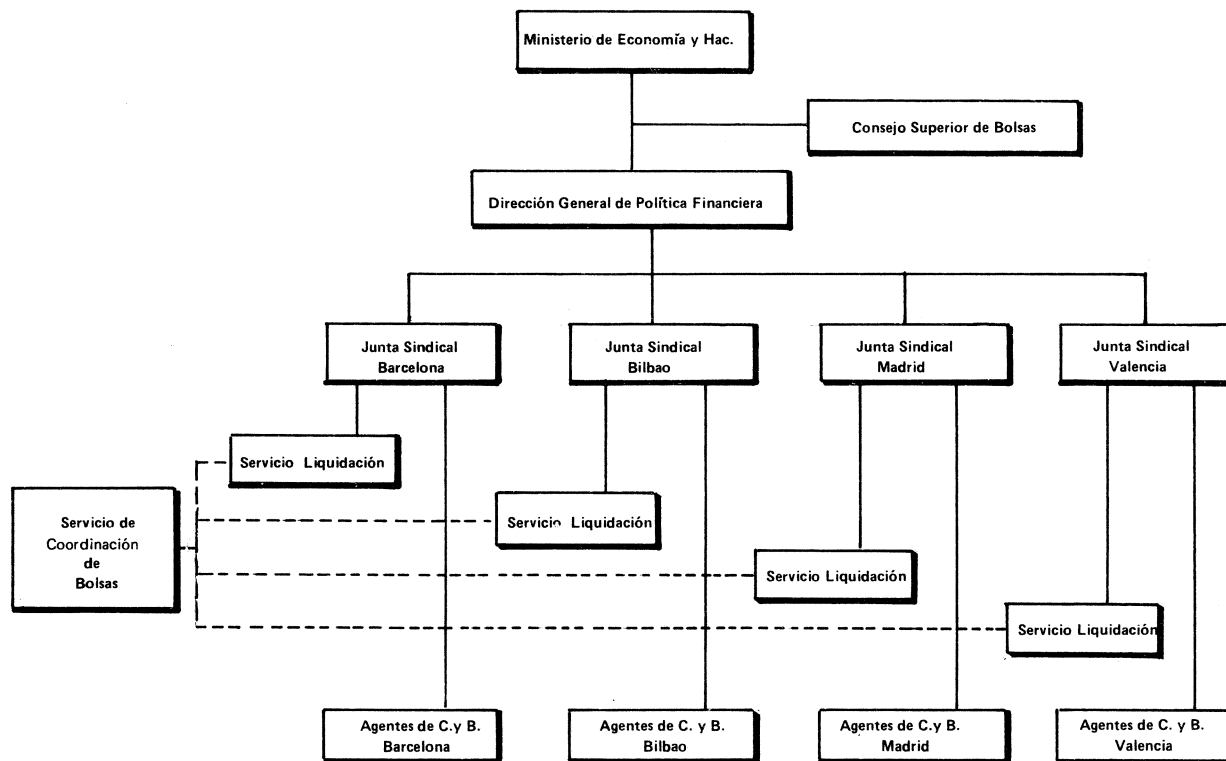
Entre estas últimas figuran:

- a) La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).
- b) Las sociedades y agencias de valores.

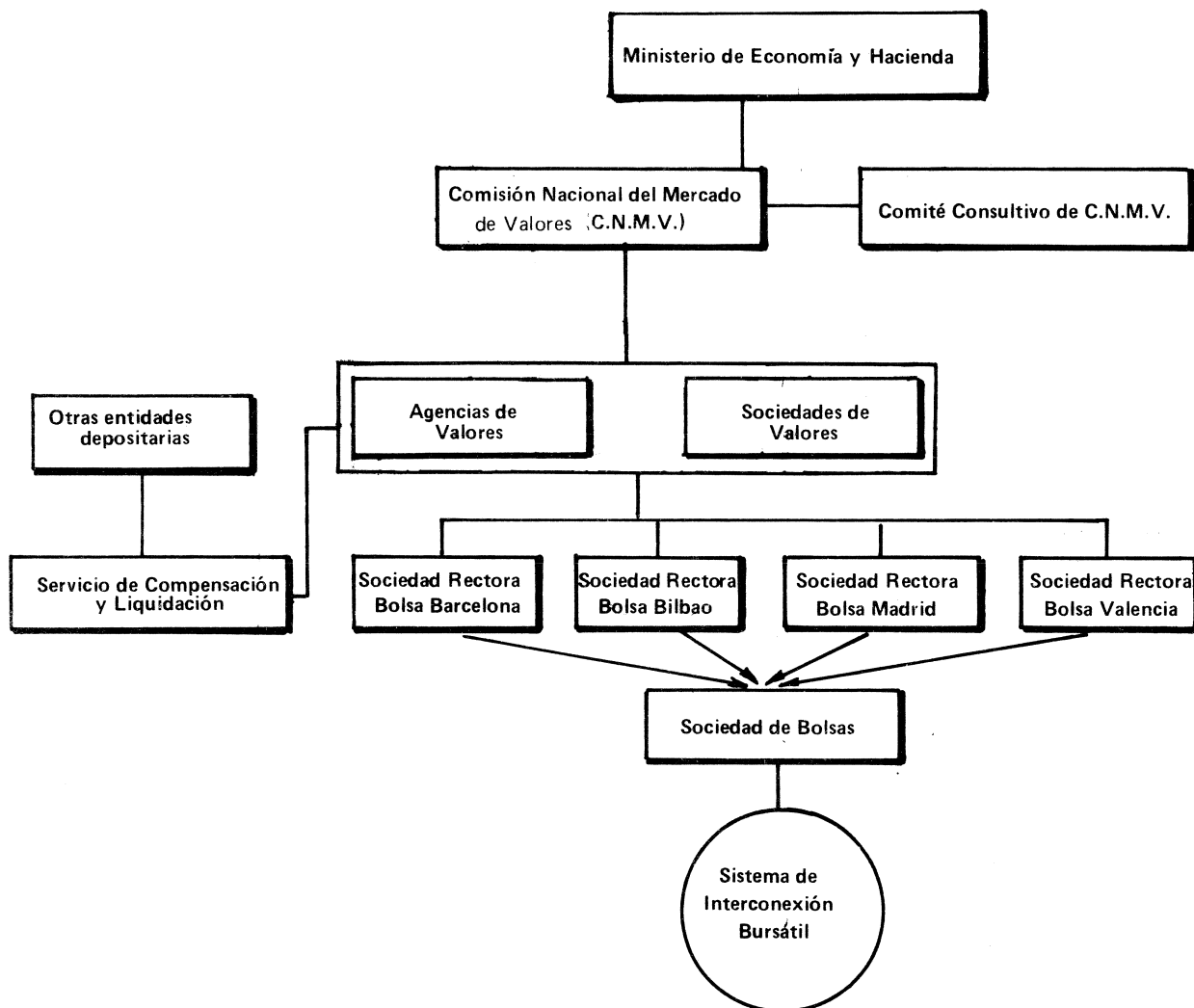
Las instituciones circunscritas a los mercados bursátiles son:

- c) Las sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores.
- d) La Sociedad de Bolsas.

1. Estructura de las bolsas antes de la Ley del Mercado de Valores



2. Estructura de las bolsas después de la Ley del Mercado de Valores



e) El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

a) La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)

Es el órgano central (1) de la nueva estructura de los mercados de valores y, por lo tanto, del mercado bursátil. Es una entidad de derecho público con personalidad jurídica propia, que tiene como objeto principal la regulación, supervisión e inspección del

(1) Esta institución tiene muchas similitudes funcionales con la SEC americana, la COB francesa o la CONSOB italiana.

mercado de valores y de la actividad de todas las personas físicas o jurídicas que intervienen en él.

Entre las competencias específicas que le atribuye la ley figuran:

- La supervisión, inspección y disciplina de los mercados de valores y de la actividad de cuantas personas físicas y jurídicas se relacionan con el tráfico de valores.
- Proponer al Ministerio de Economía y Hacienda la autorización de las sociedades y agencias de valores, y efectuar el control y seguimiento de su solvencia y liquidez.

- El control del desarrollo de los mercados primarios, mediante la verificación de los procesos de emisión, así como de los mercados secundarios oficiales, a través de la supervisión del procedimiento de admisión y exclusión de valores y del funcionamiento de estos mercados.

b) Las sociedades y agencias de valores

La ley 24/1988 suprime la figura del agente de cambio y bolsa y la sustituye por una forma societaria. Asimismo, se suprime la obligatoriedad de la fe pública en la compraventa de valores y se exige, simplemente, la mediación por una sociedad o agencia de valores.

Al contrario que los agentes de cambio y bolsa, que antes del 29 de julio se asociaban en forma de colegio profesional, exclusivamente en su plaza bursátil, y formaban un órgano de dirección y gobierno (Junta Sindical), las sociedades y agencias pueden ser accionistas de una o varias sociedades rectoras y del Servicio de Compensación y Liquidación, pendiente de constituir.

Las sociedades y agencias de valores se distinguen, en cuanto a sus competencias, por el hecho de que estas últimas no pueden negociar por cuenta propia, ofrecer crédito ni asegurar emisiones.

Las características principales que presentan los nuevos intermediarios bursátiles respecto a los anteriores fedatarios mercantiles son:

- Mayor capacidad financiera, en la medida en que se exigen capitales mínimos (750 millones para sociedades y 150 millones para agencias) y se establecen coeficientes de solvencia y liquidez.
- En el caso de las sociedades de valores. Posibilidad de negociar por cuenta propia todo tipo de valores y ofrecer crédito en la compraventa bursátil.
- Mayor capacidad de comercialización y distribución de activos financieros, pues se posibilita la expansión del negocio mediante la apertura de sucursales tanto en el territorio nacional como en el extranjero.
- Acceso a nuevas áreas operativas: las sociedades y agencias pueden actuar como entidades gestoras del mercado de deuda pública en anotaciones, como entidades delegadas del Banco de España para la realización de operaciones en moneda extranjera, como gestores de carteras de ter-

ceros y como depositarios de instituciones de inversión colectiva.

- Están sometidas a supervisión, inspección, control y disciplina de la CNMV en todo lo relativo a su actuación en los mercados de valores y, sin perjuicio de lo anterior, del Banco de España en lo relativo a las actividades relacionadas con el mercado de deuda pública y las propias de las entidades delegadas.

c) Las sociedades rectoras de las bolsas de valores

La estructura, funcionamiento y fuentes de financiación de estas instituciones se han visto alteradas profundamente a partir del 29 de julio.

Las sociedades rectoras se configuran como sociedades anónimas, que tendrán como únicos accionistas a todas las sociedades y agencias de valores que sean miembros de la bolsa correspondiente.

El acceso a la condición de miembros de las bolsas está abierto a las sociedades y agencias de valores, de capital nacional o extranjero, con las limitaciones establecidas en la ley –i.e. participación reservada a las personas físicas en el caso de las agencias de valores miembros de una bolsa, o sometimiento al límite reglamentario de las participaciones individuales en las sociedades y agencias de valores miembros de una bolsa–; asimismo se prevé un régimen transitorio, hasta 1993, que gradúa la participación de personas físicas o jurídicas que no tuvieran con anterioridad la condición de agentes de cambio y bolsa y excluye la participación de capital extranjero de los residentes de países no miembros de la CEE, en las sociedades y agencias de valores que ostenten la condición de miembros de las bolsas.

La condición de miembro de una bolsa de valores podrá alcanzarse, bien mediante la adquisición de acciones viejas de una entidad miembro ya establecida o bien mediante la suscripción de acciones nuevas procedentes de una ampliación de capital de la sociedad rectora, que puede realizarse anualmente.

Las funciones específicas que desarrollan las sociedades rectoras en el nuevo entorno bursátil son:

- Regir y administrar las bolsas de valores, siendo responsables de su organización y funcionamiento, así como participar en la dirección de la Sociedad de Bolsas (ver gráfico 2).
- Autorizar la admisión de valores a cotización.

- Facilitar al público la información relativa a la contratación y a los estados financieros de las empresas admitidas y a la de los miembros de las bolsas.

Con la entrada en vigor de la ley, las sociedades rectoras han perdido no pocas de las capacidades que ostentaban las extinguidas juntas sindicales, y que convertían a éstas en unos intermediarios financieros anómalos, ya que unían esta condición a cierta capacidad para fijar las normas de los mercados en los que actuaban. En concreto, han perdido:

- La categoría de miembro del mercado. En la actualidad les está prohibida a las sociedades rectoras la mediación en la compraventa de valores.
- La condición de intermediario financiero. El art. 48 de la ley les prohíbe expresamente realizar actividad alguna de intermediación financiera.
- La condición de depositario de valores, ya sea en forma de títulos o en anotaciones en cuenta.
- La realización de operaciones de custodia o depósito de valores extranjeros, así como ser entidad de enlace en el proceso de negociación de valores extranjeros.
- La administración de carteras a instituciones.

d) La Sociedad de Bolsas

Es una nueva sociedad anónima que será responsable del Sistema de Interconexión Bursátil (SIB), constituida el pasado mes de febrero por las cuatro sociedades rectoras de las actuales bolsas, al 25 % cada una.

El SIB permite la integración de las cuatro bolsas nacionales, antes aisladas e independientes, en una sola. Existe una comunicación directa y en tiempo real entre las bolsas, de manera que se forma un único precio en cada instante. Esta conexión aumenta la liquidez y profundidad del mercado.

Operativamente, la Sociedad de Bolsas se diseña como una quinta bolsa, mucho más amplia, profunda y de ámbito nacional, pues las competencias que le confieren la ley 24/1988 y el RD 726/1989 son muy semejantes a la de cualquier sociedad rectora. Esta entidad se constituye, sin embargo, con una cierta independencia de los miembros del mercado que operan en el sistema interconectado, ya que se

separa la condición de operador del mercado interconectado y la de socio de su órgano de gobierno.

e) El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV)

La Ley del Mercado de Valores reorganiza todo lo referente a la liquidación y compensación de valores. En primer lugar, privatiza la institución, convirtiéndola en sociedad anónima, y establece que actuará bajo principios de rentabilidad de sus recursos propios, mediante el cobro de los servicios prestados, absteniéndose de asumir riesgos con sus participes. Indica que serán accionistas del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores aquellas entidades financieras directamente implicadas en los procesos de compensación y liquidación de valores.

En segundo lugar, se prevé la integración del Servicio de Coordinación de Bolsas y los servicios de liquidación de las cuatro sociedades rectoras (antes juntas sindicales) en esta única entidad, que tendrá como funciones principales:

- Llevar el registro contable correspondientes a valores admitidos a negociación en las bolsas de valores y representadas por medio de anotaciones en cuenta.
- Gestionar, en exclusiva, la compensación de valores y de efectivo derivada de la negociación en las bolsas de valores.

3. LOS CAMBIOS TECNICOS

Paralelamente a estas transformaciones institucionales se ha producido una importante reforma técnica, que tiene profundas implicaciones sobre la propia articulación presente y futura de las bolsas, puesto que posibilita la integración de los mercados, aumenta su transparencia y facilita su supervisión.

Las principales innovaciones técnicas que han tenido lugar durante 1989 y principios de 1990 han sido la implantación de:

- Sistemas de contratación asistido por ordenador.
- Sistemas de difusión instantánea de información.
- Nuevos procedimientos de liquidación y compensación.
- Procedimientos de canalización de ordenes electrónica.

3.1. El sistema de contratación asistido por ordenador

También llamado abreviadamente «mercado continuo», se puso en funcionamiento el 24 de abril de 1989.

