

BANCO
DE
ESPAÑA

boletín económico

marzo 1991

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.
- ∅ Referido a datos anuales (1970 ∅) 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 periodos.
- * Indica que la serie se refiere a datos desestacionalizados.
- mm 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_j^i Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.

Indice

	<u>Página</u>
Evolución monetaria	5
Los servicios, el núcleo inflacionista de la economía española	13
Las perturbaciones financieras y sus efectos sobre los activos líquidos en manos del público	19
Los mercados derivados sobre deuda pública en España: marco institucional y funcionamiento	29
Los saldos en pesetas convertibles: determinantes y efectos	47
Información del Banco de España	55
Tipos de interés activos libres declarados por bancos, cajas de ahorro y entidades oficiales de crédito. Situación a 28 de febrero de 1991	56
Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España	61
Registros oficiales de entidades. Variaciones producidas durante el mes de marzo de 1991	62
Indicadores económicos	63
Artículos y publicaciones del Banco de España	111



Evolución monetaria

Según datos provisionales, los activos líquidos en manos del público (ALP) crecieron en febrero un 15,8 % en tasa intermensual anualizada, situándose su expansión acumulada en los dos primeros meses del año en el 14,8 %.

Las estimaciones disponibles sobre el mercado de pagarés de empresa, aunque provisionales, indican una fuerte reducción de su crecimiento en las carteras del público. Esta tendencia, apuntada ya en enero, parece haberse agudizado en febrero, de forma que el crecimiento del agregado compuesto por ALP más pagarés de empresa en este último mes ha sido del 16,2 %, situando su ritmo de avance desde diciembre en el 15,9 %.

El hecho de que el diferencial de crecimiento entre ALP y el agregado ampliado con los pagarés de empresa se haya reducido considerablemente, pasando de ser 1,8 puntos en enero a tan sólo 0,4 puntos en febrero, explica, en parte, el mayor crecimiento experimentado por ALP en este último mes.

Dentro de ALP, los valores públicos fueron los que atrajeron el mayor volumen de fondos, con un incremento de su saldo en 260 mm. Este fue el resultado de un aumento de las letras del Tesoro y de las cesiones temporales de deuda a medio y largo plazo de

1. Agregados monetarios (Ø)

	Saldos mm	Variación intermensual (T _i) %				Variación acumulada desde DIC de 1989/DIC de 1990 %		
		1990		1991		1990		1991
	FEB (p)	DIC	ENE (p)	FEB (p)	DIC	ENE (p)	FEB (p)	
Activos líquidos en manos del público (ALP)	46.146	20,9	13,8	15,8	12,3	12,4	15,8	
Disponibilidades líquidas (M3)	34.417	15,8	17,0	15,4	16,2	16,3	15,4	
<i>Efectivo</i>	4.522	23,1	28,3	38,2	19,4	20,1	38,2	
<i>Depósitos de la banca</i>	14.823	17,1	19,6	13,7	16,5	16,7	13,7	
<i>Depósitos de las cajas</i>	13.454	12,8	9,7	12,0	15,4	14,9	12,0	
<i>Otros depósitos (a)</i>	1.618	10,4	26,6	3,5	12,2	13,3	3,5	
Otros activos líquidos	11.670	11,0	16,9	28,6	3,8	4,8	28,6	
<i>Títulos públicos (b)</i>	10.413	13,7	23,8	35,4	14,3	15,1	35,4	
<i>Otros activos (c)</i>	1.257	-7,1	-25,0	-15,7	-39,8	-38,7	-15,7	
PRO MEMORIA:								
ALP más pagarés de empresa	48.472	23,3	15,6	16,2	16,3	16,3	16,2	

Fuente: Banco de España.

(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 a IX-4.

208 mm y 109 mm respectivamente, en tanto que los pagarés del Tesoro registraron una caída de 57 mm.

Los depósitos y el resto de activos líquidos computables moderaron su expansión en febrero, con una tasa de crecimiento del 10,5 %, frente al 14 % del mes anterior. Este comportamiento se debe, básicamente, a la evolución de los activos líquidos computables de la banca privada, cuyo aumento ha sido del 9,3 % frente al 16,7 % de enero, ya que los correspondientes a las cajas de ahorro mantuvieron un ritmo de avance similar, con una tasa de crecimiento del 11,8 % frente al 11,1 % registrado en enero.

El crecimiento del efectivo en manos del público se situó en el 38,1 %, tasa que, aun siendo elevada, está en concordancia con el comportamiento de este componente desde el mes de septiembre de 1990. Por su parte, las operaciones de seguro de las cajas de ahorro experimentaron una disminución de su saldo por 29 mm, mientras que las transferencias de activos privados registraron un descenso de 7 mm.

Respecto a las contrapartidas de ALP, la información provisional disponible, correspondiente al avance de los balances bancarios del mes de febrero, apunta un crecimiento del 13,8 % para el crédito interno a empresas y familias. Esta evolución es similar a la registrada por este agregado desde mediados del año pasado, con la excepción de los meses de diciembre y enero. En diciembre, esta variable experimentó un brusco descenso (-1 %), asociado con el cumplimiento de las restricciones crediticias establecidas para 1990, que fue compensada con un crecimiento particularmente elevado en enero (28 %).

Añadiendo los recursos captados mediante la emisión de pagarés de empresa, la financiación interna total al sector privado creció en febrero un 13,2 %. De esta forma, el crecimiento de esta magnitud se sitúa, por primera vez desde los primeros meses de 1989, por debajo del crédito interno en sentido estricto, lo que refleja, desde el lado de las contrapartidas, la fuerte desaceleración de las emisiones de pagarés de empresa.

2. Financiación a empresas y familias

	Saldos en mm			Tasas de crecimiento %			Variación acumulada desde DIC 1989/DIC 1990 (%)		
	1990		1991	1990		1991	1990		1991
	DIC	ENE (p)	FEB (p)	DIC	ENE (p)	FEB (p)	DIC	ENE (p)	FEB (p)
	T_1								
SERIE DESESTACIONALIZADA:									
Crédito interno (a)	39.037	39.845	40.278	-1,0	27,9	13,8	10,1	27,9	20,7
	T_2								
SERIES ORIGINALES:									
Crédito interno (a)	39.573	39.850	40.103	10,1	11,5	11,8			
Crédito	37.262	...	...	10,8	...	...	
<i>Banca</i>	22.378	...	...	10,3	...	...	
<i>Cajas</i>	10.678	...	...	11,4	...	...	
<i>Resto</i>	4.206	...	...	11,3	...	...	
Valores y mercados monetarios	2.311	...	...	0,1	...	...	
PRO MEMORIA:									
Crédito interno más pagarés de empresa	41.287	42.172	42.609	14,9	15,8	15,9			

Fuente: Banco de España.

(a) 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.

3. Tipos de interés (Ø)

%

	Plazo d=día m=mes a=año	Medias mensuales				Medias decenales		
		1989	1990	1991		FEB 1991		MAR 1991
		DIC	DIC	ENE	FEB	2.ª dec	3.ª dec	1.ª dec
BANCO DE ESPAÑA:								
Subasta de CBE (a)	10 d	—	14,7	14,7	14,6	14,5	14,5	14,5
Compras de CBE	1 d	—	15,1	15,4	14,5	14,4	14,4	14,4
Préstamos de regulación monetaria	1 d	14,5	17,0	—	14,5	14,5	14,5	14,5
Cesiones de deuda	3 m	13,8	—	14,0	13,9	13,9	13,8	13,9
TESORO:								
Emisión de pagarés	18 m	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Subasta de letras (a)	12 m	13,1	14,5	14,5	14,2	14,3	—	14,0
Subasta de bonos (a)	3 a	13,5	14,5	14,5	14,5	14,5	—	14,0
	5 a	13,1	14,3	—	14,3	14,3	—	13,8
Subasta de obligaciones (a)	10 a	—	—	—	—	—	—	13,5
INTERBANCARIO:								
Depósitos	1 d	15,5	14,9	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6
	3 m	16,0	15,1	15,1	14,7	14,7	14,5	14,2
	6 m	15,9	15,2	15,2	14,6	14,5	14,2	14,0
Dobles con letras del Tesoro	3 m	13,7	14,1	14,1	13,9	13,8	14,0	13,9
	6 m	—	14,2	14,1	—	—	—	13,8
Dobles con pagarés del Tesoro	3 m	5,1	3,7	4,7	3,6	2,9	—	2,8
	6 m	—	4,5	5,1	4,3	—	3,4	3,2
Letras del Tesoro al vencimiento	12 m	12,8	14,5	14,4	14,2	14,1	14,0	13,6
BANCARIOS:								
Depósitos de la banca	1-2 a	10,2	11,3	11,7	...	...	...	...
Depósitos de las cajas	1-2 a	10,0	10,7	10,8	...	...	...	...
Crédito de la banca residente								
<i>A interés fijo</i>	1-3 a	17,1	17,5	17,4	...	...	...	...
<i>Preferencial</i>	3 m	14,5	14,7	14,7	14,7	...	...	...
Cto. de la b. extranjera a int. vble.		17,1	16,2	16,0	...	...	...	...
Crédito de las cajas								
<i>A interés fijo</i>	1-3 a	17,0	17,5	17,6	...	...	...	...
OTROS:								
Deuda pública anotada	2 a o más	14,5	14,5	14,5	14,1	13,9	13,9	13,5
Obligaciones eléctricas	3 a o más	14,2	14,9	14,8	14,2	14,1	14,1	13,9

Fuente: Banco de España.

(a) Tipo de interés marginal.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 1 a 4. *Boletín Estadístico*, cuadros capítulos XI a XIII.

La financiación concedida a las Administraciones Públicas por el sistema crediticio y los mercados monetarios registró en febrero una tasa de variación del -38,8 %. Este resultado se debió, en gran parte, a las elevadas adquisiciones de valores públicos por no residentes, que totalizaron unos 450 mm y que supusieron un desplazamiento de la financiación pública desde fuentes internas hacia fuentes externas.

Los activos exteriores netos del sistema crediticio registraron un importante aumento en febrero, contribuyendo de forma expansiva a la generación de ALP. Dicho aumento se localizó en las reservas cen-

trales, cuyo saldo se incrementó en unos 750 millones de dólares y, sobre todo, en la posición vencida de las entidades delegadas, cuyo saldo deudor descendió en 3.560 millones de dólares. Las fuertes inversiones en deuda pública de no residentes no se reflejaron en aumentos de similar cuantía en el saldo de reservas del Banco de España, sino que sustituyeron a otras inversiones financieras de no residentes en los mercados españoles o se aplicaron a la cancelación de pasivos frente al exterior de las entidades delegadas.

En la primera decena de febrero el Banco de España mantuvo su tipo básico de referencia, ya que la

subasta decenal de certificados se realizó al 14,7 %, nivel que se mantenía desde la tercera decena de diciembre. No obstante, siguiendo en parte la tendencia a la baja de tipos en el mercado interbancario, realizó las operaciones diarias a tipos menores: al 14,4 % para las adquisiciones temporales de deuda pública y al 14,45 % para la compra temporal de certificados. Este descenso en los tipos de intervención quedó consolidado, en cierta medida, en la segunda decena de febrero, al reducir el Banco de España el tipo básico de intervención 0,2 puntos, hasta situarlo en el 14,5 %, en una acción concertada con el Banco de Inglaterra. En dicho nivel permaneció en la tercera decena de febrero y en la primera de marzo. Las operaciones de inyección diarias de liquidez se realizaron a tipos menores: 14,30 % y 14,45 % en las compras temporales de deuda pública y de certificados, respectivamente. El tipo de interés practicado en la inyección de liquidez contra la póliza del mercado monetario, que fue preciso realizar en la segunda mitad de febrero y en los primeros diez días de marzo, fue el mismo que el básico de intervención (14,5 %).

En la segunda decena de marzo, el Banco de España decidió reducir en un punto sus tipos de intervención. De esta forma, el correspondiente a la subasta decenal de certificados quedó establecido en el 13,5 % y en el 13,55 % y el 13,40 % los correspondientes a las operaciones de inyección diaria con certificados y deuda pública, respectivamente. Los préstamos contra póliza se fijaron en el 13,60 %. Este descenso fue simultáneo al levantamiento del depósito previo del 30 % para la toma de préstamos en el exterior por residentes. Estas medidas tienen el propósito de ajustar la política monetaria a las condiciones actuales de la economía española —que denota un ritmo más moderado de la actividad, un descenso de la presión inflacionista y un cambio favorable en la evolución de la balanza de pagos— y normalizar las condiciones crediticias, completando el proceso de supresión de las restricciones administrativas a la financiación del sector privado, introducidas con carácter excepcional en 1989.

El mercado interbancario de depósitos evolucionó en febrero y en la primera mitad de marzo dentro de

4. Intervención del Banco de España

	1990	1991		FEB 1991			
	FEB 1991	DIC	ENE	FEB	1.ª dec	2.ª dec	3.ª dec
	Saldos	Variaciones absolutas (a)					
Activos de caja	1.516	58	16	-8	3	1	5
CONTRAPARTIDAS:							
Circulación fiduciaria (b)	-4.795	-319	20	15	-135	53	20
Otros factores	4.199	559	118	-387	-182	-770	-73
Sector exterior	5.419	100	-124	88	14	26	10
Crédito al sector público	1.453	372	386	-122	-238	-676	-137
Cartera de letras del Tesoro	233	45	-137	-348	0	-6	-10
Otros fondos públicos	199	-35	-13	-54	-18	-3	-5
Certificados del BE (b)	-3.121	0	0	0	0	0	0
Cuentas diversas (b)	15	78	7	48	60	-110	68
Operaciones con las instituciones financieras	2.113	-182	-121	363	320	717	58
Préstamos de regulación monetaria (c)	1.884	-199	-9	272	34	726	80
Cesiones temporales de deuda (b)	-41	15	-110	101	286	-11	-23
Otros	270	2	-3	-9	0	2	1
		Niveles medios en porcentajes					
EXCEDENTES DE CAJA:							
Sistema bancario	...	0,065	0,055	0,045	0,035	0,053	0,048
Bancos	...	0,072	0,075	0,064	0,050	0,072	0,073
Cajas	...	0,058	0,032	0,024	0,019	0,032	0,019

Fuente: Banco de España.