Los principios en los que se basa este sistema son:

Mercado único: se establece un mercado concentrado, donde se centralizan las órdenes de todos los operadores y se genera un único precio en cada instante.

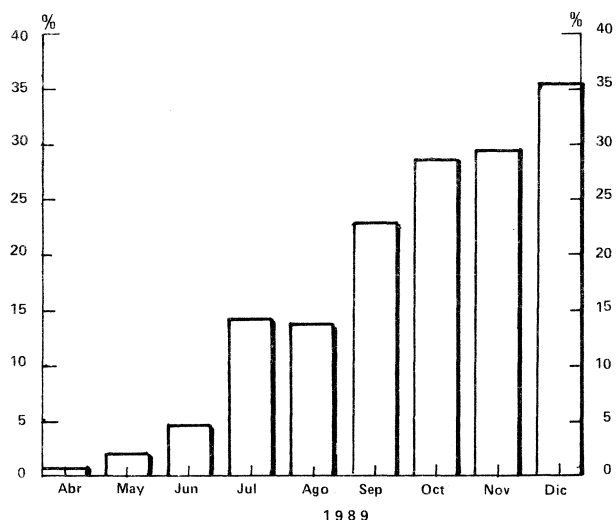
Igualdad: se garantiza la total igualdad de acceso en el proceso de formación de precios. Todos los operadores disponen de las mismas oportunidades, con independencia del punto geográfico desde el que operen.

Transparencia: el sistema asegura el flujo constante de información durante todo el horario de contratación.

Este sistema ha ampliado el tiempo de contratación, que antes duraba 10 minutos y ahora es de 7 horas, y ha posibilitado la interconexión de las cuatro bolsas nacionales, permitiendo el intercambio indistinto de valores entre los diferentes mercados. Aparte de estas ventajas, el propio curso de las órdenes es mucho más eficiente. El proceso «canalización-ejecución-confirmación» de una orden lo hace el propio sistema informático, evitando errores y, sobre todo, agilizando el cruce de operaciones.

3. Mercado continuo

(Volumen efectivo de negociación) (a)



(a) En porcentaje sobre el total negociado en las bolsas.

Por lo que se refiere a la actividad desarrollada en el mercado continuo, puede observarse en el gráfico 3 que el peso de la contratación canalizada por el sistema electrónico ha seguido una rápida evolución creciente respecto de la negociación total de acciones nacionales, al pasar de un 1 % en su inicio a un 36 % a finales de 1989. La incorporación de valores al sistema ha sido progresiva, iniciándose con 5 valores en abril de 1989, 51 en diciembre, y 71 valores, incluyendo 9 sociedades bancarias, en marzo de 1990. En términos de capitalización bursátil, las inclusiones suponían a finales de 1989 un 46 % del total nacional y un 62 % en febrero de 1990.

Las estimaciones apuntan que la contratación asistida por ordenador debería alcanzar un 85 % de la contratación nacional y cerca de un 95 % de la capitalización a finales de 1990, relegando a los corros a una actividad de importancia secundaria.

3.2. Sistemas de difusión de información en tiempo real

Los principios de funcionamiento del mercado continuo imponen la necesidad de un flujo constante de información a la comunidad inversora, de manera que no sólo se tenga acceso directo al sistema sino que, además, éste proporcione un conocimiento rápido de la formación de precios. Con este fin, se han desarrollado diversas herramientas de difusión de información, dentro de las cuales se pueden establecer tres niveles.

En el primer nivel, el operador dispone inmediatamente de toda la información de mercado más la situación del estado de sus propias órdenes. El segundo nivel, dirigido a especialistas y profesionales del sector, ofrece un flujo instantáneo de las últimas operaciones realizadas con todos los detalles de intermediario, volumen, precio, horario, así como las mejores posiciones oferentes y demandantes. En el tercer nivel se encuentran los sistemas de difusión masivos de datos que presentan los últimos precios negociados, con algunos minutos de retraso respecto de su ejecución, y que tienen su base en pantallas de presentación rápida, teletexto, pantallas de televisión y sistemas de recepción a través de ondas de radio, dirigidos a la comunidad inversora y público en general.

3.3. Nuevos procesos de liquidación y compensación de valores

Antes de que se constituya jurídicamente el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores,

las sociedades rectoras han reformado algunos procesos en la liquidación. Así, se ha instaurado un nuevo procedimiento para la liquidación de valores nominativos que están contratando en el mercado continuo, a través de la confección de un acta múltiple única centralizada en una bolsa.

Este procedimiento convergerá con el nuevo sistema para convertir títulos nominativos en títulos fungibles a través de referencias técnicas, lo que permitirá acortar y homogeneizar los plazos de liquidación.

3.4. Procedimientos de canalización de órdenes electrónicas

Los programas de canalización de órdenes permiten que la gestión de las órdenes y la confirmación de su ejecución se lleven a cabo instantáneamente.

Estas aplicaciones informáticas favorecen la rapidez y fiabilidad en el flujo continuo de órdenes y permiten, asimismo, una mayor eficiencia en la comercialización y distribución de valores: disminuyen los costes de transacción y permiten ampliar las redes de intermediación, puesto que pueden ser utilizadas por cualquier entidad financiera no miembro de las bolsas.

En la actualidad son varias las sociedades que tienen en funcionamiento programas de canalización de órdenes en conexión directa con el mercado continuo.

4. EFECTOS DE LA REFORMA

La entrada en vigor de la ley y el desarrollo progresivo de los cambios técnicos referidos han ocasionado profundas transformaciones en los comporta-

mientos de los agentes intervinientes, en la estructura y distribución del mercado, y en precios y comisiones.

Sin duda, el grupo de intermediarios bursátiles ha sido el que mayores cambios ha experimentado con la reforma de la bolsa. Esta ha tenido, por el momento, tres efectos significativos sobre ellos: en primer lugar, una disminución sensible de su número. En segundo lugar, una rápida concentración de la actividad en un grupo, todavía más reducido, de sociedades de valores, que ha ido acompañada de un aumento en el peso relativo de la Bolsa de Madrid. Finalmente, se ha producido una tendencia hacia la especialización de actividades.

Por lo que se refiere al primer aspecto, ha disminuido, de forma significativa, el número de miembros de las bolsas de valores (véase cuadro 1); sumando los miembros de las cuatro bolsas, se ha reducido de 144 a 96. Las cuatro bolsas han disminuido, de forma significativa, el número de sus miembros (véase cuadro 1). Sin embargo, la disminución real del número de intermediarios es mucho más acusada, puesto que las agencias y sociedades de valores constituidas originariamente en otras bolsas decidieron ser partícipes también del mercado madrileño. Así, el número total de sociedades y agencias que, a su vez, son miembros de una o más bolsas es, únicamente, de 56. De ellos solamente 5 no son accionistas de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid.

La introducción del sistema de contratación asistido por ordenador e interconectado a los cuatro mercados ha ocasionado una mayor concentración de la negociación en acciones. Como se observa en el cuadro 2, la participación de la Bolsa de Madrid en el mercado continuo, expresada en porcentaje sobre la contratación efectiva, ha crecido durante los primeros once meses de funcionamiento. Partiendo de

1. Evolución del número de miembros de las bolsas

	Antes de la ley			Después de la ley (a 29 de julio)			
	Agentes	Sociedades	Agencias	Individual	Total	No miembros de la Bolsa de Madrid	Total de intermediarios diferentes
Madrid	82	34	16	1	51	-	-
Barcelona	35	17	10	1	28	3	-
Bilbao	15	7	3	-	10	2	-
Valencia	12	5	2	-	7	-	-
TOTAL	144	63	31	2	96	5	56

Fuente: Sociedades Rectoras.

2. Participación de las cuatro bolsas en el mercado continuo

(% sobre pesetas efectivas contratadas)

	Madrid	Barcelona	Bilbao	Valencia
1989				
ABR	71,07	16,76	10,31	1,84
MAY	67,21	21,12	9,20	2,47
JUN	76,84	12,26	8,76	2,13
JUL	82,68	11,30	4,06	1,96
AGO	83,10	12,46	3,36	1,08
SEP	84,19	10,73	3,93	1,15
OCT	77,64	17,10	4,02	1,24
NOV	84,56	11,67	3,07	0,70
DIC	81,54	15,03	2,91	0,51
1990				
ENE	82,16	13,26	3,74	0,84
FEB	83,34	13,63	2,51	0,52

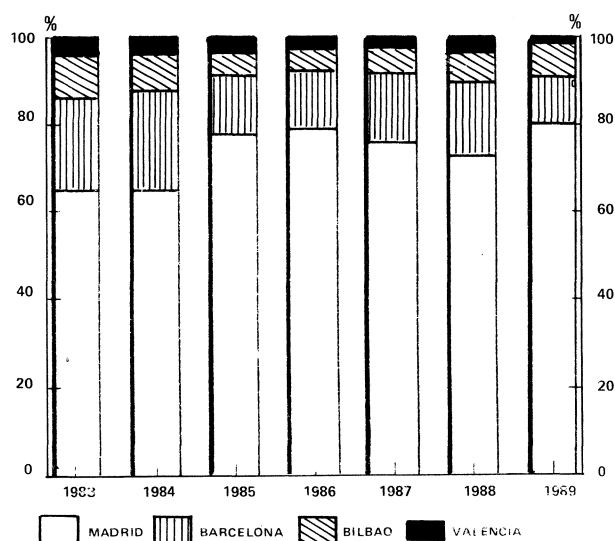
Fuente: Sociedad de Bolsas.

un nivel del 70 % en abril de 1989, ha ido incrementando su cuota hasta estabilizarse en la banda del 82-83 % del total nacional, a costa, obviamente, de las otras tres bolsas. Resulta muy significativo el recorte registrado en Bilbao, desde el 10 % al 3-4 %, y en Valencia, donde el estrechamiento ha ido desde el 2 % al 0,8-0,5 %.

Este comportamiento revela que la introducción del mercado continuo ha acelerado la tendencia de

4. Cantidades negociadas en Bolsas de Valores

(En % sobre negociación efectiva)



los últimos años para el conjunto de la negociación en renta fija y variable, que señalaba un proceso de concentración hacia la bolsa con mayor volumen de contratación (véase gráfico 4).

Esta evolución, común a la mayor parte de los países, tiene motivos muy diversos. Por un lado, existe un número de agencias y sociedades que sólo operan en Madrid. Por otro, una gran parte de los intermediarios bursátiles, miembros de varias bolsas, colectan órdenes de otros mercados y las canalizan a través de sus operadores en Madrid. Ello es así porque es más fácil crear mercado, y de hecho puede obtenerse una posición más fuerte para la fijación de precios, si se concentran en un punto el mayor número de posiciones de oferta y demanda del mismo valor en lugar de tenerlas dispersas en varios centros. Por último, el inversor institucional y aquel que dispone de un gran volumen de órdenes prefiere acudir a mercados más profundos, con una mayor liquidez y velocidad en las transacciones.

En esta línea, se está produciendo, asimismo, un proceso paralelo de acumulación de las transacciones bursátiles en un número reducido de intermediarios. Los primeros datos facilitados por la CNMV indican que las diez mayores sociedades de valores realizan el 45 % de la contratación. Un tercio del mercado está repartido entre seis sociedades; entre ellas, las tres primeras están participadas por entidades de crédito nacionales.

Estos fenómenos están provocando desplazamientos en las líneas de negocio bursátil, de forma que algunas sociedades están obteniendo altas cuotas en un segmento de mercado, mientras que otras comienzan a no encontrar rentables determinados tipos de operaciones, lo que lleva a una nueva consecuencia: la especialización de actividades.

En efecto, un comportamiento que viene observándose recientemente, aunque todavía no existen datos precisos, es la progresiva división del negocio en segmentos concretos del mercado. Las sociedades con participación de bancos y cajas de ahorro presentan unas ventajas comparativas mayores para especializarse en el tramo minorista de la intermediación de valores, debido fundamentalmente al importante número de sucursales distribuidas en el territorio nacional. Por su parte, las sociedades no participadas por entidades de crédito comienzan, salvo excepciones, a dedicar el grueso de sus recursos y esfuerzos a la intermediación mayorista, labores de asesoramiento de empresas y operaciones especiales.

Por último, otro de los efectos inmediatos que ha originado la reforma ha sido el aumento de las

3. Costes para los agentes participantes en las bolsas

COSTES PARA LOS INTERMEDIARIOS MIEMBROS DE LAS BOLSA

Antes de la ley

1 millón por fianza individual
2 millones para fianza genérica:

Después de la ley

Capital social de constitución:
750 millones para sociedad valores
150 millones para agencia
Adquisición acciones sociedad rectora:
Entre 80 y 30 millones para sociedad valores
Entre 16 y 6 millones para agencia valores
Adquisición de acciones del Servicio de Compensación y Liquidación:
Pendiente de constituir
Cánones por ser miembro de una bolsa:
500.000 PTA fijas anuales + 0,02 por mil del importe efectivo contratado por cuenta ajena y propia
Fianza colectiva para garantizar la liquidación de valores:
En función del volumen intermediado por cuenta ajena y propia
Mantenimiento de coeficientes:
- De liquidez: 10 % de los pasivos exigibles
- De solvencia: 5 % de las posiciones de riesgo

COSTES DE LA NEGOCIACION BURSATIL PARA UN INVERSOR (en compras y en ventas)

Antes de la ley

Arancel del agente

2,5 por mil (acciones)

Derechos de liquidación

Hasta 100.000 PTA: 0
Más de 100.000: 150 PTA. Títulos al portador
200 PTA. Títulos nominativos
250 PTA. Sistema tradicional

Impuesto de Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados (a)

Hasta 10.000	10 PTA
De 10.001 a 30.000	30 PTA
De 30.001 a 75.000	80 PTA
De 75.001 a 150.000	160 PTA
De 150.001 a 300.000	330 PTA
De 300.001 a 1.000.000	1.200 PTA
De 1.000.001 a 2.000.000	2.400 PTA
El exceso por cada 10.000 o fracción	11 PTA

Después de la ley

Comisión de mediación

Hasta 200.000 PTA: 500 PTA fijas
Más de 200.000 PTA: 2,5 por mil (acciones)

Canon de liquidación

Hasta 10.000 PTA	0 PTA
De 10.000 a 50.000 PTA	100 PTA
De 50.000 a 1.000.000 PTA	200 PTA
De 1 m. a 5 m. PTA	400 PTA
De 5 m. a 50 m. PTA	600 PTA
Más de 50 m. PTA	800 PTA

Canon de contratación

Hasta 10.000 PTA	0 PTA
De 10.000 a 50.000 PTA	150 PTA
De 50.000 a 1.000.000 PTA	300 PTA
De 1 m. a 5 m. PTA	600 PTA
De 5 m. a 50 m. PTA	900 PTA
Más de 50 m. PTA	1.200 PTA

Gastos de custodia de títulos

3 por mil del nominal al año

COSTES PARA LOS EMISORES

COSTES DE LA EMISION

Antes de la ley

Entre 0,125 y 2 por mil cobrado por las juntas sindicales de arancel por la suscripción de emisiones de renta fija o variable

Después de la ley

Entre 0 y 2,5 por mil cobrado por agencias y sociedades de valores en la comisión de mediación en la suscripción de valores
0,35 por mil cobrado por la CNMV por registro de folletos

COSTES EN LA ADMISION EN BOLSA

Antes de la ley

Junta sindical por derechos de admisión de títulos valores:
0,1 por mil hasta 500 millones
0,025 por mil exceso 500 hasta 1.000 millones
0,005 por mil exceso de 1.000 millones

Después de la ley

Sociedades rectoras de bolsas de valores:
a) Tramitación de expediente
0,15 por mil hasta 1.000 millones
0,05 por mil de 1.000 a 5.000 millones
0,02 por mil más de 5.000 millones
b) Derechos de admisión
2 por mil del importe nominal de los valores a admitir

(a) Sólo aplicable en las compras.

cargas que soportan los agentes partícipes en el circuito bursátil.

La implantación de sistemas técnicamente más perfectos y el establecimiento de requisitos más precisos y completos de información sobre el mercado y de garantía y supervisión de los intermediarios y las operaciones, ha hecho necesaria la realización de importantes inversiones que, dada la filosofía de la reforma, deben ser financiadas por los partícipes del mercado. Este aumento de los costes será compensado por la mejora de la eficiencia del mercado y de los servicios que éste presta a ahorradores y empresas, y diluido por los aumentos futuros de la contratación. Sin embargo, en la fase inicial de desarrollo del mercado, estas ventajas se han conseguido sólo en parte, al tiempo que no se ha alcanzado un crecimiento suficiente de la cifra de negocio bursátil, en buena medida debido a factores coyunturales.

Estos mayores costes han sido, por el momento, soportados principalmente por los emisores y los intermediarios (véase cuadro 3). En el caso de estos últimos, las cargas del sostenimiento del mercado, junto con la exigencia de un mayor nivel de recursos propios, son factores que explican el proceso de concentración antes descrito. El funcionamiento de las bolsas exige la existencia de un grupo de entidades con la capacidad de ofrecer continuamente posiciones de contrapartida. Esta tarea, que aumenta la liquidez y eficiencia del mercado, conlleva un cierto grado de concentración que puede alcanzarse, bajo un régimen supervisor adecuado, sin merma de la competencia.

Por su parte, los inversores no han experimentado alteraciones significativas en el coste de sus operaciones, si se exceptúan los gastos por custodia de títulos –servicio antes prestado de forma gratuita–. Sin embargo, es de esperar, para el futuro, un alza sensible de la comisión de mediación para las operaciones de pequeña cuantía, en beneficio de las ope-

raciones mayores, una vez que finalice, el 1 de enero de 1992, el actual período transitorio hasta la liberalización total de las comisiones, durante el cual se aplica el mismo régimen anteriormente existente.

5. EVOLUCION DE LA BOLSA EN 1989

5.1. La oferta de títulos

Los mercados primarios de títulos privados mostraron muy escasa actividad en 1989. Las emisiones, tanto de renta fija como de renta variable, disminuyeron apreciablemente con respecto al año anterior.

La emisión neta de títulos de renta fija por empresas no financieras presentó por tercer año consecutivo una cifra negativa (véase cuadro 4). Esta contracción se reflejó, igualmente, en la oferta bruta, que alcanzó 383,6 m.m., frente a los 714,3 del año anterior. Casi la totalidad de la oferta de renta fija provino de los organismos internacionales, que vienen registrando una actividad aceleradamente creciente desde su irrupción en el mercado en 1987.

Las emisiones de renta variable confirman la tendencia antes apuntada. En conjunto, las ampliaciones de capital con aportación de fondos disminuyeron en 97,9 m.m. con respecto a los niveles de 1988. Debe destacarse que las emisiones de las empresas admitidas a cotización sufrieron una caída importante, de 140,5 m.m., frente a un incremento de las emisiones de empresas no admitidas de 42,6 m.m.

Entre las causas de esta reducida oferta de títulos están las condiciones monetarias progresivamente tensas a lo largo del año, con altos tipos de interés, que dificultaron la emisión de obligaciones. Estos factores incidieron muy desfavorablemente sobre un mercado primario muy deteriorado por la práctica

4. Emisiones netas de renta fija y variable privada

m.m.

	Renta fija		Renta variable		
	Empresas no financieras	Organismos internacionales	Total	Cotizadas	No cotizadas
1984	302,9	–	269,5	137,7	131,8
1985	215,6	–	375,6	150,4	225,2
1986	270,4	–	410,1	219,0	191,1
1987	–106,5	30,0	395,7	281,5	114,2
1988	–28,0	85,8	291,2	242,1	49,1
1989	–70,7	240,0	193,3	101,6	91,7

5. Capital admitido a cotización

m.m. y %

	1985	1986	1987	1988	1989
Nominal	1.887,0	2.200,0	2.466,0	2.946,0	3.545,0
(% PIB)	6,7	6,8	6,9	7,4	7,9
Efectivo	3.007,0	6.477,0	7.748,0	10.313,0	13.457,0
(% PIB)	10,7	20,2	21,6	26,0	30,0
Media de precios (%)	159,3	294,4	314,1	350,0	379,6

Fuente: Bolsa de Madrid.

inexistencia de un mercado secundario que proporcione liquidez a estos valores. Sólo a final de año pudo detectarse una cierta reacción, relacionada, en parte, con la restricción crediticia y la búsqueda de financiación alternativa en el mercado de valores, pero, sobre todo, con aspectos coyunturales, como el hecho de que 1989 era el último año en el que las empresas eléctricas podían emitir con desgravación fiscal.

En cuanto a la renta variable, las elevadas rentabilidades que ofrecían los activos financieros alternativos y, para las empresas cotizadas, la escasa revalorización de las acciones, muy influidas por el empeoramiento de las expectativas de inflación, la elevación de los tipos de interés y la inestabilidad de determinadas bolsas extranjeras, determinaron la reducción en el volumen de emisiones. Asimismo, el gran volumen de conversiones realizadas en el año diluyó el valor de las acciones y dificultó la emisión de nuevo papel.

A pesar de la mala situación del mercado primario, el capital admitido continuó el avance registrado en años anteriores, como puede observarse en el cuadro 5. Los incrementos registrados en los dos últimos años son la suma de dos componentes: las conversiones de obligaciones y bonos, que resultaron del importante auge que tuvieron las emisiones convertibles en 1987 y 1988, y el significativo aumento en el número de nuevas empresas admitidas a cotización.

En efecto, según se observa en el cuadro 6, en 1989 se mantuvo la tendencia creciente de incorporaciones de nuevas empresas a los mercados de valores. De las cincuenta y nueve sociedades que comenzaron a cotizar en la Bolsa de Madrid en 1989, más de la mitad son sociedades de inversión, esto es, sociedades de cartera (SC), sociedades de inversión mobiliaria (SIM) y sociedades de inversión mobiliaria de capital variable (SIMCAV). Esta evolución tiene diversas causas: por un lado, el mercado se está profesionalizando, de manera que cada vez se canaliza más inversión a través de estas instituciones de inversión colectiva; por otro, la inclusión de estos valores se puede hacer en régimen de admisión provisional, con requisitos de entrada muy inferiores a los exigidos a otro tipo de sociedades; por último, las grandes carteras, bien sean de particulares o de instituciones, al constituirse con esta estructura, tributan al 18 %, claramente inferior al 35 % del impuesto de sociedades o un marginal medio-alto en el IRPF.

Las restantes 25 sociedades admitidas se desglosan en 24 industriales y una bancaria, lo que refleja la progresiva diversificación de la cobertura sectorial de las bolsas.

El ritmo de incorporaciones, sin embargo, se fue haciendo más lento a medida que avanzaba el año; de estas 25 sociedades, 22 lo hicieron en los primeros siete meses del año. En esta desaceleración influyeron la adversa coyuntura bursátil nacional y el

6. Evolución del número de sociedades nuevas admitidas

	Bancos y seguros	Sociedades de inversión	No financieras	Subtotal admitidas	Excluidas	Total neto
1986	—	6	6	12	35	-23
1987	4	14	14	32	16	16
1988	1	27	19	47	6	41
1989	1	34	24	59	11	48

7. Oferta de acciones en las bolsas comunitarias en 1988

	Capitalización bursátil miles de millones de ECU	Capitalización bursátil % PIB	SOCIEDADES ADMITIDAS A COTIZACION				Capitalización por sociedad millones ECU
			Primer mercado		Segundo mercado		
			Nacional	Extranjero	Nacional	Extranjero	
Londres	587,5	98,0	1.804	585	429	60	325,7
Frankfurt	205,8	20,2	402	232	429	50	512,0
París	190,4	20,3	459	217	180	4	414,9
Milán	115,5	16,4	211	0	35	0	547,7
Amsterdam	97,3	50,8	232	228	57	3	330,2
Copenague	23,0	25,6	260	7	—	—	88,5
Bruselas	50,3	39,4	186	151	18	4	270,9
Madrid (a)	103,2	30,0	416	0	4	0	248,2

Fuente: Comité de las Bolsas de la CEE.

(a) Los datos de España corresponden a 1989.

nuevo tratamiento fiscal de los derechos de suscripción (1), cuyo favorable régimen tributario anterior favorecía la introducción de empresas en bolsa.

El ritmo creciente de admisiones de nuevas empresas, junto con la disminución de las exclusiones, determinó un aumento del número de sociedades cotizadas que, desde 1987, se ha incrementado en casi 100 empresas, hasta alcanzar un total de 416 a finales de 1989. Sin embargo, debe destacarse el escaso número de sociedades no financieras que no llegan a representar el 50 % del total.

El segundo mercado, con tres años de existencia y tan sólo cinco empresas cotizadas, sigue siendo irrelevante. En 1989 tan sólo se admitió una sociedad, que, por otro lado, no ha tenido una sola sesión de negociación desde su entrada en bolsa.

En términos comparados, la Bolsa de Madrid se situó, en 1988, en el quinto puesto entre las bolsas comunitarias por capitalización bursátil, pero a una considerable distancia (véase cuadro 7) respecto de las tres primeras. Así, la Bolsa de Madrid es equivalente a un sexto de la Bolsa de Londres y la mitad de las de Frankfurt y París. No obstante, en relación al tamaño de las economías respectivas, el mercado nacional adquiere una mayor relevancia, situándose en el cuarto lugar, por delante de estas dos últimas.

Respecto al número de sociedades admitidas, aunque el mercado español tiene cifras comparables a las del mercado holandés o alemán, carece del

(1) A partir del RD ley 1/1989, la transmisión de derechos de suscripción se considera incremento patrimonial, siempre que el importe obtenido en la venta sea superior al valor de adquisición de las acciones que han experimentado el desdoble.

componente internacional que poseen éstos. Las bolsas comunitarias presentan un alto nivel de internacionalización, a excepción de Milán, donde el control de cambios ha impedido la cotización de valores extranjeros.

Esta carencia de nuestros mercados de valores puede solventarse en el futuro, ya que, por un lado, la disposición adicional 6.^a del RD 726/1989, de 23 de junio, declara libre la admisión a negociación de valores extranjeros en las bolsas españolas, y, por otro, la CNMV publicó el pasado 28 de diciembre los criterios para la admisión de estos valores, eliminando así los últimos requisitos normativos que lo impedían.

Por último, el tamaño medio de las empresas cotizadas en España resulta inferior al de las empresas en los mercados del entorno comunitario. Este hecho se debe, por una parte, a que los requisitos de admisión al primer mercado son muy bajos (200 millones de capital social, 100 accionistas), lo que hace que empresas con dimensiones medianas o pequeñas acudan a este mercado, en vez de incorporarse al segundo mercado. Por otra parte, el gran número de sociedades de inversión que, por lo general, tienen el capital mínimo para ser admitidas, origina una disminución del tamaño medio.

5.2. La demanda de títulos

El comportamiento de la demanda de acciones ha sido muy desigual durante 1989. Mientras que en el primer semestre la presión inversora conseguía absorber con fluidez las sucesivas ampliaciones y nuevas admisiones (antes ya se ha señalado que más del 80 % de éstas se realizaron en los primeros

8. Planes y Fondos de Pensiones

m.m.

	1988	1989	88/89 (%)
Número de planes	134	223	66,4
Número de fondos	91	174	91,2
Número de partícipes (miles)	n.d.	317,7	-
Patrimonio (m.m.)	25,4	85,0	234,6

Fuente: Inverco.

siete meses), el segundo semestre, y más acentuadamente los últimos meses, se ha caracterizado por un retraimiento generalizado y una contracción de las tomas de posiciones en renta variable.

En esta línea, viene observándose recientemente la retirada progresiva de las bolsas del inversor individual, especialmente de las pequeñas carteras que son gestionadas de forma autónoma, en beneficio de una inversión más profesionalizada. Este proceso, originado por el curso más variable de los precios, la dificultad de acceso y altos precios de la información económico-financiera y la gradual supresión de las ventajas fiscales para la inversión en bolsa, está generando un trasvase hacia otros instrumentos y, dentro del mercado de acciones, hacia otras formas de inversión institucional.

Para analizar este comportamiento hay que distinguir las distintas modalidades de inversión colectiva con sus peculiares condicionantes de fiscalidad, liquidez y rentabilidad. Así, además de la importancia creciente de las sociedades de inversión mobiliaria (SIM y SIMCAV), ya reseñada en el epígrafe anterior, debe destacarse la evolución de los fondos de pensiones.

9. Evolución de fondos de inversión mobiliaria

m.m.

	1987	1988	1989
Activo total	389,4	568,5	551,6
Número de entidades	89	144	136
Número de partícipes (miles)	514,6	518,2	n.d.
	1989		
	Número	Activo total	1989/1988
FIM renta fija	69	272,0	-65,4
FIM dinero	20	181,9	37,0
FIM renta variable	47	97,1	11,6
Total	136	551,6	-16,6

Fuentes: Banco de España e Inverco.

10. Inversiones en cartera de no residentes

(Compras netas)

m.m.

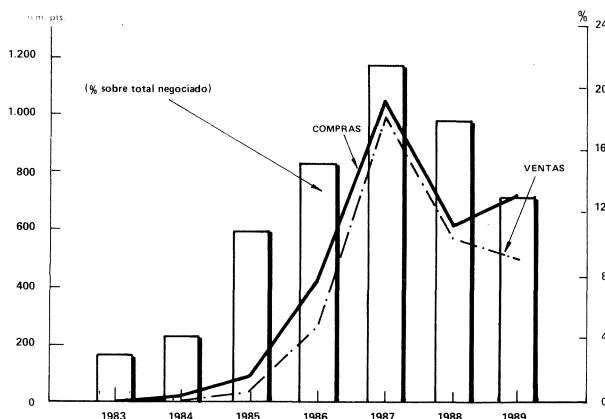
	1988			1989		
	I SE	II SE	Total	I SE	II SE	Total
En cartera	110	146	256	320	413	733
En bolsa	47	45	92	136	55	233
Fuera de bolsa	63	101	164	184	358	500

Después del establecimiento de un marco normativo estable, con la aprobación del reglamento de planes y fondos de pensiones en septiembre de 1988, esta fórmula ha experimentado un importante crecimiento durante 1989, no sin grandes esfuerzos de promoción, publicidad y comercialización por parte de bancos, cajas y compañías de seguros. Aunque los fondos de pensiones han conseguido triplicar su patrimonio respecto al año de su constitución (véase cuadro 8), no han alcanzado las previsiones de sus promotores. Las causas de este comportamiento incluyen, además del escaso conocimiento de esta modalidad por parte del público, el establecimiento de una cuantía máxima fiscalmente deducible y, sobre todo, la escasa liquidez que ofrece este producto.

La contribución de los fondos de pensiones a la inversión de acciones se estima entre el 15 y el 20 % del patrimonio total. De esta forma, se obtendría una cifra en torno a 17 m.m. acumulados hasta 1989 y una previsión entre 35 y 40 m.m. para 1990, dadas las expectativas del sector sobre el aumento de su patrimonio total.