(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.

una tónica distendida. La desaceleración de la demanda interna, la finalización del conflicto armado en el Golfo Pérsico y la posición de fortaleza de la peseta dentro de su banda de fluctuación mantuvieron firmemente asentadas las expectativas a la baja de los tipos de interés. La magnitud de los descensos experimentados en los tipos negociados fue directamente proporcional al plazo. Así, comparando la tercera decena de enero y la primera de marzo, se aprecian descensos de 0,9, 1,2 y 1,4 puntos porcentuales en los plazos de tres, seis y doce meses, respectivamente, mientras que la caída en los tipos a un mes fue de 0,5 puntos porcentuales. Por el contrario, la evolución del tipo a un día durante todo el mes de febrero fue muy estable, manteniéndose alrededor del nivel del 14,5 % en que se situó a mediados de enero.

Tras la reducción de los tipos de interés del Banco de España, el 15 de marzo, los tipos negociados en las operaciones de depósito del mercado interbancario se han ajustado a la nueva situación, con caídas generalizadas pero, en esta ocasión, inversamente proporcionales al plazo. Dichos descensos han ido desde los 0,8 puntos en las operaciones a un día hasta los 0,4 puntos para las correspondientes a un año. De esta forma, la curva de rendimientos por plazos, que al comenzar el mes de febrero presentaba un perfil plano, en términos nominales, pasó a mostrar una acusada pendiente negativa a mediados de marzo, habiéndose suavizado ésta después del día 15.

Las expectativas a la baja de los tipos de interés se manifestaron, también, en los mercados secundarios de deuda pública, donde, en el período transcurrido desde el comienzo de febrero hasta mediados de marzo, las rentabilidades negociadas descendieron en torno a 1 punto en las operaciones a vencimiento de letras del Tesoro para plazos entre 6 y 12 meses y alrededor de 1,25 puntos en los bonos a más de dos años. Tras las medidas del día 15, los tipos de estas operaciones han registrado descensos adicionales.

El mercado de pagarés de empresa ha registrado, también, descensos generalizados en sus tipos de interés, alcanzando en marzo niveles entre el 13,80 % y el 14 % para el plazo de un año, frente al 15 % en que, por término medio, se situaban en enero. Por su parte, algunas entidades bancarias, que ya en febrero comenzaron a ajustar a la baja los tipos de interés ofrecidos para los depósitos de alta remuneración, han comenzado a anunciar en marzo menores tipos para los créditos preferenciales, tras el descenso realizado por el Banco de España en sus tipos de intervención.

Las expectativas bajistas de los tipos de interés se han hecho notar, asimismo, en los mercados prima-

rios de valores públicos, los cuales han registrado demandas muy cuantiosas. Las peticiones de letras del Tesoro totalizaron 1.309 mm en febrero y 2.040 mm en las dos primeras emisiones de marzo, que fueron atendidas sólo parcialmente (en un 63 % y un 21 %, respectivamente). La emisión neta global de todo este período alcanzó 404 mm, sin incluir las cantidades adjudicadas al Banco de España, a pesar de que el Tesoro realizó sensibles recortes en el tipo marginal que, en conjunto, han supuesto 1,3 puntos. Así, desde un nivel del 14,52 % en el que el tipo marginal de la letra del Tesoro permaneció estabilizado entre mayo de 1990 y principios de febrero de 1991, en la última subasta, celebrada el 15 de marzo, ha descendido hasta el 13,23 %.

Las solicitudes de suscripción de deuda pública a medio y largo plazo en febrero y marzo fueron, también, considerables y, al igual que sucedió con las letras, el Tesoro sólo las atendió parcialmente. En febrero, la emisión neta, fuera del Banco de España, fue de 240 mm en bonos a tres años y de 337 mm en bonos a cinco años. El Tesoro mantuvo los mismos tipos de interés que en meses anteriores (14,5 % y 14,3 %, respectivamente). En marzo, con un aumento notable de peticiones, el Tesoro colocó, al margen del Banco de España, 163 mm y 254 mm de bonos a tres y cinco años, respectivamente, y 106 mm de obligaciones a diez años. En los dos primeros casos redujo en 0,5 puntos la rentabilidad marginal, quedando situadas, por tanto, en el 14 % y en el 13,8 %, respectivamente, y mantuvo sin variación, en el 13,5 %, la correspondiente a las obligaciones.

5. Tipos de interés extranjeros (Ø)

Medias mensuales

	1989	1990	1991	
	DIC	DIC	ENE	FEB
EUROMERCADOS A 3 MESES:				
Dólar	8,4	7,8	7,2	6,5
Franco suizo	8,3	8,7	8,4	7,9
Marco	8,1	9,2	9,1	8,8
Yen	6,6	8,2	8,1	8,0
Franco francés	10,7	10,1	10,1	9,6
Libra esterlina	15,1	13,6	13,8	13,1
ECU	10,9	10,3	10,4	9,7
Media ponderada (a)	8,5	8,7	8,5	8,0
Diferencial medio (b)	7,5	6,4	6,6	6,8

Fuente: Banco de España.

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

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

Estas colocaciones, al situarse muy por debajo de las peticiones formuladas, provocaron una presión a la baja de los tipos de interés a seis y doce meses del mercado interbancario y del mercado secundario de deuda pública. Para paliar parte de estas tensiones, el Banco de España procedió a la venta de 66 mm de letras del Tesoro de su cartera, al 13,83 %, el mismo día 1 de marzo, y de 250 mm de bonos a tres y cinco años con fecha valor 15 de marzo y tipos de interés del 13,70 % y del 13,50 %, respectivamente.

En las dos emisiones ordinarias de pagarés del Tesoro celebradas en febrero la cantidad total colocada (170 mm) sólo cubrió el 63 % de las cantidades que vencían. Adicionalmente, en las dos emisiones extraordinarias se colocaron 45 mm. En la correspondiente al 8 de marzo, la emisión bruta fue de 139 mm frente a los 121 mm que se amortizaban, siendo la primera vez en muchos meses que se registra una

emisión neta positiva. Estas colocaciones resultaron insuficientes para las necesidades del mercado y la cobertura del coeficiente, por lo que la persistencia de unos tipos muy bajos en el mercado secundario ha sido la tónica general, llegando a ser negativos en algunos periodos.

Durante el mes de febrero, la evolución de los mercados cambiarios internacionales estuvo condicionada por los diferentes movimientos en los tipos de interés de las economías europeas y americana.

A finales de enero, la disminución en medio punto del tipo oficial de la Reserva Federal y el aumento, en igual cuantía, de los tipos Lombard y de descuento alemanes, agudizaron las presiones bajistas sobre la divisa americana, cuya cotización registró, a principios de febrero, mínimos históricos frente al marco, a pesar de las intervenciones concertadas de los dife-

6. Tipos de cambio (∅)

	Situación en FEB 1991	Variaciones (%) (a)					
		Mensuales			Mensuales acumuladas desde DIC 1989/DIC 1990		
		1990	1991		1990	1991	
		DIC	ENE	FEB	DIC	ENE	FEB
TIPOS DE CAMBIO NOMINALES:							
Del dólar frente a:							
Marco	1,48	0,5	1,3	-2,0	-14,2	1,3	-0,7
Yen	130,35	3,5	0,4	-2,5	-7,2	0,4	-2,2
Países desarrollados (b) (c)	60,24	1,5	0,2	-1,6	-10,3	0,2	-1,4
De la peseta frente a:							
Dólar	92,60	-1,3	»	2,8	17,8	»	2,8
Franco suizo	73,10	0,2	-0,1	2,3	-4,1	-0,1	2,2
Marco	62,56	-0,9	1,4	0,7	1,1	1,4	2,1
Yen	71,04	2,1	0,4	0,2	9,3	0,4	0,6
Libra esterlina	181,95	0,4	-0,1	1,1	-2,5	-0,1	1,0
Franco francés	18,38	-0,1	1,4	0,9	0,5	1,4	2,3
CEE (b) (c)	103,43	-0,4	1,1	0,8	0,6	1,1	1,9
Países desarrollados (b) (c)	113,95	-0,4	0,8	1,1	4,0	0,8	2,0
Principales acreedores (d) (e)	122,87	-0,2	0,3	1,7	7,1	0,3	2,1
TIPOS DE CAMBIO REALES (f):							
De la peseta frente a:							
Dólar (d)	...	-1,1	0,8	...	17,9	0,8	...
CEE (b) (c)	120,33	-0,3	1,3	1,1	2,2	1,3	2,3
Países desarrollados (b) (c)	131,73	-0,2	1,2	1,1	5,3	1,2	2,3

Fuente: Banco de España.

(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 5].

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

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 22 a 24 Boletín Estadístico, cuadros XX-51 a XX-53.

rentes bancos centrales. La cotización del dólar se recuperó ligeramente a mediados del mes, debido a las expectativas optimistas en cuanto a la brevedad del período recesivo en que se encuentra la economía americana y en la posibilidad de una solución rápida al conflicto bélico del Golfo Pérsico.

En el conjunto del mes, el dólar se depreció, en términos de medias, un 2 % frente al marco y un 2,5 % frente al yen.

En el contexto del Sistema Monetario Europeo, las tensiones cambiarias entre la libra esterlina y la peseta se aliviaron notablemente mediante la actuación simultánea, que tuvo lugar el día 13, del Banco de Inglaterra y del Banco de España. Dicha actuación consistió en el descenso de 50 y 20 puntos básicos en sus tipos respectivos de referencia para los mercados monetarios. Pese a ello, ambas monedas experimentaron a partir de dicha fecha una tendencia alcista. Esta evolución ha propiciado que la posición más débil del Sistema corresponda desde la última semana de febrero al franco francés, aun cuando el día 27 de febrero el Banco de Inglaterra volvió a bajar medio punto su tipo básico de interés.

En cuanto a la evolución de la peseta, destaca su posición extrema de máxima fortaleza frente a la libra esterlina en la primera quincena de febrero y frente al franco francés desde finales de dicho mes. Esta posición de la moneda española, rozando el límite superior de la banda de fluctuación, se mantuvo sin que fuera preciso realizar intervenciones hasta la segunda decena de marzo, en la que el Banco de España hubo de intervenir para evitar que la peseta rebasara el límite de apreciación máxima frente a la moneda francesa.

En términos de medias mensuales, la peseta se apreció, en febrero, un 2,8 % frente al dólar y un 0,7 % frente al marco mientras que la apreciación alcanzó un 0,8 % y un 1,1 % frente al conjunto de monedas de la CEE y de los países desarrollados, respectivamente.

Las medidas adoptadas por el Banco de España el 15 de marzo han tenido repercusiones apreciables sobre el tipo de cambio de la peseta, que ha alcanzado el límite superior de apreciación dentro de la banda de fluctuación del Sistema Monetario Europeo, ya que el contrapeso que supone la liberalización del depósito previo al descenso de los tipos de intervención del Banco de España se ha visto complementado con la reducción en 0,25 puntos, desde el 18 de marzo, del tipo de intervención francés y con la reducción, el día 22, de medio punto en los tipos del Reino Unido.

20-III-1991.

Los servicios, el núcleo inflacionista de la economía española

La tasa de crecimiento interanual del índice de precios al consumo fue del 5,9 % en el mes de febrero último, la más baja desde diciembre de 1988. El incremento correspondiente al componente de servicios fue del 9,3 %; una cifra tan elevada no se alcanzaba desde agosto de 1986. Las dos tasas anteriores implican que el ritmo de variación interanual, en febrero de 1991, para el resto de componentes del IPC fue del 4,1 %, un resultado en línea con los que se registran actualmente en los países del SME.

La interpretación de los datos sobre inflación en los servicios de los primeros meses del año es difícil, pues en esas fechas se realizan numerosas revisiones de precios de carácter anual –algunas de ellas de precios administrados– y son frecuentes las modificaciones en el calendario de revisión. Aunque se espera que la tasa de inflación de los servicios se reduzca, ligeramente, en los próximos meses, no cabe duda de que este sector se ha convertido en el núcleo de resistencia para una desaceleración más firme y permanente de la inflación en la economía española. Esta breve nota trata de aportar alguna información sobre las características de este proceso.

Durante la primera mitad de la década pasada la tasa de crecimiento del índice de precios al consumo fue muy elevada, del 12,2 % en promedio anual, sin que se observaran diferencias notables en el comportamiento de los distintos componentes. Fue un período de estancamientos en el ritmo de crecimiento de la demanda, con fuertes subidas salariales y continuas depreciaciones en el tipo de cambio de la peseta, que pretendían restaurar la pérdida de competitividad que se derivaba de la espiral precios-salarios. La depreciación de la peseta suponía encarecimientos adicionales en el precio de los productos importados, que estaban registrando alzas elevadas en los mercados de origen, con lo que el proceso inflacionista se autoalimentaba (véase cuadro 1).

1. Inflación, salarios, demanda, tipo de cambio e inputs importados

	Tasas de variación media anual acumulativa	
	Ø 1980-1985	Ø 1985-1990
Tasa de inflación (IPC)	12,2	6,5
<i>Servicios</i>	12,5	7,9
<i>Resto de IPC</i>	12,0	5,8
Salario de convenio	10,4	7,4
Demanda nacional real (a)	0,2	6,7
Tipo de cambio pesetas-monedas países desarrollados (b)	-6,9	2,1
Precio en pesetas de las importaciones (c)	15,6	-2,5

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Seguridad Social y Banco de España.