5. Inversión extranjera en Bolsa

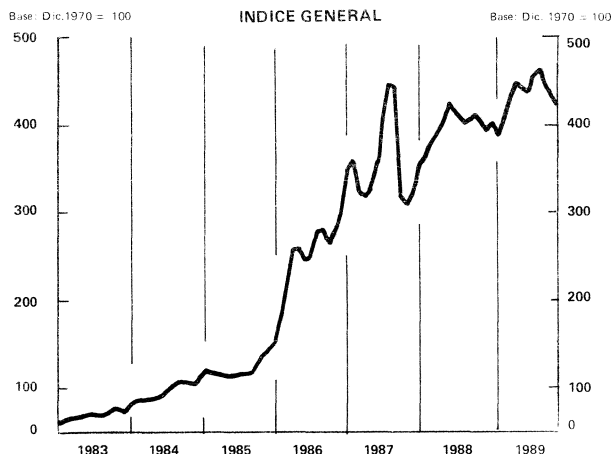
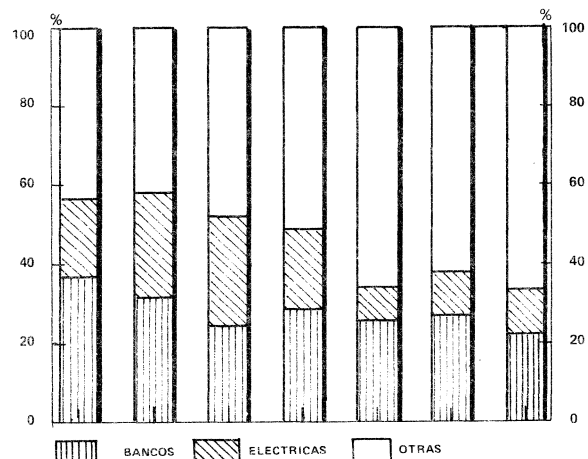
(Contratación y cuota de participación)



Otra opción son los fondos de inversión mobiliaria que, tras la expansión registrada en 1988, han presentado un balance menos positivo durante el año pasado. El activo total administrado (cuadro 9) era, al final de 1989, de 551 m.m., con una reducción de 16 m.m., si bien el mayor retroceso se produjo en los fondos especializados en renta fija, donde la disminución fue de 65 m.m., mientras que aquellos con predominio de renta variable experimentaron un alza de 11 m.m.

La inversión extranjera evolucionó con un gran dinamismo en el último año y siguió representando uno de los factores más importantes de la demanda de títulos. En concreto, la inversión en cartera de no residentes experimentó un crecimiento espectacular en 1989 (véase cuadro 10). Debe destacarse, sin embargo, la importancia de las inversiones ejecutadas fuera de las bolsas, que, con 500 m.m., representaron el 70 % del total.

6. Contratación por sectores



En cuanto a las canalizadas en los mercados bursátiles, se produjo una fuerte concentración de las inversiones en el primer semestre. Ello se debe, además de al mejor comportamiento del índice en este período, a la colocación de acciones de Repsol, que acaparó casi la mitad de los recursos invertidos en la bolsa por no residentes en la primera parte de 1989. A pesar de ello, hay que señalar el aumento de la estabilidad de las inversiones extranjeras a lo largo de todo el año (véase gráfico 5), que tan sólo ofrecieron un mínimo saldo negativo en noviembre, a raíz de la brusca caída de la bolsa norteamericana el mes anterior. Este comportamiento resulta muy destacable, dada la menor apreciación que experimentaron las acciones en la bolsa española, en comparación con otros mercados europeos. De ello cabría inducir el sostenimiento de expectativas favorables sobre la evolución bursátil en España por parte de grandes inversores institucionales extranjeros.

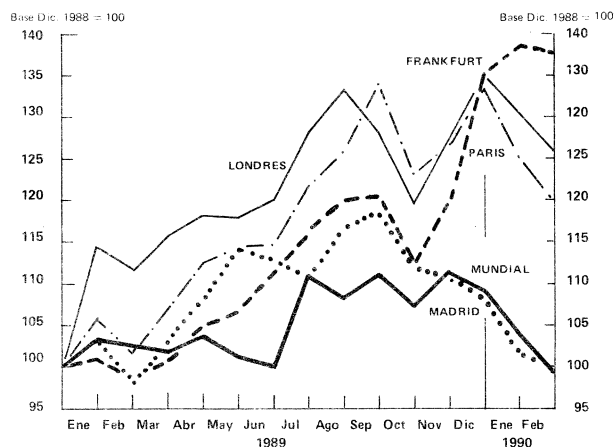
5.3. Precios y contratación

El comportamiento de la bolsa española durante 1989 ha sido muy desigual; frente a un escaso aumento de precios, de tan sólo un 8 %, el volumen de negocio fue muy satisfactorio, con un incremento de más del 40 % con respecto al año anterior. La contratación de acciones (4,7 billones en 1989) alcanzó niveles muy próximos a los de 1987. Al propio tiempo, y como puede observarse en el gráfico 6, continuó reduciéndose progresivamente la concentración sectorial en la negociación. Los valores eléctricos y, sobre todo, los bancarios, disminuyeron su importancia relativa respecto al volumen total, al pasar de un 55 %, que sumaban ambos grupos en 1983, al 33 % de 1989.

La implantación del mercado continuo ha tenido una influencia muy significativa en el fuerte incremento del volumen de negocio, especialmente en aquellos valores que anteriormente eran menos líquidos. Ello es así, ya que no sólo se han ampliado los tiempos de contratación de 10 minutos a 7 horas, posibilitando así el solapamiento de horarios con otros mercados internacionales, sino que se ha favorecido la liquidez del mercado al generarse una mayor velocidad diaria de las transacciones.

La ligera subida del índice general se distribuyó muy irregularmente entre los distintos sectores. Así, los valores eléctricos, que descontaron favorablemente el nuevo marco tarifario y la reestructuración del sector, consiguieron la mayor revalorización anual desde 1984, con un 31 %. El índice de construcción subió un 29 %, frente a una depreciación del 3 % en químicas y del 2 % en siderometalúr-

7. Índices de bolsas extranjeras



gicas, respectivamente. El sector bancario, por su parte, fue el tercer grupo que finalizó el año con un balance negativo (-1 %), después de marcar el máximo en septiembre con una moderada subida del 9 %.

El perfil de las cotizaciones (gráfico 6) siguió dos cursos bien diferenciados: el primero, alcista, no exento de fuertes fluctuaciones, hasta octubre, y el segundo bajista, que llegó hasta el final de año y ha continuado durante los primeros meses de 1990.

La bolsa marcó el mínimo del año (268,6) a finales de febrero, como consecuencia del primer paquete de medidas monetarias restrictivas. A partir de marzo comenzó una fase de alzas, con los habituales recortes técnicos, hasta mediados de junio, fecha en que alcanzó una revalorización media del 16 % sobre el final del año anterior.

El alto ritmo de crecimiento de los agregados monetarios y crediticios, el empeoramiento de las perspectivas de inflación, y el temor a un agravamiento del déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente, llevaron de nuevo a un endurecimiento de la política monetaria en julio. Si bien estas medidas generaron corrientes vendedoras hasta finales del mes, especialmente de inversores extranjeros, a partir de agosto continuó el alza bursátil, de forma que el 13 de septiembre se marcó un nuevo máximo (328,9) que sobrepasaba el establecido antes del hundimiento de octubre de 1987.

La bolsa se sostuvo a partir de entonces en niveles elevados, con más de 20 m.m. diarios de media de negociación y con la publicación de previsiones de excelentes resultados empresariales. Sin embargo, el viernes 13 de octubre, la Bolsa de Nueva York bajó

11. Ratios bursátiles de las principales bolsas comunitarias

(Datos a 28 de febrero de 1990)

	Relación precio-beneficio (PER)	Relación precio-valor contable
Frankfurt	17,9	2,39
Copenague	14,7	1,91
Italia	13,1	1,60
París	11,5	1,91
Londres	11,3	1,80
Bruselas	10,9	1,55
Amsterdam	8,9	1,35
Madrid	10,0	1,17

Fuente: Morgan Stanley Capital International.

bruscamente 190 puntos, lo que equivale a una disminución de un 6,9 % del precio de las acciones. A partir de entonces comenzaron a reproducirse comportamientos similares, aunque menos acentuados, a los de octubre de 1987.

El proceso de difusión y los mecanismos de transmisión de la corriente vendedora volvieron a repetirse. Efectivamente, el lunes 16, la Bolsa de Madrid cayó 17 puntos, esto es, un 5,3 %, aunque en los días siguientes el índice se recuperó algunos enteros y durante las semanas siguientes se produjeron recuperaciones técnicas que mantuvieron el índice en torno al 300 %. A partir de noviembre, las nuevas alzas en los tipos de interés en la deuda pública, la tímida aparición y la posterior generalización de las cuentas bancarias de alta remuneración, las desfavorables consecuencias que sobre las empresas podrían tener la prolongación del control del crédito, el aumento de las presiones salariales y, en fin, la inestabilidad de las bolsas extranjeras (1), generaron un curso bajista que perdura hasta las últimas semanas de marzo de 1990.

De esta forma, el rendimiento medio de las acciones cotizadas, incorporando la revalorización media del índice (8 %) a la rentabilidad por dividendos, fue del 11,8 % durante 1989, significativamente inferior al rendimiento medio de la deuda a corto plazo. Ello ha originado un desplazamiento de la demanda hacia colocaciones a corto plazo, con el consiguiente deterioro de las cotizaciones bursátiles.

En resumen, y como puede observarse en el gráfico 7, la bolsa española experimentó, en 1989, un

(1) En enero de 1990 la Bolsa de Tokio, con un 40 % de la capitalización mundial, sufrió una caída de 1.010 puntos en su índice Nikkei, el equivalente a una bajada del 2,7 %; y en febrero dos derrumbes casi sucesivos de 1.161 (-3,1 %) y 1.569 (-4,5 %).

alza muy inferior al de la mayor parte de las bolsas europeas, con un comportamiento bastante paralelo al del índice medio mundial, a su vez muy condicionado por la evolución desfavorable del mercado japonés.

Las fuertes bajas de las cotizaciones de los últimos meses han abaratado significativamente los precios de los títulos. El cuadro 11 muestra que la bolsa española presenta uno de los niveles de precios más bajos de las bolsas comunitarias. La relación precio/beneficio (PER) es sólo superior a la del mercado holandés. Esta situación se corrobora si se considera la relación precio/valor contable, para el que la bolsa madrileña presenta la menor valoración de entre las ocho bolsas incluidas en el cuadro.

5.4. Perspectivas

En 1989, las bolsas españolas se han desenvuelto en un entorno difícil, caracterizado por un empeoramiento de las expectativas de inflación y un grado creciente de tensión monetaria. En buena parte por los mismos factores, se han registrado episodios de fuerte inestabilidad en los mercados bursátiles internacionales, que han iniciado 1990 con una tendencia a la baja muy generalizada.

Esta coyuntura desfavorable no debe oscurecer, sin embargo, el efecto positivo que sobre la bolsa ya está teniendo la reforma del mercado de valores. La existencia de intermediarios con mayor capacidad técnica y financiera; la implantación de un mercado continuo, informatizado e interconectado a las cuatro bolsas y el uso de los nuevos sistemas de difusión de precios y canalización electrónica de órdenes, unido al aumento de la información tanto de las empresas admitidas como del propio mercado, están incrementando significativamente la liquidez y transparencia del mercado, haciéndolo más eficiente en la comercialización y distribución de valores. En este último aspecto, la labor supervisora e inspectora, en favor de una correcta formación de los precios, aumentará la confianza de los inversores.

Finalmente, existen todavía ciertos cambios normativos pendientes de desarrollar, que permitirán mejorar las condiciones de funcionamiento y la liquidez de los mercados bursátiles, como son: la regulación de la operativa por cuenta propia, de las ofertas públicas de adquisición y venta de valores, de la compensación y liquidación, de los mercados a plazo y de las operaciones con crédito. A estos desarrollos hay que añadir el próximo acceso a la bolsa de empresas extranjeras y los avances necesarios en los procesos técnicos, entre los que destacan: completar los procedimientos de difusión de informa-

ción, sobre todo en el nivel de acceso rápido del público en general, reorganizar los mercados de renta fija privada, mediante una mayor tipificación de las emisiones y la introducción de sistemas de contratación asistidos por ordenador, y, en el ámbito de la compensación y liquidación, hacer fungibles la totalidad de los valores nominativos, acortar y uniformar los períodos de liquidación, pasando de la liquidación a fecha fija a la diaria, y, por último, establecer un sistema de anotaciones en cuenta puro, que elimine los extractos y los títulos físicos.

25-III-1990.

El tipo interbancario a un día: variabilidad y determinantes fundamentales

Este trabajo ha sido realizado por José Luis Esquivá, del Servicio de Estudios.

En este trabajo se estudia el comportamiento del tipo de interés en operaciones interbancarias de depósito al plazo de un día. En el primer apartado se analiza la evolución del grado de variabilidad día a día de este tipo de interés y se presenta información sobre el proceso de fuerte reducción que ha experimentado dicha variabilidad en los últimos años, lo que le ha permitido situarse en niveles similares a la que registran los tipos interbancarios a un día en países que ejercen un control estricto de los tipos de interés a corto plazo. En el segundo apartado se describen los distintos mecanismos utilizados por el Banco de España para influir sobre los tipos interbancarios, y, finalmente, en el tercero, se presentan los resultados de un estudio cuantitativo que aporta información sobre la importancia relativa y la forma en que estos mecanismos han afectado al tipo de interés a un día. El estudio ha tenido en cuenta, igualmente, la influencia de otros factores, relacionados con la manera en que las entidades que operan en el mercado interbancario gestionan su tesorería.

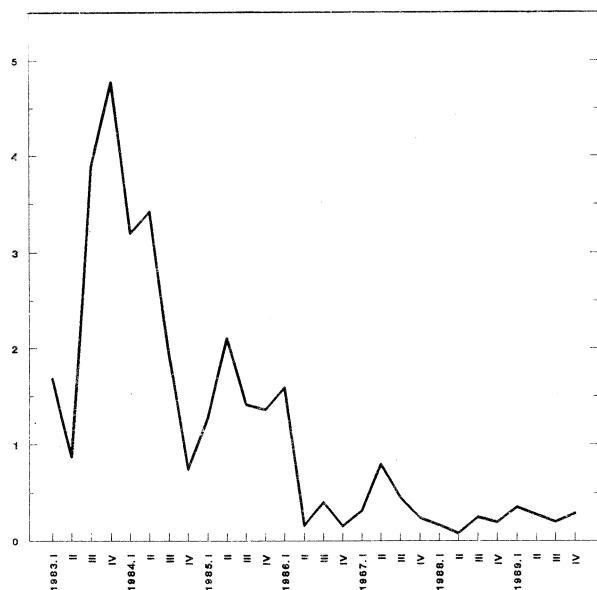
1. LA VARIABILIDAD DEL TIPO INTERBANCARIO A UN DÍA

Durante los últimos años el Banco de España ha ido modificando el esquema de instrumentación monetaria en respuesta a las importantes alteraciones que han venido registrándose en el entorno en el que se desarrolla su política (1). Este cambio ha estado marcado por la preponderancia que ha ido asumiendo el tipo de interés como variable instrumental de referencia en el proceso de control monetario, en detrimento de los objetivos establecidos en términos del crecimiento de los activos de caja del sistema bancario. Entre las distintas estrategias posibles de tipos de interés, el Banco de España ha ido decantándose por una instrumentación basada en controlar el tipo de interés de los mercados monetarios a plazos muy cortos, actuando principalmente para equilibrar el segmento día a día, y permitiendo que los tipos de interés negociados a plazos más largos se vean influidos por las expectativas del mercado. Estas expectativas reflejan, en gran medida, los juicios que el mercado emite sobre el desarrollo futuro más probable de las actuaciones de política monetaria.

Uno de los resultados más destacados de la puesta en marcha de esta política ha sido la reducción pro-

(1) Véanse el *Informe Anual* del Banco de España de 1988, páginas 94-99, y el *Boletín Económico* del Banco de España de junio de 1989, págs. 31-43.

1. Variabilidad del tipo de interés interbancario a un día en operaciones de depósito (a)



(a) Desviaciones típicas por trimestres de la variación día a día.

gresiva del grado de fluctuación del tipo de interés interbancario en sus plazos más cortos. Tal como puede apreciarse en el gráfico 1, la variabilidad del tipo de interés en operaciones interbancarias de depósito al plazo de un día, evaluada trimestre a trimestre desde 1983, ha ido situándose en niveles cada vez más bajos, de tal forma que el grado de fluctuación de este tipo de interés en los últimos dos años es sensiblemente inferior a lo que ha sido habitual en el período central de los años ochenta. Puede observarse cómo, a medida que ha ido avanzando la década, los repuntes en la variabilidad del tipo interbancario, que inevitablemente surgen en los períodos de mayor tensión monetaria, han ido adquiriendo menor magnitud. Los episodios de control monetario más estricto registrados durante 1989 han venido acompañados de un grado de fluctuación de los tipos de interés más reducido que el alcanzado en fases anteriores de fuerte tensión en los mercados, como, por ejemplo, en la primavera de 1987. En este último período la variabilidad de los tipos fue, a su vez, sensiblemente menor que la generada en los momentos de mayor tensión monetaria a finales de 1983 y principios de 1984, o que en los primeros meses de 1985.

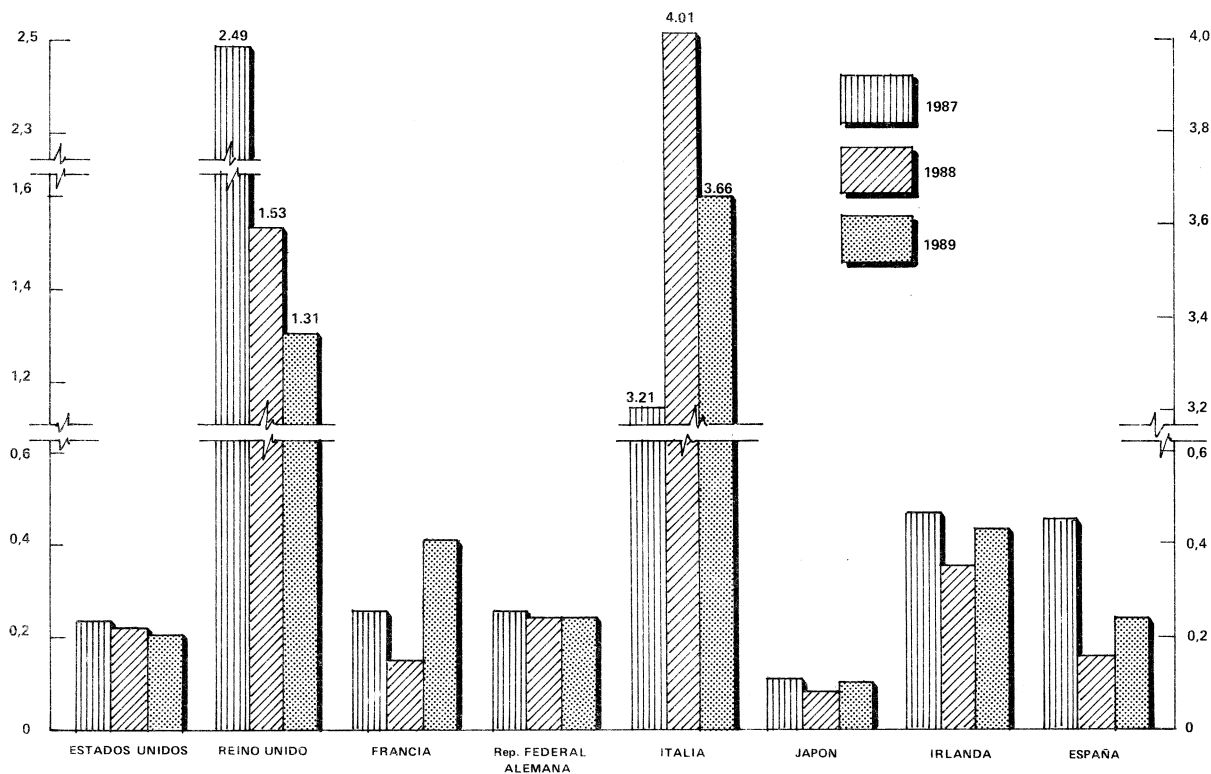
1. Variabilidad de los tipos interbancarios al plazo de un día en distintos países (a)

	Estados Unidos (b)	Reino Unido	Francia	Rep. Federal Alemana	Italia	Japón	República de Irlanda	España
1987								
I TR	0,18	4,54	0,34	0,24	2,88	0,10	0,29	0,29
II TR	0,19	1,73	0,19	0,20	3,50	0,17	0,40	0,75
III TR	0,18	1,23	0,26	0,27	2,48	0,07	0,53	0,38
IV TR	0,33	0,67	0,24	0,31	3,81	0,09	0,59	0,21
1988								
I TR	0,19	1,37	0,12	0,17	3,38	0,07	0,34	0,14
II TR	0,23	1,33	0,12	0,12	3,59	0,08	0,50	0,07
III TR	0,18	2,04	0,19	0,30	4,48	0,08	0,20	0,21
IV TR	0,27	1,20	0,17	0,30	4,44	0,07	0,30	0,15
1989								
I TR	0,20	0,73	0,72	0,22	3,76	0,10	0,19	0,30
II TR	0,24	1,53	0,35	0,32	4,07	0,07	0,58	0,25
III TR	0,16	0,83	0,16	0,22	3,70	0,08	0,29	0,17
IV TR	0,24	1,84	0,17	0,15	3,00	0,13	0,52	0,24
1990								
Enero	0,15	0,46	0,30	0,12	3,16	0,15	0,61	0,37
1987	0,23	2,49	0,26	0,26	3,21	0,11	0,47	0,45
1988	0,22	1,53	0,15	0,24	4,01	0,08	0,35	0,15
1989	0,21	1,31	0,41	0,24	3,66	0,10	0,43	0,24
1987-1990	0,22	1,83	0,29	0,24	3,63	0,10	0,43	0,31

(a) Desviaciones típicas de las variaciones día en cada período del tipo interbancario en operaciones al plazo de un día.

(b) El tipo utilizado es el «federal funds rate», que resume las operaciones interbancarias a muy corto plazo (un 80 % al plazo de un día).

2. Variabilidad del tipo interbancario a un día en distintos países



La información que se presenta en el cuadro 1 y en el gráfico 2 aporta evidencia de los reducidos niveles de variabilidad que se han alcanzado en los últimos años en los tramos a más corto plazo del mercado interbancario. En este cuadro se realiza una comparación del grado de fluctuación experimentado por el tipo de interés de los depósitos interbancarios al plazo de un día en diferentes países que desarrollan mecanismos de intervención monetaria relativamente avanzados. Puede apreciarse que la variabilidad del tipo español se encuentra en el entorno de la registrada en países como Estados Unidos, Alemania o Francia, en los que el grado de control sobre los tipos de interés en los plazos más cortos es muy elevado. Solamente en el caso del mercado japonés la variabilidad del tipo a un día está sistemáticamente por debajo de la registrada en el mercado español, con la excepción del segundo trimestre de 1988, en el que el tipo a un día español presenta el grado de fluctuación más reducido de todos los considerados. Por otro lado, la variabilidad de este tipo de interés en países como el Reino Unido —donde han ido solapándose períodos de control de la base monetaria con períodos en los que los tipos interiores han estado claramente sometidos al objetivo

cambiario— e Italia —donde el elevado volumen del déficit público distorsiona enormemente la instrumentación de la política monetaria— se sitúa siempre sensiblemente por encima de los niveles alcanzados en el mercado español.

2. LOS MECANISMOS DE CONTROL DE LOS TIPOS DE INTERES

El mantenimiento bajo control de los tipos de interés interbancarios en los plazos más cortos, fluctuando, con un grado de oscilación reducido, en el entorno del nivel deseado por las autoridades monetarias, se ha alcanzado en los últimos años, a pesar de la acusada rigidez que presenta habitualmente la curva de demanda de activos de caja, de sus cambios de pendientes y de los desplazamientos inesperados en su posición. En este contexto de inestabilidad a corto plazo de la demanda, si la oferta de activos de caja fuera relativamente inelástica y no se ajustara flexiblemente a los cambios de aquélla, los tipos de interés tenderían a comportarse de forma muy errática, tal como ocurrió en España durante la segunda mitad de los años setenta, o en los Estados

Unidos entre 1979 y 1982, período en el que la variable instrumental fueron las «reservas no pres-tadas».

La estrategia del Banco de España en los últimos años se ha basado en el mantenimiento a corto plazo de una oferta de activos de caja que, en general, ha sido perfectamente elástica a un tipo de interés preanunciado. En términos operativos, la instrumentación día a día del control monetario ha tomado como guía una franja de fluctuación máxima del tipo interbancario a un día. La subasta de préstamos de regulación monetaria ha sido la herramienta principal para el mantenimiento del tipo interbancario dentro de esta franja de referencia instrumental, lo que le ha permitido desempeñar el papel de anclaje básico de los tipos de interés negociados en los plazos más cortos. Con el fin de asegurar la fluctuación del tipo a un día dentro de la franja de referencia, la oferta de préstamos en subasta se ha visto complementada por el manejo de otros instrumentos, que han operado cuando se registra alguna de las situaciones siguientes:

- a) Las entidades calculan erróneamente sus necesidades de liquidez a la hora de acudir a la subasta de préstamos y los tipos de interés tienden a alejarse del marginal de la subasta. En estas ocasiones el Banco de España interviene a lo largo de la sesión para equilibrar el mercado, inyectando o drenando liquidez, según el caso, y mantener así el tipo de los depósitos interbancarios a un día en la franja de referencia.
- b) Las transacciones entre las entidades de crédito parecen suficientes para equilibrar el mercado y no hay necesidad de convocar subastas de préstamo. Si los tipos de los depósitos interbancarios a un día tienden a relajarse (o tensionarse) en exceso, las autoridades acuden a operaciones de drenaje (o de inyección) para situarlos dentro de la franja de referencia.
- c) Las necesidades de liquidez de las entidades son tan elevadas que superan la disponibilidad de la póliza que éstas tienen con el Banco de España a la hora de acudir a la subasta de préstamos. Este se ve en la necesidad de efectuar operaciones adicionales de inyección de liquidez para evitar una tensión excesiva en los tipos de interés.
- d) Las autoridades propician que los tipos se desvían transitoriamente del nivel marcado por el marginal de la subasta, lo cual puede obedecer a razones de distinta índole: perturbaciones pasajeras en los mercados de crédito y en los mercados cambiarios, cuyo manejo se ve facilitado

por cambios en el nivel de los tipos internos; desviaciones transitorias en la demanda de activos de caja respecto a los objetivos del Banco de España, o desviaciones más sostenidas que no tienen reflejo inmediato en una modificación del tipo de interés marginal de la subasta de préstamos.

Los instrumentos de control monetario con los que el Banco de España ha afrontado estas situaciones han sido de diferente naturaleza. En aquellos períodos en los que la coyuntura del mercado de deuda pública anotada así lo ha permitido, el Banco ha acudido a operaciones de mercado abierto mediante compraventa de deuda del Estado anotada, en general con pacto de retrocesión, predominantemente al plazo de un día. En aquellas ocasiones en las que el estrechamiento del mercado de deuda ha dificultado la realización de estas operaciones, el Banco las ha complementado con otros mecanismos que permiten, igualmente, afectar los tipos interbancarios. Cuando se ha visto en la necesidad de inyectar volúmenes de liquidez adicionales a los suministrados en la subasta de préstamos, con el fin de atender a excesos generalizados de demanda de activos de caja, se ha recurrido a los préstamos en «segunda ventanilla» de carácter penalizador; y en los casos en los que se ha tratado de operaciones complementarias de oferta de activos de caja, de magnitud moderada o con el fin de atender excesos de demanda más localizados, se ha recurrido a préstamos personales de ayuda a la liquidez de los creadores de mercado. En situaciones muy concretas, para graduar la oferta de activos de caja, se ha recurrido a racionar los fondos ofrecidos a las entidades en la subasta de préstamos, prorrateando las peticiones realizadas por las entidades al tipo marginal; este mecanismo de racionamiento se ha aplicado, concretamente, en 11 ocasiones en los últimos dos años.

3. DETERMINANTES DE LOS MOVIMIENTOS EN EL TIPO INTERBANCARIO A UN DIA

Se ha realizado un estudio cuantitativo con el fin de establecer la importancia relativa que los distintos mecanismos de intervención monetaria descritos en el apartado anterior han venido teniendo en la determinación de los movimientos de tipos interbancarios a más corto plazo. Paralelamente, el estudio identifica otros factores que afectan sistemáticamente a los tipos de interés de los depósitos interbancarios, vinculados a determinadas peculiaridades de la gestión de tesorería de las entidades, y que no se ven compensados completamente por la actuación equilibradora del mercado que normalmente desempeña el Banco de España.

El tipo de referencia utilizado ha sido el tipo de interés medio de las operaciones interbancarias de depósito a un día. Los detalles técnicos del estudio se presentan en un anexo. La técnica econométrica utilizada permite distinguir los efectos de las distintas variables consideradas sobre los niveles del tipo de interés, del impacto que dichas variables tienen exclusivamente sobre el grado de fluctuación del propio tipo. Es decir, con independencia de que un determinado fenómeno pueda reducir o elevar el nivel del tipo de interés interbancario (efectos sobre la media, según la terminología del cuadro 2), la concurrencia de ese fenómeno puede afectar al tipo interbancario exclusivamente vía alteraciones en su grado de oscilación o variabilidad (efectos sobre la varianza). El estudio cuantitativo se ha circunscrito al período comprendido entre enero de 1988 y enero de 1990.