(a) Contabilidad Nacional, base 80 para el período 1980-1985 y base 85 para el período 1985-1990.

(b) Un signo positivo supone una apreciación de la peseta y un signo negativo una depreciación.

(c) Deflactor de las importaciones de bienes y servicios.

En la segunda mitad de los ochenta, coincidiendo con la apertura al exterior de la economía y la integración en la Comunidad Económica Europea, se inició un período de fuerte crecimiento de la demanda; los salarios moderaron su ritmo de aumento –logrando, sin embargo, ganancias en términos reales, algo que no había ocurrido en el período precedente– y el tipo de cambio de la peseta mantuvo una gran firmeza, apreciándose, ante las condiciones más estrictas impuestas por la Política Monetaria. Esto contribuyó, a su vez, al abaratamiento de los inputs importados, cuyos precios evolucionaban también muy favorablemente en los mercados internacionales. Como consecuencia de todos estos factores, se redujo la tasa de inflación, aunque lo hizo en menor medida de lo deseado, ya que la presión creciente de la demanda sobre los mercados de factores y bienes provocó reacciones en los salarios, al amparo de las rigideces del mercado de trabajo, y en los márgenes de beneficios, por la escasa competencia entre las empresas en algunos mercados de bienes y servicios.

Pero el hecho más destacado que se observa en la evolución del índice de precios al consumo a lo largo de los cinco años últimos es el comportamiento tan dispar entre sus componentes (véase cuadro 2).

Los precios de los alimentos no elaborados y de la energía tuvieron un comportamiento errático, propio de los bienes que los integran. Los primeros están evolucionando muy favorablemente desde mediados del año pasado y la tasa interanual que registraron en febrero de 1991 es excepcional y no es previsible que se mantenga. En cuanto a los precios energéticos, la tasa interanual alcanzada en ese mismo mes debe de ir disminuyendo conforme avanza el año.

De los tres componentes que forman el índice de precios de los servicios y bienes elaborados no energéticos (IPSBENE), que son los que definen el núcleo inflacio-

nista de la economía, los precios de los alimentos estuvieron sometidos, en alguna medida, a la evolución de los alimentos sin elaborar y han terminado por moderar sensiblemente su tasa de crecimiento.

Los precios de los bienes industriales no energéticos iniciaron un proceso firme de reducción de su tasa de crecimiento desde el momento en que comenzó la apertura al exterior de la economía. La competencia de los bienes exteriores, la modernización y ajuste de la industria española en el período precedente, en el que se registraron ganancias importantes de productividad, y la incidencia favorable del abaratamiento en el precio de los productos intermedios importados, muy importante en este tipo de bienes, son algunos de los factores que permitieron un comportamiento tan positivo. Su desaceleración se vio interrumpida –previsiblemente de forma temporal– por la incidencia del aumento registrado en los precios de la energía, que se produjo tras la crisis del Golfo Pérsico.

El gráfico 1 compara la evolución del índice de precios al por mayor de productos industriales de España y de los países de la CEE. Se observa cómo, a partir de finales del año 1986, el comportamiento de ambos índices ha resultado extraordinariamente similar. Con un ligero retraso, esta convergencia se ha alcanzado, también, en la evolución de los precios al consumo de estos bienes (véase gráfico 2).

En cuanto al último componente del IPSBENE, los servicios, en el cuadro 2 y en el gráfico 3 se observa que, después de una ligera moderación en su tasa de crecimiento durante el año 1987 –relacionada con el fuerte abaratamiento de la energía en el año precedente–, a partir de 1988 iniciaron un proceso de aceleración que ha situado permanentemente sus tasas de crecimiento interanuales por encima del 8 %, en contra del comportamiento observado en la práctica totalidad del resto de componentes del IPC.

2. Índice de precios al consumo: componentes

	Ø 80-85 (a)	1986	1987	1988	1989	1990	FEB 91 (b)
IPC general	11,5	8,3	4,6	5,8	6,9	6,5	5,9
Alimentos no elaborados	11,6	11,4	2,9	7,0	6,3	7,2	1,3
Energía	11,4	-9,0	1,8	-1,9	6,3	10,9	11,8
Servicios y bienes elaborados no energéticos	11,5	9,0	5,2	6,1	7,1	6,1	6,5
Alimentos elaborados	11,6	9,9	2,6	5,8	8,6	3,6	3,2
Industriales no energéticos	11,3	8,7	5,5	4,4	3,7	4,8	5,1
Servicios	11,9	8,8	6,3	7,5	8,7	8,4	9,3

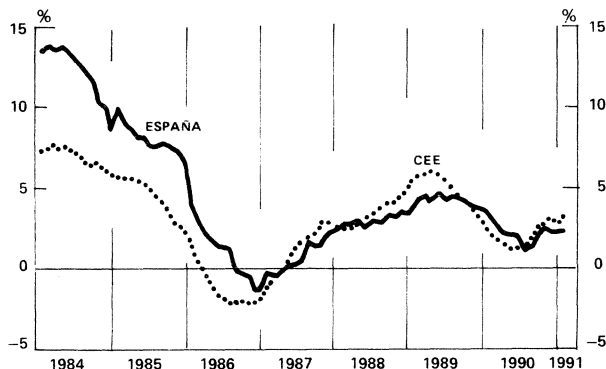
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Tasas medias anuales acumulativas del período.

(b) Tasa febrero de 1991 sobre febrero de 1990.

1. Índice de precios industriales al por mayor

Tasas de crecimiento interanuales



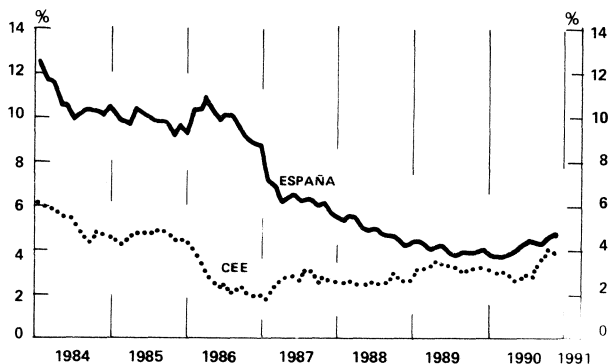
Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y OCDE.

Aunque no es el propósito de este artículo realizar un análisis detallado de las causas que subyacen detrás del proceso inflacionista que registra el sector servicios de la economía española —trabajo, por otra parte, de una gran complejidad, por la diversidad de sus distintos elementos—, se ha seleccionado un conjunto de componentes que representan el 75 %, aproximadamente, del total de servicios incluidos en el IPC, y el 25 %, también aproximadamente, de este último índice. Los resultados, que se recogen en los gráficos 3 y 4, proporcionan una información que puede resultar de interés para entender la naturaleza de este proceso.

El precio del servicio imputado a la vivienda en propiedad, y los de otros servicios relacionados con ella, aumentaron intensamente a partir del año 1987, después de un período de retraimiento considerable.

2. Índices de precios al consumo

Bienes industriales no energéticos

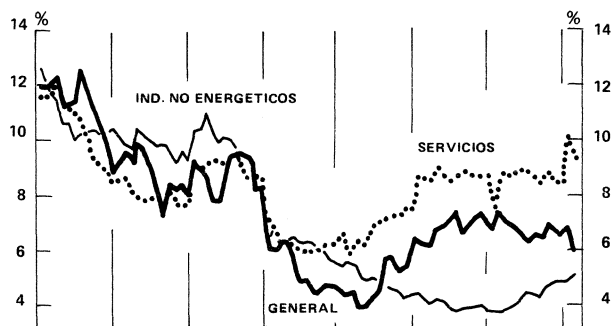


Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y OCDE.

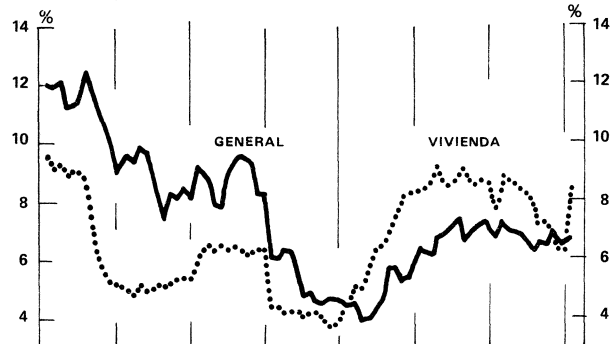
3. Índices de precios al consumo: componentes

Tasas de crecimiento interanuales

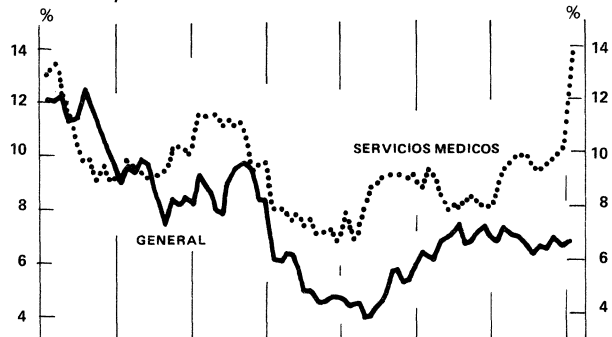
General, servicios e industriales no energéticos



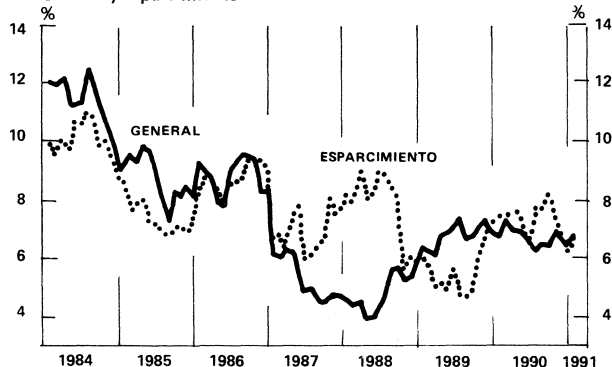
General y vivienda



General y servicios médicos



General y esparcimiento



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

Los fuertes incrementos en el precio de la vivienda, registrados en los últimos años, han sido el origen del encarecimiento imputado a este servicio. Se trata, pues, de un proceso inflacionista cuyo origen está en el crecimiento de la demanda de viviendas, que tuvo un componente especulativo importante al desarrollarse dentro de un sector sin una respuesta de su oferta suficientemente flexible, condicionado por la escasa disponibilidad de suelo urbano, que generó márgenes de beneficio extraordinarios.

La inflación registrada en el componente de servicios médicos se acentuó, en relación con la línea marcada por el índice general, desde que comienza el proceso de recuperación económica. Podría tratarse de un caso de desplazamiento de la demanda desde los servicios públicos a los privados al mejorar la renta de las familias, ante la supuesta ineficiencia de los primeros, al menos en algunas de sus prestaciones. En este sector, como en algún otro, habría que tener en cuenta los problemas del cambio de calidad en los servicios demandados que pueden distorsionar el análisis de su comportamiento. Este sería el caso, posiblemente, de los seguros de enfermedad y accidentes, cuyas primas se han incrementado notablemente en los últimos años y que podrían estar proporcionando una cobertura de servicios de índole diferente. Se trata, en cualquier caso, de un sector con problemas de oferta y con falta de competencia en muchos de sus niveles.

Los servicios de esparcimiento son, de todos los componentes analizados, los que muestran una evolución más acorde con la del índice general. En este grupo se incluyen los precios de diversos espectáculos: teatros, cines, etc., que pueden haber visto reducida su demanda de forma significativa a lo largo de los últimos años.

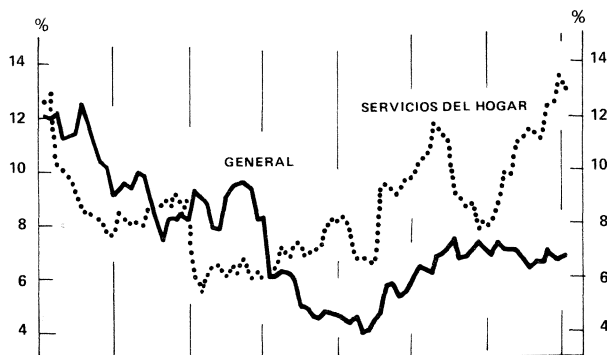
Un caso opuesto, posiblemente, sería el de los servicios del hogar; un sector con una fuerte demanda, en el que se produce un retraimiento de la oferta cuando la recuperación de la actividad y el empleo comienza a hacerse efectiva.

Los dos componentes siguientes, el del transporte urbano y el del interurbano, son precios correspondientes a sectores fuertemente intervenidos y con un grado de monopolio notable. Es interesante observar que durante los años de fuerte caída en el precio de los combustibles la tasa de crecimiento del precio de los servicios de transporte urbano se mantuvo, durante bastantes meses, por encima del crecimiento del índice general. En cuanto a los precios del transporte interurbano, las subidas de precios registradas desde mediados de 1990 son consecuencia del encarecimiento reciente en el precio de los combustibles. La ineficiencia y falta de competencia del sector po-

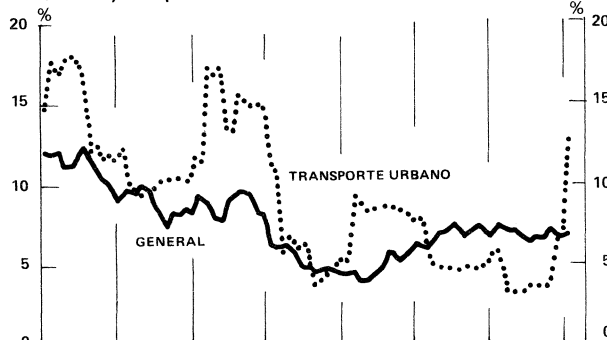
4. Índices de precios al consumo: componentes

Tasas de crecimiento interanuales

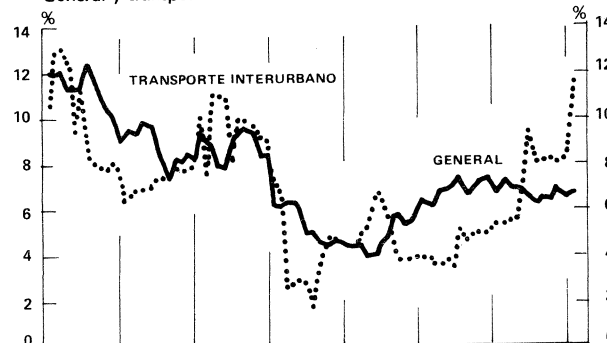
General y servicios del hogar



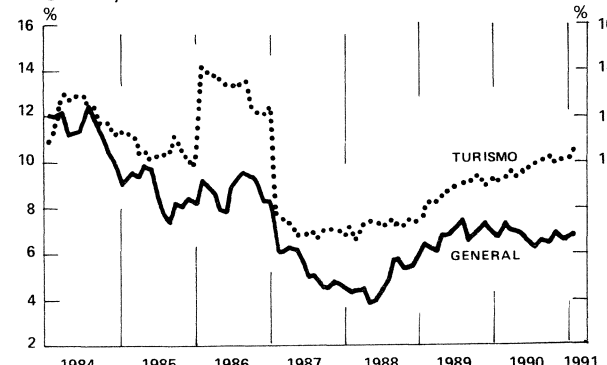
General y transporte urbano



General y transporte interurbano



General y turismo



fuente: Instituto Nacional de Estadística.

3. Inflación: proyección tendencial

Tasas de variación diciembre-diciembre

	1989	1990	1991 (a)	1992 (a)
IPC total	6,9	6,5	5,2	4,8
IPC sin servicios	5,8	5,7	3,2	2,8
Servicios	8,7	8,4	9,0	8,4

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Extrapolación de las tendencias observadas con información hasta febrero de 1991.

dría originar que no se produjeran las reducciones correspondientes ante los descensos que se han producido posteriormente en el precio de los combustibles.

En cuanto al sector de servicios turísticos, por último, el crecimiento de sus precios por encima del índice general es una constante ininterrumpida. La demanda de estos servicios es muy intensa y la oferta no ha reaccionado de forma conveniente. Se trata de un sector que precisa obtener ganancias de eficiencia que lo sitúe en condiciones de competitividad, tanto frente a la demanda interior como a la del extranjero.

Son de naturaleza muy variada, como ha podido verse, los determinantes que parecen encontrarse detrás del proceso inflacionista que registra el sector servicios de la economía española y un análisis más profundo requerirá, ineludiblemente, un estudio sobre la evolución de la productividad y los costes en cada uno de sus componentes. En algunos de ellos se aprecian las consecuencias del crecimiento registrado por la demanda en los últimos años, a lo que habría que añadir los problemas derivados de la falta de competitividad, acentuada en algunos casos por las regulaciones oficiales. Es cierto que los servicios se han beneficiado en menor medida que los productos industriales del abaratamiento de productos importados registrado a partir del año 1986, y es cierto, también, que los problemas de cambio de calidad en algunos servicios pueden distorsionar el análisis de su comportamiento; pero no cabe duda de que este sector, que debería tender a mejorar su eficiencia y a incrementar su competitividad, adolece de una serie de problemas que suponen un reto para la política económica del próximo futuro.

Los resultados que se presentan en el cuadro 3 son, en este sentido, relevantes. Las tendencias que se estiman, con información hasta el mes de febrero de 1991, para los distintos componentes del IPC, si se extrapolan para los próximos años, mostrarían cómo la tasa de inflación del índice de precios al consumo, excluidos los servicios, tiende a situarse a un

nivel equiparable a los ritmos de inflación que se estima registrarán los países de nuestro entorno. El componente de servicios, por el contrario, muestra una gran resistencia a la desaceleración, que obstaculiza la convergencia de nuestra tasa de inflación con la de aquellos países, y amenaza con producir distorsiones en los precios, que terminarían poniendo en peligro el tejido industrial español.

26-III-1991.

Las perturbaciones financieras y sus efectos sobre los activos líquidos en manos del público

Este artículo ha sido elaborado por Beatriz Sanz, del Servicio de Estudios.

1. INTRODUCCION

Durante los cinco últimos años se han producido en España importantes trasvases en las carteras de activos financieros del sector privado que han afectado a la evolución de los agregados monetarios, destacando, por su especial relevancia en el esquema de control monetario, los que han incidido sobre los ALP. Estos trasvases han tenido su origen en cambios de distinto tipo en la normativa vigente. A veces, ha sido la necesidad de financiar un abultado déficit público o el deseo de las autoridades de hacerlo de una forma más ortodoxa los factores que han motivado cambios en la regulación. En otras ocasiones, éstos han estado ligados a la decisión de homogeneizar el tratamiento fiscal de los rendimientos de los distintos activos financieros. En el pasado más reciente, han sido medidas relacionadas con las propias exigencias del control monetario las que han dado lugar a importantes movimientos de fondos desde unos activos a otros.

El objeto de este artículo es ofrecer una visión resumida de estos episodios y proporcionar una valoración global del efecto que han provocado en la evolución de la variable monetaria objetivo.

La exposición se realiza del modo siguiente: en el epígrafe 2 se analizan las distorsiones que originó la Ley 14/1985, promulgada con el propósito de igualar el tratamiento fiscal de una gran variedad de activos financieros. Las alteraciones asociadas a la aparición de la letra del Tesoro y a la regulación de las operaciones de cesión temporal de deuda pública a medio y largo plazo se examinan en el epígrafe 3. El epígrafe 4 estudia las características y evolución de un conjunto de instrumentos financieros (operaciones de seguro de prima única, transferencias de activos y pagarés forales), cuyos saldos en las carteras del sector privado crecieron vertiginosamente entre 1986 y 1990, con el principal propósito de ocultación fiscal de rentas y patrimonios. El papel de refugio fiscal que en los últimos años pueden estar desempeñando los saldos en efectivo del público es objeto de análisis en el epígrafe 5. Por su parte, el epígrafe 6 examina las distorsiones de cartera asociadas a la expansión de los pagarés de empresa durante el período de vigencia de las restricciones crediticias. Finalmente, en el epígrafe 7, se realiza una valoración global de la repercusión de todos estos fenómenos en la evolución de los ALP.

2. LA PROMULGACION DE LA LEY 14/1985 Y SUS EFECTOS SOBRE LOS ACTIVOS LIQUIDOS EN MANOS DEL PUBLICO

En 1984 la definición de los activos líquidos en manos del público pasó a incluir un conjunto de activos financieros que habían ido surgiendo en los años anteriores, emitidos en su mayoría por las instituciones bancarias, y que mostraban una fuerte sustituibilidad con los depósitos bancarios tradicionales. Por la misma razón, los citados instrumentos fueron sometidos al cumplimiento del coeficiente de caja (1). Sin embargo, se mantuvieron inalteradas las diferencias existentes entre el tratamiento tributario de los depósitos y de los nuevos activos (2). La promulgación de la Ley 14/1985, de 29 de mayo, obedeció al propósito de eliminar dichas diferencias. No obstante, dada la necesidad de financiar un abultado déficit público, se excluyó de esta norma general a los pagarés del Tesoro. Ello provocó, en los meses posteriores a su entrada en vigor, importantes trasvases de fondos hacia estos instrumentos.

Entre los activos financieros que se vieron afectados en mayor medida destacan los pagarés bancarios. Entre junio de 1985 y julio de 1986 su saldo descendió en unos 3.700 mm. Estos fondos se dirigieron, en su mayor parte, a pagarés del Tesoro, cuyo saldo en manos del público aumentó en 2.700 mm en el mismo período. La colocación en este instrumento resultaba especialmente atractiva para los inversores interesados en continuar eludiendo sus obligaciones tributarias, pero también para aquellos otros que no tenían este propósito, ya que los pagarés del Tesoro continuaron ofreciendo, durante algunos meses, rentabilidades próximas a las del mercado. Otra parte de los recursos provenientes del mercado de pagarés bancarios se materializó en depósitos a plazo ordinarios (véase gráfico 1).

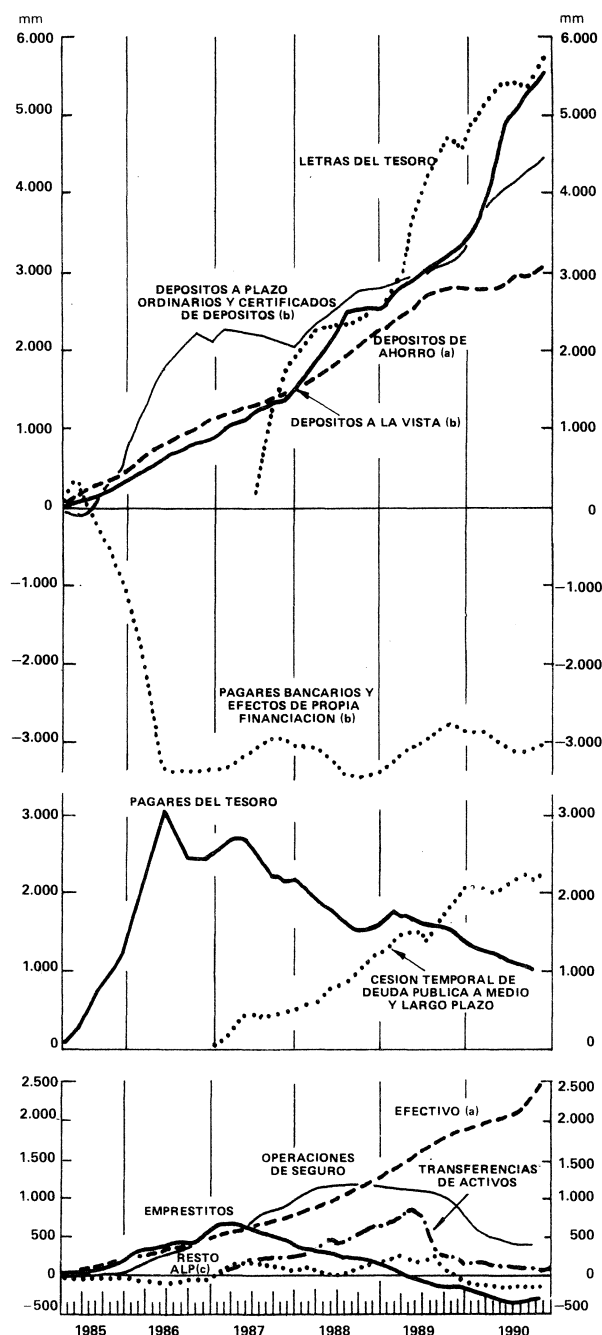
Estos trasvases no afectaron al contenido informativo de los ALP, puesto que modificaron la composición interna del agregado pero no su demanda global. Sin embargo, dificultaron el control monetario, al tratarse de desplazamientos entre activos sujetos al coeficiente de caja (pagarés bancarios y depósitos a plazo) y otros que no lo estaban (pagarés del Tesoro). No obstante, hay que señalar que la mayor atención que las autoridades monetarias comenzaron a prestar, en el corto plazo, a los tipos de

(1) Una exposición detallada de estos cambios puede encontrarse en Ariztegui, J. y Pérez, J. (1984), en Banco de España (1984) y en Sanz, B. (1988).

(2) Una explicación detallada de estas diferencias fiscales y sus repercusiones puede encontrarse en Sanz, B. (1988), págs. 33 y 34.

1. Activos líquidos en manos del público (ALP) Componentes

Variaciones acumuladas desde marzo de 1985



Fuente: Banco de España.

(a) Series desestacionalizadas.

(b) La suma de ambos representa el total de depósitos a plazo.

(c) Comprende cesiones y participaciones de activos privados, letras endosadas y avales prestados a pagarés de empresa y depósitos en el Banco de España.

interés frente a las variables de cantidades redujo las distorsiones que podrían haber provocado dichas dificultades de control en los mercados monetarios.

La prima fiscal implícita en los pagarés del Tesoro llevó a las autoridades monetarias a recortar sus tipos de interés de emisión en unos 6,5 puntos desde mediados de 1985 hasta abril de 1988, alejándolos cada vez más de los tipos negociados en el resto de mercados monetarios. Ello fomentó la expansión o la creación de un conjunto de activos financieros promovidos por diversos agentes.

Atendiendo al principal atractivo que suponían para el público que los demandaba, estos activos pueden dividirse en dos grandes grupos: los nuevos instrumentos de deuda pública a corto plazo, cuyo interés para el inversor se basaba en ser activos públicos con rentabilidades de mercado, y aquellos otros en los que la posibilidad de ocultación fiscal que ofrecían era la razón principal para ser demandados. Al primer grupo pertenecen las letras del Tesoro y las cesiones temporales de deuda a medio y largo plazo y, al segundo, las operaciones de seguro de prima única, las transferencias de activos privados y los pagarés forales.

3. LOS NUEVOS INSTRUMENTOS DE DEUDA PÚBLICA A CORTO PLAZO

El descenso de los tipos de interés de los pagarés del Tesoro provocó una caída de su saldo en las carteras del sector privado no financiero que, entre 1986 y 1987, fue cercana a los 2 billones de pesetas.