El análisis realizado, que se resume en el cuadro 2, identifica aproximadamente el 53 % del total de los cambios de nivel que día a día ha experimentado el tipo interbancario estudiado en el período de referencia. Adicionalmente, se consigue estimar el efecto de factores que determinan el 21 % de la variabilidad asociada a los cambios no explicados del tipo a un día. Esta variabilidad se denominará en el resto del artículo variabilidad residual. Los distintos determinantes del tipo a un día pueden agruparse en tres bloques principales:

A) Oscilaciones en el tipo de interés relacionadas con el manejo por parte del Banco de España de

2. Descomposición de la varianza de las variaciones día a día del tipo interbancario a un día

(Contribución de los distintos factores explicativos)

%

	Efecto directo sobre la varianza	Efecto sobre la media
1. Gestión tesorería		
Longitud decena	1,1	—
Flujo impuestos	0,7	0,9
Pasivos comput.	0,9	0,6
Intra-decenal	2,4	7,6
Total	5,1	9,1
2. Inducidos B.E.		
Marginal sub.	4,9	12,2
No convocar sub.	3,6	0,6
Prorratear sub.	—	1,5
«2.ª ventanilla»	—	12,6
«Repos» deuda	7,4	6,1
Total	15,9	33,0
3. Imperfec. mercado	—	10,6
Total (1+2+3)	21,0	52,7

los distintos instrumentos de control monetario. Estas oscilaciones explican el 33 % de los cambios experimentados por el tipo a un día y cerca del 15 % de su variabilidad residual. A continuación se caracteriza la forma en que cada uno de estos instrumentos afecta al tipo a un día y se determina su peso relativo.

a) Movimientos en el tipo de interés marginal de la subasta de préstamos. Cuando el Banco de España modifica este tipo, el tramo a un día del mercado interbancario de depósitos lo incorpora completamente de forma casi inmediata: si se registra, por ejemplo, la subida de un punto en el marginal, el tipo interbancario se eleva dentro de la misma sesión, en promedio, 0,64 puntos, y los 0,36 restantes los incorpora al día siguiente (1). Estos saltos en el tipo a un día vinculados al cambio en el tipo marginal de la subasta de préstamos representan el 12,2 % de su varianza total. Paralelamente a estos cambios de nivel, las modificaciones en el tipo marginal de la subasta de préstamos introducen mayor variabilidad en el tipo interbancario, como resultado del aumento de incertidumbre en el mercado que inevitablemente acompaña a estos cambios. Este fenómeno explica en torno al 5 % de la variabilidad residual del tipo a un día.

b) Los días en los que el Banco de España no convoca subasta de préstamos. Suelen ser períodos de mayor variabilidad de tipos, al haber perdido el mercado una de sus referencias fundamentales. La variabilidad residual en el tipo a un día explicada por este factor se sitúa en torno al 4 % del total.

c) El prorrateo de la subasta de préstamos. Este hecho tiende a elevar, lógicamente, el nivel de los tipos. Se ha tratado de estimar, sin éxito, un efecto directamente proporcional entre el porcentaje de prorrateo y la elevación del tipo a un día. Ello puede ser debido a la poca frecuencia con que el Banco de España ha utilizado esta herramienta. El efecto que se ha detectado es, por tanto, de tipo cualitativo: los días en que se prorratea la subasta el tipo interbancario se sitúa, en promedio, 0,20 puntos por encima de los días en que no se prorratea. Las osci-

(1) Esta dinámica es, en parte, el resultado de tomar como variable dependiente el tipo de interés medio de todas las operaciones del día, mientras que la resolución de la subasta de préstamos se produce ya iniciada la sesión, exactamente a las diez de la mañana.

laciones en el tipo a un día vinculadas a este fenómeno representan el 1,5 % del total.

- d) Préstamos en «segunda ventanilla». En los períodos en que el Banco de España utiliza este instrumento, el tipo a un día tiende a alinearse con el aplicado en la «segunda ventanilla» de forma bastante rápida. Si se realizan, por ejemplo, préstamos en «segunda ventanilla» un punto por encima del tipo marginal de la subasta, el tipo a un día tiende a subir 0,64 puntos en la misma sesión, 0,21 puntos un día después, y 0,16 puntos adicionales dos días más tarde (1). Se registra, por tanto, una ligera sobrerreacción. Las fluctuaciones en el tipo a un día vinculadas al manejo de la «segunda ventanilla» representan en torno al 12,5 % de los cambios de nivel que experimenta este tipo.
- e) Las operaciones de mercado abierto con deuda anotada. El efecto de estas operaciones sobre los tipos interbancarios es más difícil de estimar económicamente, ya que suelen instrumentarse en momentos en que factores propios del mercado tienden a tensionar o relajar en exceso los tipos. Resulta, por tanto, complicado detectar el efecto estabilizador de estas operaciones cuando se trabaja, como en este caso, con tipos medios del conjunto de una sesión, en la que confluyen factores que empujan a los tipos en direcciones distintas. No obstante, los tipos a los que el Banco de España ha realizado sus operaciones con deuda constituyen una señal para el mercado, que se descuenta en los tipos a un día. Así, se han podido estimar efectos de cierta importancia, desfasados un día. En operaciones de adquisición temporal de deuda anotada a un día, cuanto mayor es el diferencial entre el tipo aplicado por el Banco de España y el tipo «repo» vigente en el mercado entre «titulares» en la Central de Anotaciones, el tipo interbancario a un día tiende a elevarse más un día después. Esta respuesta del mercado representa en torno al 6 % de la varianza del tipo a un día. Por otro lado, en operaciones de cesión temporal de deuda a un día, cuanto mayor es el diferencial entre el tipo «repo» entre «titulares» y el tipo aplicado por el Banco de España, mayor es el grado de oscilación un día después del tipo interbancario. Este fenó-

meno explica el 7,4 % de la variabilidad residual del tipo a un día.

- B) Oscilaciones relacionadas con la gestión de tesorería de las entidades. Estos factores explican en torno al 9 % de las oscilaciones del tipo a un día y el 5 % de su variabilidad residual. Conviene tener presente, en cualquier caso, las simplificaciones que se asumen con esta clasificación, pues, tal como ha sido reseñado en el apartado A)e), las operaciones del Banco de España se dirigen, en parte, a estabilizar las fluctuaciones en los tipos que pueden tener su origen en la evolución del mercado. A continuación se detallan las distintas variables que aproximan estos efectos y su importancia relativa.

- a) La longitud de la decena. Cuanto mayor es el número de días laborables de una decena, menor es el grado de fluctuación de los tipos. La mayor duración de la decena permite a las entidades una gestión de tesorería más sosegada y ajustar sus posiciones de forma más suave. Este efecto, aun siendo apreciable en la estimación realizada, representa un porcentaje pequeño de la variabilidad residual, un 1,1 %.
- b) La recaudación de impuestos. En los días en los que las entidades realizan el abono al Tesoro de los impuestos recaudados, el nivel de los tipos tiende a ser menor. Adicionalmente, los tipos presentan en estos períodos un grado de fluctuación mayor. Estos efectos explican en torno al 0,7 % de las oscilaciones del tipo a un día y un 0,9 % de su variabilidad residual.
- c) Las fluctuaciones estacionales en la demanda de pasivos computables, aproximadas por los factores estacionales diarios que se utilizan para construir la senda de referencia de los activos de caja. Como resultado de una anticipación incompleta de este fenómeno por parte de las entidades que operan en el mercado de activos de caja, el tipo interbancario a un día tiende a tensionarse y a presentar un grado de fluctuación mayor en relación directa con los picos estacionales que presenta la demanda de liquidez por parte del público. Esta clase de regularidades representa el 0,6 % de las oscilaciones del tipo a un día y el 0,9 % de su variabilidad residual.
- d) La estacionalidad intra-decenal del tipo interbancario a un día. Este es el efecto que, con

(1) Puede aplicarse una explicación similar a la dada en la nota anterior.

diferencia, tiene una importancia cuantitativa mayor entre los que se consideran en este apartado; supone en torno al 7,5 % de las fluctuaciones del tipo a un día. Las entidades tienden a llegar a los últimos días de la decena con sus necesidades de liquidez sobrecubiertas, por lo que los tipos en estos días suelen caer. Paralelamente, los tipos tienden a estar por encima del nivel medio en los primeros días de la decena. En concreto, dado un nivel medio del tipo a un día en los días centrales de la decena, el tipo, en promedio, se sitúa en los primeros días 0,08 puntos por encima de la media, mientras que en los últimos días se encuentra 0,08 puntos por debajo. Por tanto, existe sistemáticamente una diferencia entre los niveles de los tipos al principio y al final de la decena de unos 0,16 puntos. Estas oscilaciones intra-decenales explican un 7,5 % de las alteraciones en el nivel de este tipo de interés. Por otro lado, se detecta que un 2,5 % de la variabilidad residual viene explicada por el mayor nivel de fluctuación que persistentemente presentan los tipos en los días de cierre de decena.

- C) Oscilaciones originadas por imperfecciones informativas del mercado interbancario, que impiden una incorporación inmediata a la gestión de tesorería de toda la información relevante, lo que se traduce en la existencia de elementos de inercia en el comportamiento de las variaciones de los tipos de interés (1). Estos elementos de inercia representan en torno al 10,5 % de los cambios que experimenta el tipo de los depósitos interbancarios a un día.

ANEXO ECONOMETRICO

Se ha estimado un modelo de determinación a corto plazo del tipo de interés interbancario en operaciones de depósito a un día (T1D). Se han utilizado observaciones diarias, de lunes a viernes, para el período comprendido entre el 1 de enero de 1988 y el 2 de febrero de 1990. En el caso de los viernes y de las vísperas de festivo, el plazo de la operación es el del número de días inhábiles existentes hasta el siguiente día hábil.

El modelo se ha especificado siguiendo la metodología GARCH, estimándose conjuntamente una ecuación

(1) Estos efectos se aproximan, en el modelo estimado, por los parámetros que captan estructura univariante.

ción para la media y una ecuación para la varianza de T1D, lo que resulta de gran interés para los objetivos del trabajo. Paralelamente, esta clase de modelos permite reducir, en parte, los importantes problemas de heteroscedasticidad y leptocurtosis que presentan series como la analizada, que reflejan la actividad día a día de un mercado financiero desarrollado. El modelo se ha estimado por máxima verosimilitud. En la ecuación de la media se ha normalizado cada una de las observaciones por el valor ajustado obtenido de la ecuación de la varianza. En el proceso de modelización de esta última ecuación, se partió de una identificación de la estructura univariante, compuesta por una constante y un parámetro autorregresivo de primer orden. Sin embargo, a medida que se fueron precisando los efectos de las distintas variables explicativas consideradas —en general, aunque no siempre, las mismas variables que entran en la ecuación de la media elevadas al cuadrado— estos parámetros univariantes fueron perdiendo significatividad, siendo finalmente excluidos en la estimación definitiva del modelo.

La descomposición de las varianzas respectivas de la ecuación de la media y de la ecuación de la varianza, que se han presentado en el texto principal, ha podido realizarse sin excesiva dificultad a partir del modelo estimado, dado que las distintas variables explicativas han resultado ser esencialmente ortogonales entre sí.

Definición de las variables explicativas

PRM: Tipo de interés marginal de la subasta de préstamos de regulación monetaria. Los días en los que no se ha convocado subasta se ha repetido el tipo marginal de la anterior subasta.

NSP: Es una variable artificial que toma valores cero en los días en los que el Banco de España convoca subasta de préstamos de regulación monetaria y uno en el caso de que no la convoque.

PSP: Es una variable artificial que toma valores uno en los días en los que el Banco de España prorroga las peticiones al tipo marginal en la subasta de préstamos de regulación monetaria y cero en el caso de que no lo haga.

TSV: Es una variable que toma el valor del diferencial entre el tipo aplicado en los préstamos de «segunda ventanilla» y el tipo marginal de la última subasta de préstamos realizada. Los días en los que no se realizan préstamos de «segunda ventanilla» esta variable toma el valor cero.

RAD: Es una variable que toma el valor del diferencial entre el tipo aplicado en las operaciones de adquisición temporal de deuda anotada al plazo de un día por parte del Banco de España y el tipo «repo» de estas mismas operaciones realizadas entre «titulares». Los días en los que el Banco de España no realiza esta clase de operaciones, esta variable toma el valor cero.

RCD: Es una variable que toma el valor del diferencial entre el tipo aplicado en las operaciones de cesión temporal de deuda anotada al plazo de un día por parte del Banco de España y el tipo «repo» de estas mismas operaciones realizadas entre «titulares». Los días en los que el Banco de España no realiza esta clase de operaciones esta variable toma el valor cero.

EPC: Son los factores estacionales diarios de los pasivos computables del sistema bancario, que sirven de referencia para la elaboración de la senda de activos de caja; han sido obtenidos utilizando el programa de ajuste estacional diario del «Bureau of Census» de Canadá.

D1, D2, D3: Es un conjunto de variables artificiales que definen un ciclo estacional intra-decenal. Se han construido decena a decena de la forma siguiente: si el resto del cociente entre el número de días hábiles de la decena y tres es cero, la decena se parte en tres tramos de igual longitud de días; si el resto de este cociente es uno, el segundo tramo tiene un día más que los otros dos, y si el resto es dos son el primer y el segundo tramo los que tienen un día más que el tercero. La variable D1 toma el valor uno en los días del primer tramo y cero en el resto; D2 toma el valor uno en los días del tramo central y cero en el resto, y D3 toma el valor uno en los días del tercer tramo y cero en el resto.

LD: Es una variable artificial que toma cada día el valor del número de días hábiles de la decena correspondiente.

IMP: Flujo diario de los abonos en la cuenta «Delegaciones de Hacienda», según la información del Estado de Intervención elaborado por la Oficina de Intervención y Contabilidad del Banco de España.

Resultados de la estimación

Ecuación de la media

$$\Delta T1D_t = (-0,008) \Delta \log IMP_t + (2,70)$$

$$\begin{aligned} & + (0,648 + 0,361L) \Delta PRM_t + (9,30) \quad (5,14) \\ & + (0,642 + 0,209L + 0,156L^2) \Delta TSV_t + (13,66) \quad (4,41) \quad (3,31) \\ & + 0,201 \Delta PSP_t + (-0,53L) \Delta NSP_t + (3,77) \quad (2,10) \\ & + 0,075 \Delta^2 EPC_t + 0,079 \Delta (D1_t - D3_t) + (2,02) \quad (7,75) \\ & + (0,335L) \Delta RAD_t + (-0,435L) \Delta RAD_t^2 + (3,50) \quad (5,31) \\ & + (1 - 0,586L) (1 - 0,184L^3) (1 - 0,168L^4 - 0,129L^5) \varepsilon_t. \\ & \quad (15,19) \quad (3,97) \quad (3,82) \quad (2,91) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} R^2 &= 0,527; \quad \sigma = 0,176; \quad g.l. = 515; \quad Q(5) = 0,8; \\ Q(15) &= 15,2; \quad Q(35) = 29,0; \quad S = -1,09 (0,11); \\ C &= 8,98 (0,21); \quad \mu_\varepsilon = -0,002 (0,41). \end{aligned}$$

Ecuación de la varianza

$$\begin{aligned} \varepsilon_t^2 &= (0,0003 \Delta \log IMP_t^2) + (0,193 \Delta PRM_t^2) + (1,32) \quad (4,89) \\ & + 0,0273 \Delta NSP_t + [(0,033L) \Delta NSP_t^2] + (3,14) \quad (2,83) \\ & + (-0,010) \Delta LD_t + (0,056L) \Delta RCD_t^2 + (1,80) \quad (8,47) \\ & + 0,054 \Delta EPC_t^2 + 0,028 \Delta D3_t + a_t. \\ & \quad (1,65) \quad (3,26) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} R^2 &= 0,210; \quad \sigma = 0,091; \quad g.l. = 512; \quad Q(5) = 2,3; \\ Q(15) &= 8,3; \quad Q(35) = 17,5; \quad \mu_a = -0,008 (0,42). \end{aligned}$$

L es el operador de retardos tal que $LX_t = X_{t-1}$. Debajo del valor de los parámetros estimados se acompaña, entre paréntesis, el correspondiente estadístico t. El R^2 está calculado sobre la serie diferenciada. $Q(n)$ es el estadístico Box-Pierce-Ljung de autocorrelación para los n primeros retardos. S es el coeficiente de simetría y C es el de curtosis. m_ε y m_a son, respectivamente, las medias de los residuos de la ecuación de la media y de la varianza.