Como fórmulas más ortodoxas para financiar el déficit público en 1987 se crearon las letras del Tesoro y se regularon las operaciones de cesión temporal de deuda pública a medio y largo plazo. Ambos instrumentos, fiscalmente transparentes, registraron un notable auge como destinatarios del ahorro del sector privado. La letra del Tesoro, gracias a la elevada prima de introducción en el mercado con la que nació, atrajo unos recursos financieros cercanos a los 2 billones de pesetas en los siete meses siguientes a su aparición. Las cesiones temporales de deuda a medio y largo plazo registraron también una expansión notable, aunque menos rápida, y contribuyeron a potenciar el mercado primario de estos instrumentos.

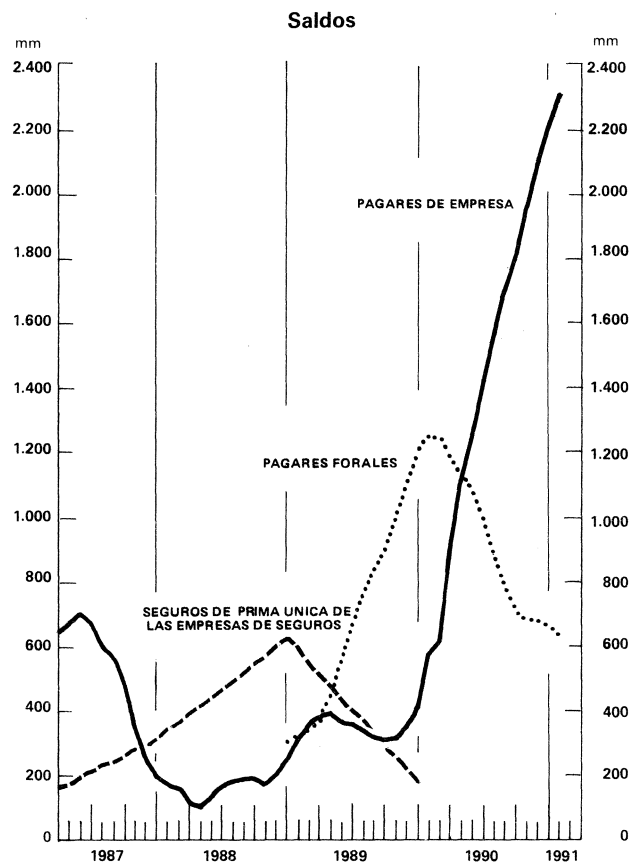
Las letras del Tesoro y las cesiones temporales de deuda recogieron, además de las desinversiones en pagarés del Tesoro, recursos procedentes de otros activos sin prima fiscal e incluidos, al igual que ellas, en ALP, como los empréstitos y los depósitos a plazo

ordinarios, y, sobre todo, de instrumentos no pertenecientes a este agregado. Entre estos últimos destacan los pagarés de empresa –cuyo saldo cayó entre julio de 1987 y noviembre de 1988, en 470 mm (véase gráfico 2)– y los valores privados de renta fija y variable, que se vieron afectados por la pérdida de las ventajas fiscales que tenían y por la caída de las cotizaciones.

4. LOS NUEVOS ACTIVOS CON POSIBILIDADES DE OCULTACION FISCAL

De forma paralela a la expansión de las letras del Tesoro y las cesiones de deuda, aquella parte del público que optó por continuar manteniendo el anonimato fiscal de sus rentas y patrimonios buscó colocaciones alternativas en instrumentos que comenzaron a brindarles las entidades bancarias, las empresas de seguro y las Diputaciones Forales, por medio de las operaciones de seguro de prima única,

2. Activos líquidos en manos del público no incluidos en ALP



Fuentes: Banco de España, Dirección General de Seguros y Haciendas Forales.

las transferencias de activos y los pagarés forales. Estos activos combinaban la posibilidad de ocultación fiscal, derivada de que no existía obligación de practicar retenciones sobre sus rendimientos, con una rentabilidad superior a la de los pagarés del Tesoro.

4.1. Las operaciones de seguro «de prima única»

Dentro de los seguros de vida, los denominados «de prima única» son seguros diferidos en los que el asegurado entrega un capital de una sola vez en el momento de realizar el contrato y recibe, a la finalización del mismo, un beneficio, en forma de capital o de renta a lo largo de un tiempo, siempre que el beneficiario del seguro permanezca vivo.

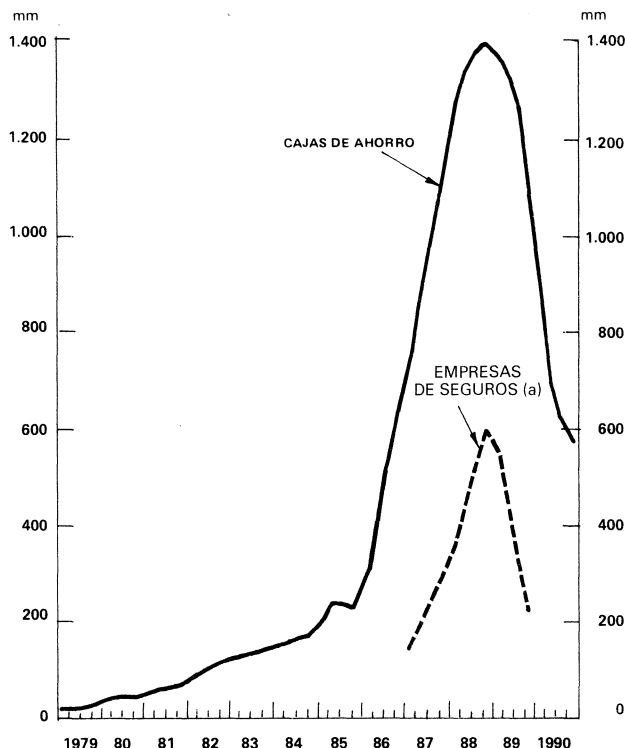
Este tipo de seguro puede asemejarse, por tanto, a un depósito bancario a plazo, con ventajas frente a los depósitos tradicionales, como la de no estar sujetos a coeficiente de caja, no soportar retención a cuenta del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) y desgravar un determinado porcentaje de sus rendimientos recibidos al realizar la declaración anual de este impuesto.

A lo largo de la década de los ochenta estas operaciones fueron realizadas tanto por las empresas de seguro como por un grupo reducido de cajas de ahorro. Los datos relativos a las operaciones de seguro de las cajas de ahorro se obtienen con una periodicidad mensual. Sin embargo, los relativos a las empresas de seguro tienen una periodicidad anual y sólo están disponibles desde diciembre de 1986. La información obtenida en ambos casos se muestra en el gráfico 3.

En la trayectoria de la serie relativa a las cajas de ahorro puede observarse un avance espectacular, entre 1986 y 1988, período en el que el saldo se multiplicó por siete. Las operaciones realizadas por las empresas de seguro conocieron, también, en ese período, un notable crecimiento. El principal motivo que explica esta expansión es la ocultación fiscal, ya que, dentro de estos seguros, los de plazo diferido a cinco o más años fueron los que captaron un mayor volumen de fondos, por ser éste el plazo mínimo admitido por las leyes vigentes para la prescripción de los delitos fiscales.

A finales de 1988 comenzó el declive del saldo de estas operaciones, al iniciar el Ministerio de Economía y Hacienda una serie de acciones dirigidas a obtener información de las entidades emisoras acerca de los titulares de estos activos, con el fin de investigar el posible delito fiscal en el que podían

3. Operaciones de seguro



Fuentes: Banco de España y Dirección General de Seguros.
(a) Sólo incluye las operaciones de prima única.

haber incurrido. Posteriormente, el Real Decreto 1203/1989, de 6 de octubre, introdujo una mayor transparencia fiscal para estas operaciones.

A la hora de valorar las repercusiones que este proceso pudo ejercer sobre los ALP, la distinción de la entidad emisora es de suma importancia, ya que las operaciones de seguro realizadas por las cajas de ahorro figuran, en su totalidad, incluidas en dicho agregado, mientras que las contratadas por las empresas de seguro no lo están.

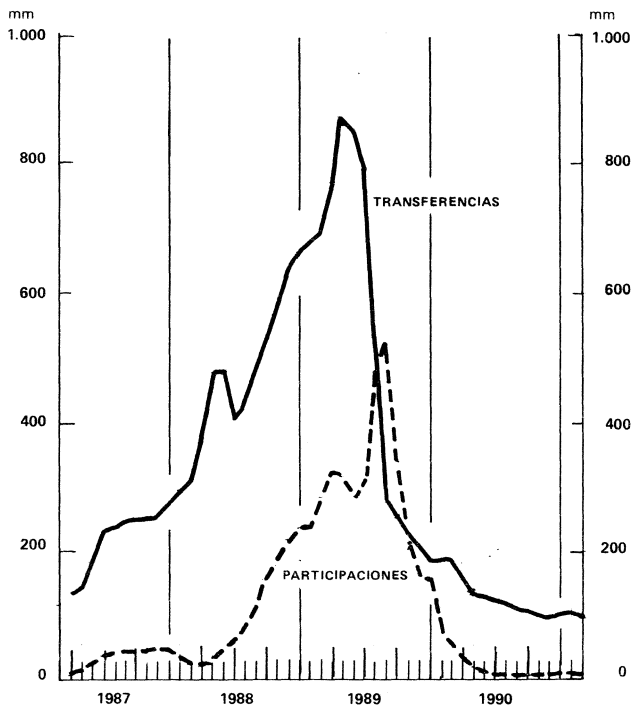
Según esto, en la fase de auge de las operaciones de seguro, que se desarrolló entre el comienzo de 1986 y noviembre de 1988, los principales trasvases ocurrieron entre componentes de ALP. El incremento del saldo de las operaciones de seguro de las cajas de ahorro (1.180 mm) provino, probablemente, de los pagarés del Tesoro, cuyo saldo registró una caída de 1.270 mm entre agosto de 1986 y noviembre de 1988. Se registraron también desplazamientos hacia activos fuera del agregado, ya que los seguros de prima única de las empresas de seguro registraron un crecimiento, entre 1987 y 1988, de unos 500 mm.

En la fase de declive, que se extiende desde finales de 1988 hasta 1991, los fondos provenientes de las operaciones de seguro no renovadas siguieron caminos muy diversos. Así, por un lado, pudieron materializarse en transferencias de activos o pagarés forales que, hasta mayo de 1989 y hasta marzo de 1990, respectivamente, registraron aún una fuerte expansión. Sin embargo, las trabas que en torno a estos activos fueron estableciendo las autoridades determinaron que, desde esta última fecha, los fondos desinvertidos en operaciones de seguro tendieran a materializarse en activos pertenecientes a ALP: letras del Tesoro y depósitos a la vista de alta remuneración, para el público que decidió aflorar las rentas y patrimonios ocultos o transitoriamente, en saldos en efectivo si se optaba por mantener el anonimato fiscal.

4.2. Las transferencias de activos privados

Una operación de transferencia de activos permite movilizar un activo bancario mediante su venta íntegra. Ello provoca en el activo del balance bancario la desaparición del instrumento transferido, al tiempo que en el pasivo no queda reflejada la captación de recursos ajenos que dicha venta conlleva.

4. Transferencias y participaciones de activos privados



Fuente: Banco de España.

Cuando la venta del activo no es íntegra, es decir, cuando la entidad bancaria se reserva sobre el activo cedido algún derecho o aparece vinculada a él por algún riesgo, no debe producirse la baja del activo en el balance, reflejándose los fondos captados en la operación en una cuenta patrimonial de pasivo denominada «participaciones de activos».

Ambas operaciones desempeñan, pues, cometidos similares, en cuanto a la movilización de inversiones y a la captación de recursos de las entidades bancarias. Sin embargo, las transferencias de activos estaban exentas del coeficiente de caja y no se practicaba retención a cuenta del IRPF por sus rendimientos, lo que posibilitaba su ocultación fiscal, mientras que, por el contrario, las participaciones estaban sujetas a dicho coeficiente y soportaban retención. Estas ventajas y una interpretación muy laxa por parte de las instituciones bancarias de las normas reguladoras de ambos tipos de operaciones indujeron a muchas entidades a contabilizar como transferencias transacciones que, en realidad, eran participaciones. La desaparición del balance bancario de las transferencias reducía el coste derivado del coeficiente de recursos propios de las entidades. Todo ello impulsó notablemente al alza los saldos de transferencia de activos, instrumentos que, al contrario que las participaciones, no estaban incluidos en ALP.

Una regulación más precisa de la normativa sobre estos instrumentos y la obligatoriedad de practicar retenciones a cuenta del IRPF, por sus rendimientos desde mediados de 1989, hicieron caer sus saldos rápidamente (véase gráfico 4). Tras alcanzar un máximo de 875 mm en abril de 1989, el volumen de transferencias de activos se encuentra estabilizado, en la actualidad, en torno a los 100 mm.

Para evitar las distorsiones que acompañaban a estos fuertes desplazamientos en 1989 se decidió incorporar las transferencias de activos tanto en ALP como en la definición del crédito interno (1).

4.3. Los pagarés forales

En el transcurso de 1986, las Diputaciones Forales comenzaron a emitir instrumentos a corto plazo que denominaron «pagarés forales». Estos activos tuvieron como destino, prácticamente exclusivo, las carteras del público ante el atractivo fiscal que ofrecían, derivado del anonimato en que quedaban los fondos invertidos. A ello añadían, además, el ali-

(1) Para mayor detalle sobre esta materia puede consultarse Banco de España (1989).

ciente de unos tipos de interés superiores a los de los pagarés del Tesoro.

Las Diputaciones Forales y las entidades bancarias obtenían ventajas sustanciales por la emisión de pagarés forales. Las primeras pagaban a los inversores un tipo de interés más alto que el ofrecido por los pagarés del Tesoro, pero muy inferior al de los créditos bancarios o al del endeudamiento en los mercados de valores. De hecho, las Diputaciones Forales colocaron volúmenes muy superiores a sus necesidades de financiación y obtuvieron una rentabilidad neta positiva, que resultaba del diferencial entre el tipo al que colocaban los pagarés y el de los depósitos que constituían en las instituciones bancarias con el producto de dichas colocaciones. Las entidades bancarias, por su parte, estaban a su vez dispuestas a ofrecer una remuneración atractiva por los depósitos obtenidos de las Diputaciones Forales, puesto que siempre sería menor que los tipos negociados en el mercado interbancario.

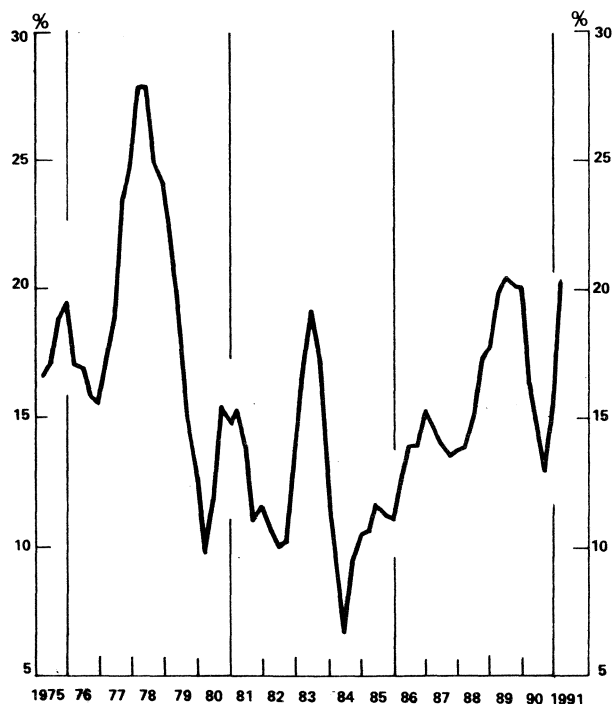
El gráfico 2 recoge el saldo de pagarés forales desde diciembre de 1988, fecha a partir de la cual ha sido posible estimar su volumen en circulación. En él puede observarse el acelerado crecimiento registrado a la largo de 1989 y hasta el primer trimestre de 1990, período en el que otros activos fiscalmente opacos, como los seguros de prima única y las transferencias de activos, experimentaron caídas notables en sus saldos vivos. Desde abril de 1990, los pagarés forales inician un acusado declive, como consecuencia de un acuerdo alcanzado entre la Hacienda central y la Hacienda vasca para limitar su saldo vivo. Es muy probable que las desinversiones de este período hayan retornado en parte a ALP.

5. LAS IMPLICACIONES FISCALES DEL EFECTIVO EN MANOS DEL PÚBLICO

En el transcurso de los quince últimos años, el efectivo en manos del público ha evolucionado dentro de una trayectoria un tanto irregular. Algunas de las oscilaciones de los últimos años 70 y primeros 80 se asocian a períodos de inestabilidad política y a la reforma fiscal de 1978 (1) (véase gráfico 5).

Al mismo tiempo, como puede observarse, la tasa de variación de esta serie muestra cambios de nivel importantes. Así, después de una tasa media en torno al 20 % entre 1975 y 1979, ésta desciende hasta un valor alrededor del 11 % entre 1980 y 1985, para iniciar, a partir de 1986, una nueva tendencia al

5. Efectivo en manos del público
Tasa interanual sobre la serie desestacionalizada



Fuente: Banco de España.

aumento de su ritmo de expansión, que se prolonga, con alguna irregularidad, hasta 1991. La primera fase de reducción del crecimiento del efectivo parece coherente con la evolución de las preferencias del público, en una economía cada vez más desarrollada, que facilita el pago de las transacciones por procedimientos alternativos y en un contexto de acusada innovación financiera, en la que ha surgido una gran variedad de activos a corto plazo dotados de elevada liquidez y rentabilidad. Sin embargo, la tendencia creciente iniciada en 1986 rompe la coherencia de esta explicación. Aunque en parte pueda deberse al fuerte crecimiento del volumen de la remuneración de los asalariados en ese período, esta nueva fase expansiva aparece asociada a motivos fiscales de diversa naturaleza. Por un lado, puede estar relacionada con la introducción del IVA en 1986. La mayor capacidad de control fiscal de este impuesto en las transacciones comerciales pudo inclinar a los agentes económicos a incrementar el uso del efectivo, para evitar dejar constancia de las transacciones realizadas. Paralelamente, conforme se ha ido reduciendo la gama de activos financieros con ventajas fiscales, el efectivo ha podido empezar a desempeñar una función de depósito de valor transitorio, mientras el inversor decide una colocación más per-

(1) Un análisis más amplio sobre el efectivo puede encontrarse en Quirós, G. (1990).

manente, dentro o fuera del mercado español, de sus rentas o patrimonios no declarados al fisco.

En ausencia de estimaciones suficientemente robustas de funciones de demanda de efectivo, es difícil cuantificar la parte del crecimiento de este activo que ha podido deberse a razones de ocultación fiscal en los últimos años. No obstante, una cierta presencia de este motivo en la expansión de demanda de efectivo en el último período parece muy verosímil.

6. LOS PAGARES DE EMPRESA

Los pagarés de empresa ocuparon un lugar destacado en las carteras del sector privado entre 1986 y 1987 como activo de transición desde las inversiones en pagarés del Tesoro a las letras del Tesoro. Su saldo cayó vertiginosamente al comenzar a emitirse este último activo y permaneció en niveles relativamente modestos en los dos años siguientes. Sin embargo, su expansión en 1990, asociada con los topes impuestos por las autoridades monetarias al crecimiento del crédito bancario al sector privado, ha constituido la perturbación financiera reciente que más ha incidido sobre los ALP.

Desde junio de 1989, fecha de entrada en vigor de las medidas restrictivas del crédito, hasta el final de dicho año, el mercado de pagarés de empresa permaneció prácticamente estancado, con un crecimiento de tan sólo 62 mm. Sin embargo, durante 1990 su expansión alcanzó una cifra cercana a los 1.800 mm, equivalente a unos 150 mm por mes. En el proceso de colocación, las instituciones bancarias, principalmente la banca privada, desempeñaron un importante papel intermediador, poniendo en relación a vendedores y compradores, aunque sin recoger esta actividad en sus balances.

La mayor parte de los pagarés de empresa emitidos en este período fue adquirida por el sector privado no financiero, reemplazando en su cartera a componentes de ALP, como cesiones temporales y participaciones de activos privados, empréstitos, transferencias de activos y operaciones de seguro, mermando sustancialmente el contenido informativo de los ALP. En cierta medida, los pagarés de empresa sustituyeron, también, a otros activos que no integran el agregado objetivo, como operaciones de seguro realizadas por las empresas de seguro y pagarés forales.

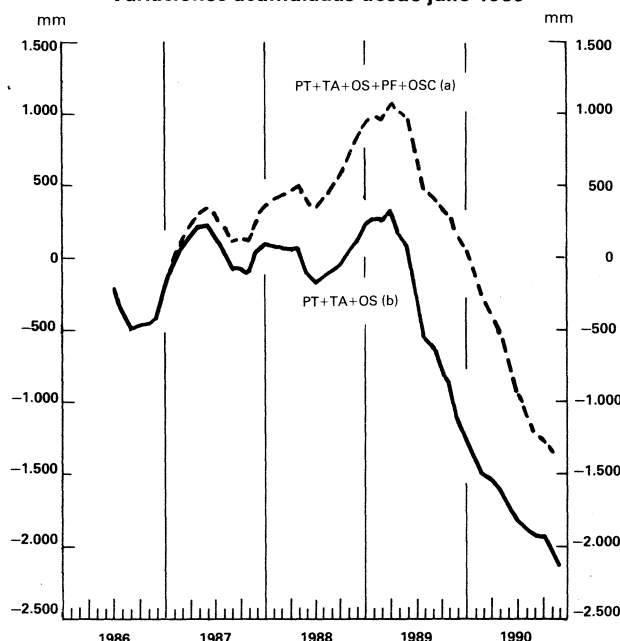
7. VALORACION GLOBAL DE LAS PERTURBACIONES FINANCIERAS EN LOS ALP

Los epígrafes anteriores han puesto de manifiesto las bruscas alteraciones que a lo largo de los cinco últimos años ha registrado la composición de la cartera de activos financieros del público, habiendo tenido, la mayoría de ellas, una motivación eminentemente fiscal. Como consecuencia de ello, la evolución de los ALP se ha visto alterada y, en la medida en la que ha sido difícil conocer la verdadera naturaleza y cuantía de las perturbaciones en el mismo momento en que estaban produciéndose, su interpretación se ha visto obstaculizada.

Sin embargo, al tratarse ALP de una magnitud amplia, muchos de los trasvases de cartera del público han podido quedar internalizados dentro de ella misma, manteniéndose bastante estable, por tanto, su demanda global, aunque se hayan producido modificaciones muy importantes en su composición.

Puesto que la mayoría de las perturbaciones están asociadas a causas fiscales, tiene interés tratar de precisar en qué medida éstas se han limitado a

6. Activos financieros con ventajitas fiscales Variaciones acumuladas desde julio 1986



PT: PAGARES DEL TESORO PF: PAGARES FORALES
TA: TRANSFERENCIAS DE ACTIVOS PRIVADOS OSC: OPERACIONES DE SEGURO DE LAS EMPRESAS DE SEGUROS
OS: OPERACIONES DE SEGURO DE LAS CAJAS DE AHORRO

Fuentes: Banco de España, Dirección General de Seguros y Haciendas Forales.

(a) Activos incluidos y excluidos de ALP.
(b) Activos incluidos en ALP.

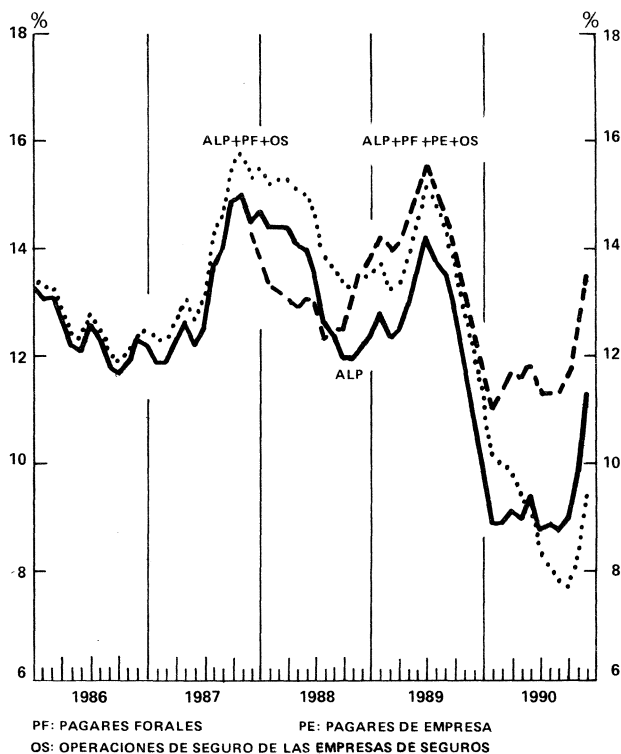
meros trasvases entre componentes de ALP que ofrecían ventajas tributarias y en qué proporción han provocado entradas o salidas netas de fondos de este agregado hacia otros activos con ventajas semejantes. Para ello, se han tomado de forma conjunta, las variaciones registradas en los saldos de los activos financieros cuya demanda ha tenido fuertes determinantes de orden fiscal, como los pagarés del Tesoro desde mediados de 1986, las operaciones de seguro, las transferencias de activos privados y los pagarés forales. En el gráfico 6 se recogen, en la línea discontinua, todos estos instrumentos, y en la línea continua, los que forman parte de ALP.

Por su parte, los gráficos 7 y 8 reflejan, respectivamente, la evolución de ALP ampliada con los principales instrumentos a corto plazo no incluidos en el mismo y la de distintos agregados más reducidos.

Considerando para todo el período estudiado la totalidad de las perturbaciones, pueden extraerse las siguientes conclusiones (con ayuda de los citados gráficos 6, 7 y 8):

7. ALP y agregados amplios

Tasas interanuales sobre la serie desestacionalizada



Fuente: Banco de España, Dirección General de Seguros y Haciendas Forales.

8. Agregados monetarios diversos

Tasas interanual sobre series originales



Fuente: Banco de España.

- Pese a las oscilaciones tan bruscas de los saldos de los activos que, en algún momento, han posibilitado la ocultación fiscal dentro de ALP (véanse los gráficos 1, 3 y 4), éstas se moderan sustancialmente al realizar su agregación (véase gráfico 6). No obstante, en la segunda mitad de 1987 y, sobre todo, entre 1988 y el primer trimestre de 1989, parece haberse producido una salida neta de fondos, buscando la ocultación fiscal, desde ALP hacia operaciones de seguros de las empresas aseguradoras y pagarés forales. Este trasvase de recursos financieros, hacia fuera de ALP, ha podido sesgar a la baja el crecimiento de este agregado en cerca de 1 punto en 1987, alrededor de 1,5 puntos en 1988, y 1,2 puntos en 1989. En 1990, suponiendo que las desinversiones de pagarés forales hayan retornado a ALP, el sesgo sobre este agregado podría haber sido de casi 2 puntos al alza. En estas valoraciones no se considera el aumento del efectivo que puede deberse a motivos de evasión de impuestos.
- Las principales alteraciones de ALP no se han debido, sin embargo, a causas fiscales, sino que han estado asociadas a la expansión de las letras del Tesoro, en 1987, y de los pagarés de em-

presa, en 1990, que provocaron un sesgo al alza en el crecimiento de los ALP en el primero de estos años y un sesgo a la baja en el segundo. En 1987, los fondos desplazados hacia letras y, por tanto, hacia ALP, provinieron, en parte, del mercado de pagarés de empresa y de las bolsas de valores. Como consecuencia de ello, la sobrevaloración que pudo haber registrado este agregado se calcula próxima a 2 puntos (un punto correspondiente a la afluencia desde pagarés de empresa y otro punto adicional proveniente de los fondos desplazados desde las bolsas de valores). Las letras atraieron, también, fondos de otros mercados o de la propia generación de rentas en un período de auge notable en la actividad económica, sin que pueda precisarse su cuantía.