Puede apreciarse que la perturbación de la ecuación de la media presenta problemas de asimetría y leptocurtosis. El problema de asimetría no es muy importante; si se eliminan los cinco valores que se corresponden con los residuos más extremos, se recupera la simetría de la distribución y el coeficiente de curtosis se reduce a la mitad. El problema de cur-

tosis, no obstante, persiste. Hay que tener en cuenta, en cualquier caso, que aunque el modelo de la media todavía presenta un elevado coeficiente de curtosis, éste ha conseguido bajarse desde un valor de 17,2, obtenido con un modelo puramente univariante al 8,9 del modelo GARCH con variables explicativas. Una parte importante del origen de la leptocurtosis está, por tanto, vinculado al efecto sobre el tipo a un día de un conjunto de variables cuya distribución es claramente no normal.

5-III-1990.

Información del Banco de España

TIPOS DE INTERES ACTIVOS LIBRES DECLARADOS POR BANCOS, CAJAS DE AHORRO Y ENTIDADES OFICIALES DE CREDITO

Situación al día 28 de febrero de 1990

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
SEIS GRANDES					
BILBAO VIZCAYA	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
CENTRAL	14,06	29,86	27,00	29,86	27,00
ESPAÑOL DE CREDITO	14,30	28,65	26,00	28,65	26,00
HISPANO AMERICANO	13,65	31,48	28,00	31,08	28,00
POPULAR ESPAÑOL	13,65	31,25	27,50	30,47	27,50
SANTANDER	13,10	32,31	29,00	32,31	29,00
<i>Media simple</i>	<i>13,80</i>	<i>30,98</i>	<i>27,75</i>	<i>30,78</i>	<i>27,75</i>
COMERCIALES					
ABEL MATUTES TORRES	13,96	24,24	22,00	24,24	22,00
ALBACETE	-	-	-	-	-
ALCALA	13,65	25,00	-	(4,00)	-
ALICANTE	14,20	30,16	27,25	30,16	27,25
ALICANTINO DE COMERCIO	-	-	-	-	-
ANDALUCIA	13,65	31,25	27,50	30,47	27,50
ASTURIAS	13,92	30,60	27,00	29,86	27,00
ATLANTICO	13,10	26,25	24,00	26,25	24,00
B.N.P. ESPAÑA	16,25	24,32	23,00	(3,00)	-
BARCELONA	14,00	32,30	29,00	32,30	29,00
BARCLAYS S.A.E.	12,55	25,06	23,00	25,06	23,00
BILBAO MERCHANT	13,65	-	-	-	-
CANTABRICO	11,46	30,16	27,25	30,16	27,25
CASTILLA	13,65	31,25	27,50	30,47	27,50
CATALANA	14,00	32,30	29,00	32,30	29,00
CITIBANK ESPAÑA	14,75	25,06	23,00	(4,06)	(4,00)
COMERCIAL ESPAÑOL	12,82	32,31	29,00	32,31	29,00
COMERCIAL TRANSATLANTICO	14,75	27,44	25,00	27,44	25,00
COMERCIO	14,64	32,31	29,00	32,31	29,00
CONDAL	-	-	-	-	-
CONSOLIDADO ESPAÑA	13,10	24,32	23,00	25,06	23,00
CREDIPAS	-	23,21	22,00	-	-
CREDIT & COMMERCE	14,93	26,56	25,00	27,44	-
CREDITO BALEAR	13,65	29,39	27,50	30,47	27,50
CREDITO CANARIO	15,03	31,08	28,00	31,08	28,00
CREDITO Y AHORRO	15,31	28,65	26,00	28,65	26,00
DEPOSITOS	7,19	15,56	15,00	15,87	15,00
ETCHEVERRIA	13,09	24,35	-	(5,00)	-
EUROHIPOTECARIA	15,50	19,50	-	-	-
EUROPA	14,20	30,47	27,50	30,47	27,50
EUROPEO DE FINANZAS	17,50	32,30	29,00	(9,50)	-
EXPORTACION	12,55	26,25	-	26,25	-
EXTERIOR DE ESPAÑA	14,20	30,16	27,25	30,16	27,25
EXTREMADURA	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
FINANZAS E INVERSIONES	14,20	20,97	19,50	20,97	19,50
GALICIA	13,65	31,25	27,50	30,47	27,50
GALLEGO	14,06	29,86	27,00	29,86	27,00
GENERAL	14,30	28,65	26,00	28,65	26,00
GUIPUZCOANO	14,48	27,69	26,00	(6,14)	(6,00)
HERRERO	15,02	27,44	25,00	27,44	25,00
HUELVA	-	-	-	-	-
IBERCORP	15,36	19,25	18,00	19,25	18,00
INTERNACIONAL DE COMERCIO	14,61	29,86	27,00	29,86	27,00
INVERSION	-	25,00	-	-	-
INVERSION HERRERO	14,20	27,44	25,00	27,44	25,00
INVERSIONES Y SERVICIOS FINANCIEROS	-	-	-	-	-

(Continuación) 2
Situación al día 28 de febrero de 1990

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
COMERCIALES					
ISLAS CANARIAS	14,19	28,65	26,00	28,65	26,00
JEREZ	13,65	31,48	28,00	31,08	28,00
JOVER	13,32	32,31	29,00	32,31	29,00
MADRID	13,37	25,06	23,00	25,06	23,00
MARCH	13,00	29,86	27,00	29,86	27,00
MAS SARDA	13,65	25,44	24,00	26,25	24,00
MERCANTIL DE TARRAGONA	13,65	31,48	28,00	31,08	28,00
MERIDIONAL	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
MURCIA	13,37	32,31	29,00	32,31	29,00
NATWEST MARCH	14,75	30,60	27,00	29,85	27,00
NORTE	13,65	31,48	28,00	31,08	28,00
OESTE	14,01	28,65	26,00	28,65	26,00
PASTOR	14,20	29,85	27,00	27,44	25,00
PENINSULAR	-	-	-	-	-
PUEYO	9,53	26,24	-	26,24	-
SABADELL	14,20	26,84	24,50	26,84	24,50
SANTANDER NEGOCIOS	18,11	22,71	21,00	18,11	17,00
SEVILLA	-	-	-	-	-
SIMEON	14,20	30,16	27,25	30,16	27,25
SINDICATO DE BANQUEROS BARNA	16,43	29,86	27,00	29,86	27,00
TOLEDO	12,55	30,60	27,00	30,60	27,00
UNIVERSAL	11,80	28,65	26,00	28,65	26,00
VALENCIA	14,06	28,65	26,00	28,65	26,00
VASCONIA	13,65	31,25	27,50	30,47	27,50
VITORIA	13,65	28,65	26,00	28,65	26,00
ZARAGOZANO	16,42	31,88	28,00	31,88	28,00
<i>Media simple</i>	13,95	28,23	25,93	28,56	25,96
INDUSTRIALES					
BANCAPITAL	14,75	25,06	23,00	(4,06)	(4,00)
CATALA DE CREDIT	13,92	28,65	26,00	28,65	26,00
CHASE ESPAÑA	16,10	25,81	24,00	25,81	24,00
DESARROLLO ECONOMICO ESPAÑOL	14,30	28,65	26,00	28,65	26,00
EXPANSION INDUSTRIAL	12,55	23,00	-	23,00	-
FOMENTO	14,06	29,86	27,00	29,86	27,00
GRANADA	14,06	29,86	27,00	29,86	27,00
HISPANO INDUSTRIAL	14,20	23,88	22,00	23,88	22,00
INDUSTRIAL DE BILBAO	13,10	25,44	24,00	26,25	24,00
INDUSTRIAL DE CATALUÑA	14,00	32,30	29,00	32,30	29,00
INDUSTRIAL DE GUIPUZCOA	13,00	26,25	-	26,25	-
INDUSTRIAL DEL MEDITERRANEO	14,00	32,30	29,00	32,30	29,00
INDUSTRIAL DEL SUR	14,25	22,00	-	22,00	-
INTERCONTINENTAL ESPAÑOL	16,50	32,30	29,00	(9,50)	-
NOROESTE	-	-	-	-	-
OCCIDENTAL	16,99	28,65	-	28,65	-
PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA	15,44	26,56	25,00	26,56	25,00
POPULAR INDUSTRIAL	15,31	31,25	27,50	30,47	27,50
PROGRESO	15,86	27,44	-	27,44	-
PROMOCION DE NEGOCIOS	14,01	28,65	26,00	28,65	26,00
URQUIJO-UNION	14,75	24,32	23,00	25,06	23,00
<i>Media simple</i>	14,56	27,61	25,83	27,54	25,81

(Continuación) 3
Situación al día 28 de febrero de 1990

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cfo (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
EXTRANJEROS					
ALGEMENE BANK	17,49	21,94	—	21,55	—
AMERICA	15,40	21,55	—	(4,00)	—
ARABE ESPAÑOL	12,68	23,14	21,00	23,14	21,00
BANKERS TRUST	15,75	18,40	—	(4,00)	—
BARCLAYS BANK INTERNAT.	12,55	25,06	23,00	25,06	23,00
BRASIL	17,27	27,44	25,00	(3,03)	(3,00)
BRUXELLES LAMBERT	16,99	25,06	23,00	25,06	23,00
CAISSE N.C. AGRIC	14,75	24,36	—	(2,01)	—
CHASE MANHATTAN	16,10	27,24	24,00	(3,08)	(3,00)
CHEMICAL BANK	14,00	18,39	—	—	—
CITIBANK	13,65	25,06	23,00	(4,06)	(4,00)
COMMERCIALE ITALIANA	17,37	27,44	—	(2,50)	—
COMMERZBANK	15,31	21,55	20,00	21,55	20,00
CONTINENTAL ILLINOIS	—	—	—	—	—
CREDIT COMMERCIAL DE FRANCE ..	17,83	23,88	22,00	(2,03)	(2,00)
CREDIT LYONNAIS	16,71	21,55	20,00	(1,01)	(1,00)
CREDITO ITALIANO	16,13	24,00	—	24,00	—
DEUTSCHE BANK	15,45	24,37	22,00	24,37	22,00
DRESDNER BANK	17,05	24,60	22,00	24,60	22,00
ESTADO SAO PAULO	—	26,25	24,00	26,25	24,00
EXTERIOR DE LOS ANDES	11,19	27,44	25,00	27,44	25,00
FIRST INTERSTATE	17,25	22,50	—	(5,00)	—
FIRST N. BANK OF CHICAGO	16,35	26,82	24,00	(4,06)	(4,00)
FOMENTO EXTERIOR PORTUGAL	15,22	32,30	29,00	32,30	29,00
GB BANCO BELGA	17,00	24,32	23,00	(3,04)	(3,00)
INDOSUEZ	—	20,00	—	—	—
INDUSTRIAL BANK OF JAPAN LTD.	16,50	26,82	24,00	26,82	24,00
JYSKE BANK	14,00	32,80	29,00	32,80	29,00
LLOYDS BANK	14,75	26,25	24,00	(4,06)	(4,00)
MANUF. HANNOVER TRUST	15,00	28,39	25,00	(2,02)	(2,00)
MIDLAND BANK	16,99	25,00	—	(3,00)	—
MITSUBISHI BANK	16,00	25,22	—	(2,00)	—
MIITSUI BANK	—	23,00	—	—	—
MORGAN GUARANTY	15,50	20,00	—	20,00	—
NACION ARGENTINA	12,55	22,00	—	(4,00)	—
NAT. WESTMINSTER BANK	14,75	30,60	27,00	(6,66)	(6,50)
NATIONALE DE PARIS	16,25	24,32	23,00	(3,00)	—
NAZIONALE LAVORO	17,83	25,06	23,00	21,55	20,00
PARIBAS	15,48	21,55	—	(2,00)	—
PORTUGUES DO ATLANTICO	15,25	26,00	—	26,00	—
REAL	17,00	24,00	—	22,00	—
ROMA	15,25	21,00	20,00	(2,00)	—
ROYAL BANK OF CANADA	17,15	24,00	—	(2,00)	—
SAUDI ESPAÑOL	17,41	27,44	25,00	27,44	25,00
SOCIETE GENERALE	15,30	23,88	—	(3,03)	—
SUMITOMO BANK	—	21,55	20,00	(2,02)	(2,00)
TOKYO	17,27	24,32	23,00	(2,01)	(2,00)
<i>Media simple</i>	15,71	24,52	23,44	25,11	23,62
TOTAL					
<i>Media simple</i>	14,60	27,00	25,39	27,87	25,70

(Continuación) 4
Situación al día 28 de febrero de 1990

CAJAS DE AHORRO	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
ALAVA PROVINCIAL	13,64	22,10	21,00	22,71	21,00
ALBACETE	13,50	25,44	24,00	25,44	24,00
ALICANTE PROVINCIAL	15,31	23,88	22,00	23,88	22,00
ALMERIA	12,50	21,00	-	(4,00)	-
ANTEQUERA	12,36	23,21	22,00	23,21	22,00
ASTURIAS	14,00	23,21	22,00	(4,00)	-
AVILA MONTE	13,40	25,06	-	(5,00)	-
BADAJOS	10,20	22,71	-	(4,00)	-
BALEARES	12,59	26,24	24,00	23,88	22,00
BARCELONA	14,75	27,44	25,00	27,44	25,00
BILBAO MUNICIPAL	13,65	23,88	22,00	24,36	22,00
BURGOS C.C.O.	10,50	18,81	-	19,25	-
BURGOS MUNICIPAL	13,10	21,00	20,00	21,55	20,00
CACERES	9,52	20,00	-	(2,00)	-
CADIZ	12,96	25,00	-	(4,00)	-
CAIXA PENSIONES	14,20	27,44	25,00	27,44	25,00
CANARIAS GENERAL	14,20	22,10	-	(4,00)	-
CANARIAS INSULAR	15,86	25,44	-	26,25	-
CARLET	12,96	23,88	-	(6,00)	-
CASTELLON	13,64	24,00	-	24,00	-
CATALUÑA	13,92	23,88	22,00	23,88	22,00
CECA	13,76	19,00	-	(2,00)	-
CEUTA	14,00	24,00	-	26,00	-
CORDOBA MONTE	12,00	22,75	-	22,75	-
CORDOBA PROVINCIAL	13,10	24,32	-	25,06	-
CUENCA	14,20	24,33	-	25,10	-
GALICIA	12,55	24,32	23,00	(4,00)	-
GERONA	13,10	26,56	-	27,44	-
GRANADA MONTE	14,75	26,56	25,00	27,44	25,00
GRANADA PROVINCIAL	9,89	27,14	-	(3,03)	-
GUADALAJARA	12,50	23,21	-	23,88	-
GUIPUZCOA PROVINCIAL	13,10	21,00	-	(4,04)	-
HUELVA	14,19	23,88	-	(2,02)	-
IBERCAJA	15,30	24,00	-	24,00	-
INMACULADA ARAGON	12,55	23,21	-	(5,09)	-
JAEN	14,75	24,32	-	25,06	-
JEREZ	12,28	25,06	-	(2,02)	-
LAYETANA	14,50	29,86	27,00	29,86	27,00
LEON	12,89	21,00	20,00	(4,06)	(4,00)
MADRID	14,00	23,88	22,00	(6,14)	-
MALAGA	14,19	26,56	-	(4,00)	-
MANLLEU	14,47	29,25	-	29,25	-
MANRESA	14,00	23,21	22,00	(3,00)	-
MEDITERRANEO	15,87	25,06	23,00	25,06	23,00
MURCIA	14,50	26,25	-	(8,00)	-
NAVARRA	12,55	23,21	22,00	24,36	22,00
ONTENIENTE	12,55	25,06	-	25,06	-
ORENSE	14,20	25,44	24,00	26,25	24,00
PALENCIA	12,55	23,21	-	23,88	-
PAMPLONA MUNICIPAL	11,00	22,10	-	19,56	-
PLASENCIA	12,00	23,21	-	23,88	-
POLLENSA	15,30	23,88	-	23,88	-
PONTEVEDRA	14,75	26,56	-	27,44	-
POSTAL	13,92	22,00	-	(2,00)	-
RIOJA	12,55	22,00	-	22,00	-