En 1990, por el contrario, se ha registrado una salida importante de fondos desde ALP hacia pagarés de empresa, equivalente a 4,3 puntos de la tasa de expansión anual de este agregado. Sin embargo, hay que tener en cuenta que, paralelamente, se ha producido un retorno hacia ALP desde pagarés forales, que habrían impulsado la expansión de ALP en unos 2 puntos. Considerando conjuntamente ambos trasvases, los ALP pueden haber subvalorado el crecimiento de la liquidez en dicho año en torno a 2,3 puntos.

- Pese a todas las perturbaciones que a lo largo de los seis últimos años han repercutido sobre ALP, la evolución de este agregado muestra, por lo general, un comportamiento más estable que los agregados más reducidos. En efecto, tal como se desprende del gráfico 8, el agregado M3 se comportó de forma muy inestable entre 1985 y 1986 a consecuencia del trasvase entre pagarés bancarios y pagarés del Tesoro. Lo mismo ocurrió con M2 y, sobre todo, con M1 en 1988 y 1990. En el primero de estos años, los depósitos a la vista captaron un importante volumen de recursos que se asocia al doble efecto de la liberalización de sus tipos de interés desde 1987 y a la caída de la rentabilidad que experimentaron las letras del Tesoro. En 1990, el fenómeno expansivo registrado se explica, primordialmente, por el crecimiento de los depósitos de alta remuneración.

20-III-1991.

BIBLIOGRAFIA

- ARIZTEGUI, J. y PEREZ, J. (1984): «Recent Developments in the Implementation of Monetary Policy», Servicio de Estudios del Banco de España, Documento de Trabajo 8411.
- BANCO DE ESPAÑA (1984): «Cambios recientes en la instrumentación de la política monetaria», en *Boletín Económico*, febrero.
- BANCO DE ESPAÑA (1989): «Las series de ALP y del crédito interno a familias y empresas, ampliadas con transferencias de activos», en *Boletín Económico*, septiembre.
- QUIROS, G. (1990): «La evolución del efectivo en manos del público», en *Papeles de Economía Española*, n.º 43.
- SANZ, B. (1988): «Los agregados monetarios en España y su calidad como objetivos intermedios», en *Boletín Económico*, Banco de España, diciembre.



Los mercados derivados sobre deuda pública en España: marco institucional y funcionamiento

Este artículo ha sido elaborado por Soledad Núñez de la Oficina de Operaciones (1).

1. INTRODUCCION

Al inicio de los años setenta, los tipos de interés comenzaron a experimentar una alta variabilidad en los mercados internacionales y esta circunstancia trajo aparejados cambios recurrentes en el valor de los activos financieros y un mayor «riesgo de tipo de interés». La respuesta de los mercados ante el aumento del riesgo fue el desarrollo de instrumentos financieros de cobertura. Entre estos cabe citar los mercados a plazo y los de futuros y opciones, llamados todos ellos «mercados derivados».

La aparición de los «mercados derivados» en España se produce en diciembre de 1988, fecha en la que se autorizaron las operaciones a plazo entre titulares de cuenta de deuda pública, y rápidamente se inició la actividad de dos tramos del mercado: el mercado entre negociantes de deuda a través de la red de Mediadores de Deuda Anotada (*mercado a plazo ciego*) y el mercado entre titulares de cuenta (*mercado a plazo entre titulares*). Posteriormente, en marzo de 1989, una Resolución del Tesoro autorizó la creación de mercados organizados de *futuros y opciones* sobre deuda del Estado. Al amparo de dicha Resolución, se crearon las sociedades OMib (Options Market Iberica) y MEFFSA (Mercado de Futuros Financieros, S.A.) (2).

El presente artículo describe el marco institucional, estructura y funcionamiento de los mercados derivados sobre deuda pública que en la actualidad funcionan en España.

2. CONCEPTOS BASICOS

En su definición más general, un *mercado derivado* es aquel en el que se negocian *contratos* de compraventa –o derechos a la misma– de un activo financiero, que deberá ser entregado en una fecha futura y a un precio fijado en el momento de formalización de la operación. El instrumento objeto de contrato recibe el nombre de *activo subyacente*. Los ejemplos de subyacentes son numerosos: acciones, bonos, depósitos, divisas, etc., así como los tipos de contrato: a plazo, futuros, opciones, swaps, frás, etc.

Un contrato *a plazo* es una transacción en la que dos partes acuerdan la compraventa en una fecha fu-

(1) Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo 9109, del Banco de España.

(2) La entidad OMib próximamente pasará a llamarse MOFEX (Mercado de Opciones Financiera Español).

tura de un activo financiero a un precio fijado en el momento de formalización de la operación. Los términos del contrato: subyacente, cuantía, fecha de ejecución, forma de liquidación y precio, se cierran bilateralmente entre las partes en mercados no centralizados.

Un contrato de *futuro* es idéntico a uno de *plazo*, si bien sus términos están normalizados, a excepción del precio, que se negocia entre comprador y vendedor en mercados centralizados y organizados. Una vez cerrado el precio, el contrato es controlado y liquidado por una Cámara de Compensación que se constituye en la parte contraria de cada uno de los contratantes. La Cámara, además, exige a cada una de las partes el pago de un margen, o depósito de garantía, que se ajusta diariamente a tenor de la cotización de los contratos.

Una *opción* es un contrato que otorga al comprador el derecho, pero no la obligación, a la compra (*opción de compra o call*) o venta (*opción de venta o put*) del activo subyacente a un precio fijado (*precio de ejercicio*). Si el derecho puede ejercitarse en cualquier fecha antes del vencimiento, la opción se denomina *americana*; si sólo puede ejercitarse en la fecha de vencimiento, la opción es *europea*. Por la compra del derecho se paga una *prima* en el momento de la negociación. Las opciones se pueden contratar en mercados descentralizados (*opciones a medida*) o centralizados y organizados (*opciones*), siendo las diferencias entre ambas similares a las descritas entre los contratos a plazo y futuros.

Un *futuro* y una *opción* se diferencian de un contrato a *plazo* y de una *opción a medida*, respectivamente, en que en los primeros los términos del contrato están normalizados y se interpone entre comprador y vendedor una Cámara de Compensación que, además, exige un depósito en garantía actualizado diariamente. Las implicaciones de estas diferencias son importantes: Primero, en los mercados de futuros y opciones es más fácil deshacer posiciones con anterioridad al vencimiento: basta con tomar la posición contraria. Segundo, dichos mercados suelen ser más líquidos, al especializarse en la negociación de unos pocos contratos. Tercero, suelen comportar un menor riesgo de crédito. Ello no quiere decir que los futuros y opciones sean sistemáticamente superiores, y prueba de ello es que los mercados a plazo y opciones a medida siguen existiendo.

En los mercados derivados hay tres tipos de participantes, desempeñando cada uno de ellos un importante papel. Primero, aquellos que buscan cober-

tura, que hacen posible el mercado (1). Segundo, los especuladores, que buscan un beneficio y dan profundidad y liquidez abaratando dichos mercados. Tercero, los arbitrajistas que mantienen el equilibrio entre los precios de los distintos mercados permitiendo, de esta forma, que los mercados derivados cumplan una de sus funciones más importantes: la de servir de estrategia frente al riesgo.

3. MARCO INSTITUCIONAL

Los mercados derivados surgieron en España a partir de diciembre de 1988, fecha en la que entró en vigor la circular del Banco de España 12/1988, que autorizó las operaciones a plazo sobre deuda anotada entre titulares de cuenta, siempre que actuaran por cuenta propia. A raíz de la entrada en vigor de dicha circular se desarrollaron dos mercados: el mercado a plazo entre titulares y el mercado a plazo ciego. Posteriormente, en marzo de 1989, una Resolución del Tesoro autorizó la creación de mercados organizados de futuros y opciones sobre deuda pública con objeto de ofrecer a los participantes, no titulares de cuenta, instrumentos de cobertura (2). Al amparo de la citada Resolución, OMIB y MEFFSA han creado mercados de opciones y futuros, respectivamente. Un resumen del marco institucional de cada uno de estos mercados aparece en el cuadro 1.

3.1. El mercado a plazo entre titulares

En el mercado a *plazo entre titulares* ni el importe ni el vencimiento de los contratos están normalizados. El activo subyacente puede ser cualquier valor de deuda pública anotada y los participantes en el mismo han de ser titulares de cuenta que actúen por cuenta propia.

Si un participante en este mercado desea deshacer una posición con anterioridad al vencimiento, puede escoger una de las siguientes vías: acordar con la contrapartida una liquidación anticipada por diferencias, o tomar la posición contraria, en cuyo caso persistirá un riesgo de contrapartida hasta el vencimiento.

Por tanto, institucionalmente el mercado a plazo entre titulares presenta las características de los mer-

(1) Es importante señalar que, si bien los mercados derivados ofrecen la posibilidad de reducir el riesgo, no son mercados exentos del mismo, ya que, la evolución de precios en dichos mercados determinará que unos participantes ganen y otros pierdan.

(2) En otoño de 1990 dichas entidades iniciaron la negociación de opciones y futuros sobre el MIBOR, al amparo del artículo 77 de la Ley del Mercado de Valores, modificado en la Ley de Presupuestos Generales de 1990.

1. Características de los mercados derivados de deuda pública en España

Mercado	Plazo entre titulares	Plazo ciego	Futuros MEFFSA	Opciones OMlb
Tipo de mercado	Organizado, descentralizado, telefónico	Organizado, centralizado, electrónico	Organizado, centralizado, electrónico	Organizado, centralizado, electrónico y telefónico
Tipo de contrato	Plazo	Plazo	Futuro	Opciones de compra y venta
Activo subyacente	Cualquier emisión de deuda anotada	Cualquier emisión de las admitidas por las asociaciones de MEDAS y NEGOCIANTES	Bono Nacional a tres años con cupón 10 %	Bono Nacional a tres años
Fecha de vencimiento	Cualquiera que sea posterior a 5 días hábiles al de negociación	<ul style="list-style-type: none"> Los dos meses siguientes de los del ciclo: «marzo, junio, septiembre, diciembre» Los dos meses siguientes (incluido el mes en curso) distintos a los del ciclo aludido Día vencimiento: tercer miércoles del mes de vencimiento	Los meses del ciclo: «marzo, junio, septiembre, diciembre» Día vencimiento: tercer miércoles del mes de vencimiento	Los dos meses siguientes de los del ciclo: «marzo, junio, septiembre, diciembre» Día vencimiento: tercer miércoles del mes de vencimiento
Otros términos del contrato	—	—	—	Precio de ejercicio
Partes contratantes	Comprador y vendedor originales	Comprador y vendedor originales	Comprador original y MEFFSA Vendedor original y MEFFSA	Comprador original y OMlb Vendedor original y OMlb
Forma de cotización	% del nominal con dos decimales	% del nominal con dos decimales	% del nominal con dos decimales	Prima en puntos básicos
Depósito en garantía	No	No	Mínimo del 4 % nominal del contrato	Igual al riesgo estimado de la posición calculado diariamente
Liquidación diaria de pérdidas y ganancias	No	Sí	Sí	El dpo. en garantía es equivalente (respecto a la prima)
Formas de deshacer una posición	<ul style="list-style-type: none"> Liquidación anticipada por diferencias. Requiere comunicación al STMD Toma de la posición contraria: <ul style="list-style-type: none"> Persiste el riesgo de contrapartida La liquidación no se efectúa hasta el día del vencimiento 	<ul style="list-style-type: none"> Toma de la posición contraria. Persiste el riesgo de contrapartida. La liquidación no se efectúa hasta la fecha del vencimiento 	<ul style="list-style-type: none"> Toma de la posición contraria Desaparece toda obligación, derecho y riesgo 	<ul style="list-style-type: none"> Toma de la posición contraria Desaparece toda obligación, derecho y riesgo
Formas de liquidación al vencimiento	Por diferencias o por entrega	Por diferencias o por entrega. Hay que comunicar la forma en el momento de negociación	Por entrega de alguno de los valores entregables admitidos por MEFFSA. Elección del vendedor	— Si se ejerce, por entrega de alguno de los valores entregables admitidos por OMlb. Elección del vendedor del bono
Precio de liquidación del valor entregado al vencimiento	El pactado	El de cierre última sesión	El de cierre última sesión por el factor de conversión	El de ejercicio por el factor de conversión
Participantes	Titulares de cuenta	Negociantes de deuda	Cualquiera a través de miembro	Cualquiera a través de miembro

cados a plazo definidos en el epígrafe 2, si bien la negociación tiene lugar en un mercado organizado.

3.2. El mercado a plazo ciego

Al entrar en vigor la circular 12/1988, el segmento mayorista del mercado, es decir, los negociantes de deuda, manifestaron su deseo de poder llevar a cabo operaciones a plazo también a través de la red de negociantes de deuda (MEDAS) (1). Dada la naturaleza de dicho segmento del mercado, donde no se conoce la entidad de contrapartida, se acordó que se realizaran con una liquidación diaria de pérdidas y ganancias. La operativa a plazo en este «mercado ciego» presenta las siguientes características:

- El activo subyacente está formado por un conjunto limitado de emisiones de deuda (generalmente no más de tres). El importe mínimo por operación es de 100 millones de pesetas nominales.
- Se negocian cuatro vencimientos, dos de los cuales son los terceros miércoles de los dos meses más próximos del ciclo «marzo, junio, septiembre y diciembre».
- La negociación tiene lugar en un mercado electrónico y diariamente se procede a la liquidación de pérdidas y ganancias.
- La liquidación de los contratos al vencimiento puede hacerse por «entrega» del activo subyacente o por «diferencias». La forma de liquidación se decide en el momento de la negociación.
- La única vía posible de deshacer una posición antes del vencimiento es la toma de la posición contraria. Con ello, la posición neta será nula, pero persistirá un riesgo de contrapartida hasta el vencimiento, que será pequeño dado que los participantes son entidades de reconocida solvencia.