(Continuación) 5
Situación al día 28 de febrero de 1990

CAJAS DE AHORRO	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
RONDA	13,55	21,00	20,00	23,88	22,00
SABADELL	13,92	27,44	25,00	27,44	25,00
SAGUNTO	13,65	26,25	—	23,28	—
SALAMANCA	12,55	22,10	—	(4,00)	—
SAN SEBASTIAN MUNICIPAL	13,00	21,00	—	(4,06)	—
SANTANDER	14,75	21,00	21,00	(6,00)	—
SEGOVIA	14,75	20,39	19,00	20,39	19,00
SEVILLA MONTE	10,00	23,21	22,00	(5,09)	—
SEVILLA SAN FERNANDO	11,22	25,06	23,00	(5,09)	(5,00)
SORIA	13,50	18,00	—	(4,00)	—
TARRAGONA	13,00	22,00	—	(5,00)	—
TARRASA	14,00	25,65	23,50	25,65	—
TOLEDO	14,00	22,10	—	(6,00)	—
TORRENTE	15,87	25,06	23,00	25,06	23,00
VALENCIA	10,56	25,06	23,00	25,06	23,00
VALENCIA PROVINCIAL	14,00	25,06	23,00	25,06	23,00
VALLADOLID POPULAR	12,01	21,00	20,00	(4,06)	(4,00)
VALLADOLID PROVINCIAL	12,01	21,00	20,00	(5,09)	(5,00)
VIGO	14,00	26,56	25,00	27,44	25,00
VILLAFRANCA DEL PENEDES	12,50	27,44	—	(3,00)	—
VITORIA	13,65	22,10	—	(4,00)	—
VIZCAINA	13,65	23,88	22,00	24,36	22,00
ZAMORA	13,65	23,00	—	(5,00)	—
TOTAL					
<i>Media simple</i>	13,31	23,80	22,54	24,73	22,96
ENTIDADES OFICIALES DE CREDITO					
BANCO DE CREDITO AGRICOLA	14,75	21,00	—	19,25	—
BANCO DE CREDITO INDUSTRIAL	14,20	24,32	—	25,06	—
BANCO HIPOTECARIO	—	21,00	20,00	(6,14)	(6,00)
BANCO DE CREDITO LOCAL	—	17,72	17,00	19,25	18,00
<i>Media simple</i>	14,48	21,01	18,50	20,81	17,00

(a) Las cifras entre paréntesis son recargos sobre el tipo contractual de la operación original.

CIRCULARES Y COMUNICACIONES VARIAS PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	CONTENIDO	PUBLICACION EN EL «BOE»
1/90, de 2 de febrero	Entidades Miembros del Sistema Nacional de Compensación Electrónica. Sistema Nacional de Liquidación. Normas para la liquidación del Subsistema de intercambios de cheques y pagarés de cuenta corriente.	22 febrero 1990
2/90, de 27 de febrero	Entidades de crédito. Coeficiente de caja.	1 marzo 1990

COMUNICACIONES VARIAS DEL BANCO DE ESPAÑA

COMUNICACIONES VARIAS	CONTENIDO
Instrucción de 9 de febrero de 1990 (Ref. Int. CV 1/90)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Bonos del Estado, al 12,40 % a tres años, emisión de 25 de noviembre de 1989. Subasta de febrero.
Instrucción de 9 de febrero de 1990 (Ref. Int. CV 2/90)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Bonos del Estado, al 11,50 % a cinco años, emisión de 18 de junio de 1989. Subasta de febrero.
Instrucción de 16 de febrero de 1990 (Ref. Int. CV 3/90)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Obligaciones del Estado, al 10,75 % a 10 años, emisión de 30 de enero de 1989. Subastas de marzo y mayo.
Instrucción de 28 de febrero de 1990 (Ref. Int. CV 4/90)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Obligaciones del Estado, al 10,75 % a 10 años, emisión de 30 de enero de 1989. Subastas de marzo y mayo.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas durante el mes de marzo de 1990

Código	Nombre	Fecha	Concepto
BANCOS			
0195	THE SANWA BANK LIMITED, Sucursal en España	01.03.90	Alta con domicilio social en Pl. Pablo Ruiz Picasso, s/n., Torre Picasso.-28020 Madrid.
0196	WESTDEUTSCHE LANDESBANK GIRO- ZENTRALE, Sucursal en España	19.03.90	Alta con domicilio social en Pl. Pablo Ruiz Picasso, s/n., Torre Picasso, 34.º.-28020 Madrid.
OFICINAS DE REPRESENTACION DE BANCOS EXTRANJEROS			
1191	OFICINA DE REPRESENTACION EN ESPAÑA DE SVENSKA HANDELSBANKEN	15.03.90	Alta con domicilio social en Urbanización Las Chapas, casa 85. 29600 Marbella (Málaga).
DEMÁS ENTIDADES (Ley 26/1988)			
8237	SOCIEDAD DE CREDITO HIPOTECARIO MUTUAL, S.A.	02.03.90	Alta con domicilio social en Santo Tomé, 4.-28004 Madrid.
4315	TECNICOS EN TASACION, S.A. (TECNI- TASA)	12.03.90	Cambio de domicilio social a P.º de la Habana, 152.-28036 Madrid.
8479	MAPFRE FINANZAS DE LEVANTE, E.F., S.A.	12.03.90	Cambio de domicilio social a Avda. Diagonal, 579-585. 08014 Barcelona.
8238	UNION DE CREDITOS INMOBILIARIOS HI- POTECARIA, S.A. S.C.H.	12.03.90	Alta con domicilio social en P.º de la Castellana, 140.-28046 Madrid.
4834	UNION DE CREDITOS INMOBILIARIOS LEASING, S.A. S.A.F.	13.03.90	Alta con domicilio social en P.º de la Castellana, 140.-28046 Madrid.
8745	CENTRAL LERIDANA DE CREDITO, S.A., E.F.	15.03.90	Cambio de domicilio social a Partida Bovar, 7.-25000 Lérida.
8630	INVERSIONES FINANCIERAS TARRACO, E.F.	20.03.90	Cambio de domicilio social a Rambla Nova, 78.-43004 Tarragona.
4835	PASTOR LEASING, SDAD. ARRENDA- MIENTO FINANCIERO, S.A.	21.03.90	Alta con domicilio social en Cantón Pequeño, 1.-15003 La Coruña.
4836	COFIBER LEASING, SDAD. ARRENDA- MIENTO FINANCIERO, S.A.	28.03.90	Alta con domicilio social en Plaza Cánovas del Castillo, 4, 7.º 28014 Madrid.
8792	COFIBER FINANCIERA, ENT. DE FINAN- CIACION, S.A.	28.03.90	Alta con domicilio social en Plaza Cánovas del Castillo, 4, 7.º 28014 Madrid.

PUBLICACIONES RECIENTES DEL BANCO DE ESPAÑA

El interés del Banco de España por conocer la estructura y el funcionamiento, actuales y pasados, de la economía española se traduce en una serie de investigaciones realizadas, en gran parte, por economistas de su Servicio de Estudios, por profesionales contratados para llevar a cabo estudios concretos o por licenciados becados por el Banco para elaborar tesis doctorales. Los resultados de estos estudios, cuando se considera que pueden ser de amplia utilidad, se publican como documentos de trabajo, estudios económicos, estudios históricos o libros, y se distribuyen como se indica en la última sección de este mismo boletín.

En cualquier caso, los análisis, opiniones y conclusiones de estas investigaciones representan las ideas de los autores, con las que no necesariamente coincide el Banco de España.

JESUS ALBARRACIN y CONCHA ARTOLA

EL CRECIMIENTO DE LOS SALARIOS Y EL DESLIZAMIENTO SALARIAL EN EL PERIODO 1981 a 1988.—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 9001

Durante los últimos años se ha producido un cambio considerable en la estructura ocupacional de la economía española. Dicho cambio ha tenido importantes repercusiones sobre los salarios: ha afectado a las estadísticas salariales, ha discurrido paralelamente a un cambio en la estructura del salario por ramas y categorías y ha producido un deslizamiento salarial.

En el presente artículo, los autores estiman el crecimiento de los salarios en el período 1981 a 1988 considerando el cambio ocupacional que se ha producido, según la EPA, y concluyen que, para la media del período, el crecimiento de los mismos ha debido ser medio punto inferior, como media al año, al que originalmente arroja la Encuesta de Salarios. Durante el período se ha producido una apertura en el abanico salarial por categorías y un cierre de dicho abanico en el interior de cada una de ellas. Se estiman, además, los diferentes componentes del deslizamiento salarial: el que se debe a la antigüedad, el originado por el cambio ocupacional y el residuo restante. Finalmente, la consideración del empleo temporal permite suponer que en los últimos años el crecimiento de los salarios ha debido ser inferior al que se obtiene si no se considera este último, como consecuencia del desplazamiento del empleo de los asalariados fijos a los temporales, que cuentan con un salario más bajo.

ANTONI ESPASA, ROSA GOMEZ-CHURRUCA y JAVIER JAREÑO

UN ANALISIS ECONOMETRICO DE LOS INGRESOS POR TURISMO EN LA ECONOMIA ESPAÑOLA.—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 9002

El análisis del turismo en España puede hacerse a partir de dos fuentes de información: 1) los ingresos nominales por motivo de turismo, procedentes del registro de caja del Banco de España, y 2) el número de turistas entrados, facilitado por el INE. Para analizar la primera fuente de datos se han deflactado los ingresos nominales utilizando un índice de precios de turismo.

Un modelo de comportamiento sobre los ingresos turísticos deflactados revela que dichos ingresos dependen de los precios relativos de España respecto de los países de origen de los turistas y respecto de otros países oferentes de servicios turísticos, de la renta de los turistas, de una variable que recoja las mejoras en comercialización, infraestructura y calidad en la oferta turística española (en el trabajo se le denomina «tendencia» a dicha variable) y de un elemento residual que recoja el efecto de «Otras Causas» no explicitadas en el modelo.

Respecto a la tendencia se observa que su efecto ha empezado a ser nulo desde finales de 1988. Esto indica que la evolución del sector va a depender, sobre todo, de los principales factores determinantes de la demanda: la renta y los precios relativos.

En los últimos tres años los precios relativos están teniendo una evolución desfavorable, que está fre-

nando la expansión turística en España. En concreto, en 1989 los ingresos reales por turismo han debido registrar un descenso no inferior al 5,7 %, a pesar de que la renta de los turistas habrá contribuido a paliar el descenso en 1,8 puntos porcentuales. En el descenso de 1989 han contribuido factores específicos como el excelente clima en Europa durante el verano, denuncias de irregularidades en las reservas hoteleras, huelgas de transporte aéreo, y un factor más general, consistente en no poder contabilizar como ingresos turísticos los alquileres (ficticios) imputables a apartamentos cuyos propietarios son los propios turistas. No obstante, son los precios relativos los que más han contribuido al descenso de los ingresos, aportando al mismo 5,1 puntos porcentuales.

En cuanto al número de turistas entrados en España se estima, antes de acabar 1989, que en dicho año va a registrar un descenso de un 0,6 %. Comparando la evolución de los turistas entrados con la de los ingresos, se observa que no sólo se está deteriorando la evolución de estos últimos, sino que también lo está haciendo la calidad del turismo, pues los ingresos por turista están descendiendo incluso en pesetas corrientes.

ANTONI ESPASA

METODOLOGIA PARA REALIZAR EL ANALISIS DE LA COYUNTURA DE UN FENOMENO ECONOMICO.—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 9003

Un informe de coyuntura sobre un fenómeno económico concreto debe construirse a partir de un conjunto de resultados cuantitativos suficientemente contrastados. A dicho conjunto de resultados se le puede denominar el *núcleo cuantitativo* del correspondiente análisis de coyuntura.

En este trabajo se realiza una propuesta metodológica para la obtención de núcleos cuantitativos y su utilización en un estudio de coyuntura.

La metodología tiene como punto de partida el principio de que los núcleos cuantitativos deben obtenerse sobre la base de modelos estadístico-econométricos y técnicas de extracción de señales. El desarrollo posterior se fundamenta en la apreciación de que la evolución subyacente de un fenómeno

económico debe estimarse a través de la tendencia de la serie temporal en cuestión, y que valorar el crecimiento de dicha evolución subyacente es siempre un objetivo a cubrir en cualquier análisis de coyuntura.

El cumplimiento de tal objetivo requiere definir una medida adecuada de crecimiento. Para ello conviene tener presente que una buena medida de crecimiento debe tener las siguientes propiedades:

- ser una medida de crecimiento anual;
- no contener oscilaciones irrelevantes;
- señalar puntos de giro relevantes en los mismos momentos que lo hace la serie de incrementos mensuales, y
- explotar al máximo la última información disponible.

En el trabajo se propone medir el ritmo de crecimiento de un fenómeno económico en un mes concreto, t , como la tasa de crecimiento de la media de doce observaciones mensuales consecutivas —comenzando en el mes t — sobre la media de las doce observaciones inmediatamente anteriores a t (*crecimiento subyacente*). Esto implica que, si t es la última observación disponible, se necesitan predicciones de las observaciones correspondientes a $t+1$, $t+2$, ..., $t+11$, y eso se realiza de forma eficiente a partir de modelos estadístico-econométricos.

La valoración del momento presente del fenómeno económico y de las implicaciones para el futuro inmediato se realiza, en la metodología del documento, en tres fases relacionadas entre sí:

- a) analizando la secuencia de los valores del crecimiento subyacente, calculada con predicciones realizadas al conocer la última observación disponible;
- b) comparando la secuencia del punto a) con secuencias calculadas anteriormente, y
- c) comparando la secuencia del punto a) con una estimación de crecimiento futuro a medio plazo.

En el trabajo se realiza una propuesta sobre la publicación de datos originales, señales y crecimiento de una variable económica.

En los apéndices A, B y C se aplica la metodología anterior a analizar el sector industrial y la balanza comercial de la economía española y la inflación en la CEE, EEUU y Japón.

PALOMA GOMEZ PASTOR y JOSE L. PELLICER MIRET

INFORMACION Y DOCUMENTACION DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS.—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 9004

Este trabajo está centrado en las instituciones comunitarias básicas y en la documentación e información que se genera en los procesos de toma de decisiones.

Comienza describiendo las instituciones comunitarias básicas, los tipos documentales que producen y de cómo y cuándo se generan.

Continúa con la descripción de las publicaciones seriadas más relevantes (periódicas e irregulares) que recibe la Biblioteca del Banco de España sobre temas comunitarios, sin incluir las publicaciones estadísticas ni la mayor parte de la documentación que reciben otros departamentos del Banco procedentes de algunos de los comités comunitarios.

También describe varias bases de datos que contienen información y documentación comunitaria, entre las que destacan dos: CELEX, de información legislativa, y SCAD, de información bibliográfica, y reseña otros servicios de información y documentación de las Comunidades Europeas.

Un anexo recoge la correspondencia entre las instituciones, los tipos documentales que generan y las publicaciones que editan, y otro agrupa todas las publicaciones seriadas que se citan en el documento.