De esta forma, el mercado a plazo «ciego» presenta alguna de las características de los mercados de futuros. No obstante, existen dos diferencias fundamentales con éstos: que los participantes actúan siempre por cuenta propia y que no existe una Cámara que se configure como contrapartida.

(1) En el mercado secundario de deuda los negociantes pueden operar bien en el mercado entre titulares o bien en el organizado por los MEDAS. En este segundo segmento, conocido por «mercado ciego», las operaciones se realizan con anonimato de las partes.

3.3. El mercado de futuros de MEFFSA

En el mercado de futuros organizado por MEFFSA se negocian contratos normalizados en cuanto al activo subyacente, importe y fecha de vencimiento. Una vez cerrada la sesión, MEFFSA se constituye en la parte contraria de cada contrato y procede a su liquidación. Sólo los miembros del mercado pueden cotizar y compensar directamente, por tanto, cualquier otro participante ha de acudir a un miembro para que negocie la operación y la compense (1).

Actualmente en el mercado de futuros de MEFFSA se cruzan contratos con las siguientes características:

- El activo subyacente es un Bono Nacional a tres años, teóricamente emitido a la par el día del vencimiento y con un cupón del 10 %. El valor nominal de los contratos es de 10 millones.
- En cualquier sesión del mercado se cotizan contratos con cuatro vencimientos correspondientes al ciclo «marzo, junio, septiembre y diciembre».
- Se exige un depósito mínimo en garantía por contrato que se actualiza diariamente. Para ello, se calcula la diferencia entre el precio de liquidación del día y el de la sesión anterior, sumando dicho importe al depósito constituido. Si como consecuencia de esta operación el depósito baja de su mínimo, se exige la reposición de fondos hasta alcanzarlo.
- Para deshacer una posición antes del vencimiento basta con la toma de la posición contraria. Con ello desaparece toda obligación, derecho o riesgo sobre dicha posición.
- Al vencimiento de los contratos la liquidación se realiza obligatoriamente por entrega de alguno de los bonos que MEFFSA admite. La elección del bono concreto a entregar entre el conjunto de activos entregables corresponde al vendedor. La relación entre los bonos entregables y el Bono Nacional se establece por unos factores de conversión publicados por MEFFSA (2).

(1) Para los contratos sobre deuda pública los miembros han de ser titulares de cuenta en la Central de Anotaciones o Entidades Gestoras si realizan operaciones por cuenta de clientes.

(2) Dado que cada bono entregable tiene un factor de conversión, el precio de «futuro» de cada uno de ellos (precio del Bono Nacional por el factor de conversión) será diferente. Aquel bono cuyo precio de futuro resulte menor recibe el nombre de «entregable más barato».

3.4. El mercado de opciones sobre deuda pública de OMib

En el mercado de opciones sobre deuda del Estado organizado y gestionado por OMib se negocian contratos de *opciones de compra y venta* normalizados. Una vez negociado un contrato, OMib se convierte en contrapartida exigiendo un depósito en garantía por posición neta en su mercado.

Al igual que en MEFFSA, cualquier persona física o jurídica puede participar en el mercado, si bien, sólo los miembros pueden negociar directamente. El mercado OMib ofrece dos sistemas alternativos de acceso a la negociación: por teléfono o por vía electrónica.

Las opciones sobre deuda pública tienen las siguientes características:

- El activo subyacente es un Bono Ncional idéntico al de MEFFSA.
- Se cotizan opciones de compra y de venta europeas, con vencimiento los terceros miércoles de los dos meses más próximos del ciclo «marzo, junio, septiembre y diciembre».
- El depósito de garantía se actualiza diariamente y es igual al riesgo estimado de la cartera que el participante mantiene en opciones sobre deuda de OMib.
- Si el comprador de una opción decide ejercerla al vencimiento, la liquidación se hace obligatoriamente por entrega de alguno de los bonos que determina OMib (1). La elección del valor entre el conjunto de entregables corresponde al vendedor del bono. La relación entre cada bono entregable y el Bono Ncional se establece por unos factores de conversión que OMib hace públicos.
- Para deshacer una posición basta con tomar la contraria, con ello, desaparece todo derecho, obligación y riesgo.

4. ESTRUCTURA DE LOS MERCADOS A PLAZO EN ESPAÑA

Desde su aparición, los mercados derivados han experimentado un notable crecimiento. Así, mientras que en 1989 se negociaron 2.780 mm, en 1990 se han

(1) Hasta el presente, el conjunto de entregables coincide con los futuros de MEFFSA, así como los factores de conversión y, por tanto, el «entregable más barato».

alcanzado los 7.835 mm. El ritmo de crecimiento ha sido aún mayor en los dos primeros meses de 1991 en los que se cruzaron 2.934 mm.

Si se compara la negociación en los mercados derivados de deuda pública en España con la del resto de los mercados de deuda, se observa que es considerablemente menor que la de dobles y ligeramente superior a la del contado, si se consideran, dentro de los últimos, tanto las operaciones entre titulares como las de terceros (ver gráfico 1). Ahora bien, dado que los participantes en los mercados derivados son mayoritariamente titulares de cuenta, parece más adecuado realizar la comparación sólo entre éstos (1). Tal comparación se realiza en la segunda parte del gráfico 1, donde se observa que la negociación en los mercados derivados es notablemente superior a la del contado, característica compartida por los mercados derivados internacionales más activos. Por otra parte, hasta enero de 1991, la contratación en el mercado de operaciones dobles supera a la de los mercados derivados.

En cuanto a la distribución de la negociación entre los diferentes mercados derivados, se observa en el gráfico 1 que, desde el mes de marzo de 1990, el de mayor volumen de negociación es del plazo entre titulares, seguido, a partir del mes de abril, del de futuros de MEFFSA. Sin embargo, en cuanto al número de operaciones el mercado de futuros es el más activo, tal y como se observa en el gráfico 1; lógicamente, de ello se deduce que el volumen medio por operación es considerablemente menor en el mercado de futuros que en el de plazo entre titulares. Así, durante 1990 el volumen medio por operación fue de 150 millones en el mercado de futuros, 702 en el de plazo entre titulares, 558 en el plazo ciego y 837 en el de opciones.

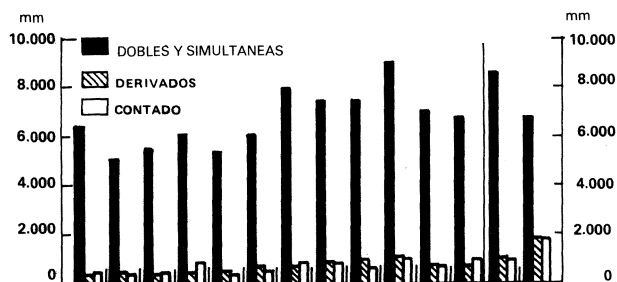
Finalmente, el gráfico 1 compara la contratación en los distintos mercados derivados considerando exclusivamente la negociación con los mismos vencimientos, es decir, los del ciclo «marzo, junio, septiembre y diciembre» (2), que se estén cruzando en todos los mercados derivados considerados en un determinado mes. Si bien, en los primeros meses de 1990 el mercado a plazo ciego fue el más activo, siendo relevado por el de futuros en el período abril-julio; a partir del mes de agosto, la negociación a

(1) Como ya se ha señalado, los participantes que no sean titulares de cuenta sólo pueden acceder al mercado de futuros y opciones. Tanto MEFFSA como OMib declaran que los inversores últimos, es decir, no titulares, aún no han entrado masivamente en el mercado.

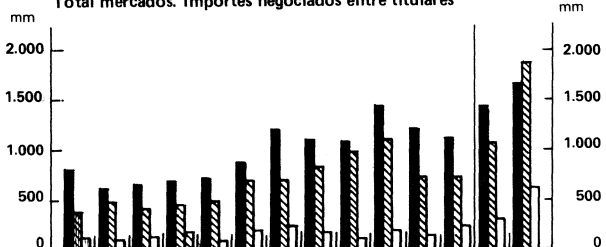
(2) En adelante, «vencimientos típicos».

1. Negociación mensual en mercados de bonos y obligaciones. Enero 1990-febrero 1991

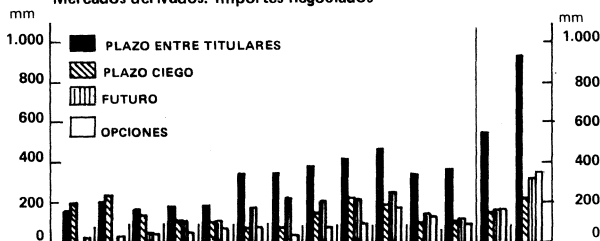
Total mercados. Importes negociados entre titulares y terceros



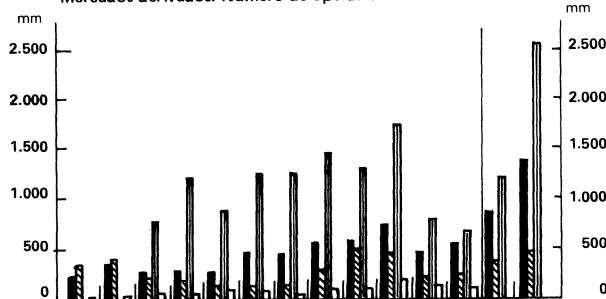
Total mercados. Importes negociados entre titulares



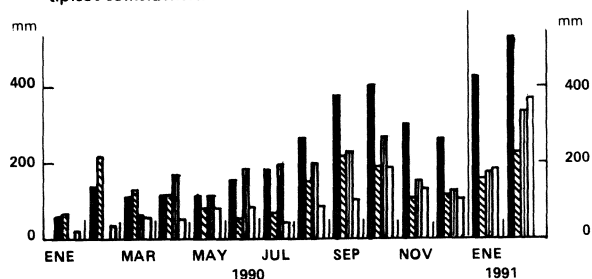
Mercados derivados. Importes negociados



Mercados derivados. Número de operaciones



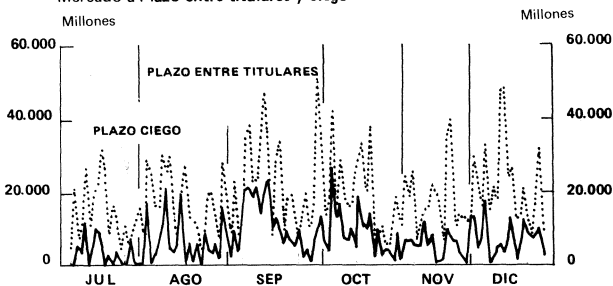
Mercados derivados. Importes negociados en vencimientos típicos coincidentes.



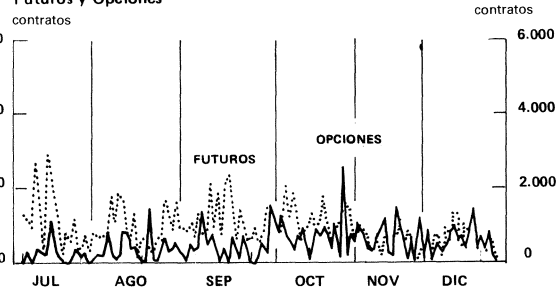
Fuentes: Banco de España, MEFFSA y OMIb.

2. Negociación diaria (julio-diciembre 1990)

Mercado a Plazo entre titulares y ciego



Futuros y Opciones



Fuentes: Banco de España, MEFFSA y OMIb.

plazo entre titulares, que venía creciendo paulatinamente, experimenta una importante expansión y supera por un considerable volumen a la contratación con los mismos vencimientos típicos del resto de los mercados derivados.

El gráfico 2 muestra la evolución diaria de la negociación para cada uno de los mercados derivados durante el período julio a diciembre de 1990. Las series más homogéneas son las de la negociación a plazo entre titulares y futuros con unos coeficientes de variación del 54 % y 57 %, respectivamente, mientras que dicho coeficiente para el mercado a plazo ciego es del 82 % y para el de opciones del 85 % (1). Los picos altos de las series suelen coincidir con los últimos días de cotización de un vencimiento típico, con la resolución de una subasta y la posterior emisión, con el canje de bonos llevado a cabo el 2 de octubre (pico más alto de la serie para el plazo entre titulares) y con ventas importantes de deuda por parte del Banco de España. Los picos bajos corresponden en su mayor parte, al menos en el mercado entre titulares y en el de futuros, con los días inmediatamente posteriores a un vencimiento típico.

(1) El coeficiente de variación se define como el cociente entre la desviación típica y la media. Para el mismo período, dicho coeficiente fue: de un 17 % en el mercado de dobles con letras; de un 45 % en el de dobles con bonos; de un 75 % en el de contado con bonos y de un 117 % en el de contado con letras.

4.1. El mercado a plazo entre titulares

El mercado a plazo entre titulares comenzó a operar en diciembre de 1988. Durante 1989 se negoció una media mensual de 134 mm. Tal y como se observa en el cuadro 2, durante los cinco primeros meses de 1990 el importe cruzado mostró una tendencia ligeramente creciente. En junio, la negociación aumentó notablemente, alcanzando 353 mm. A partir de dicho mes, ha continuado incrementándose, a excepción de los meses de noviembre y diciembre de 1990, habiéndose situado en 940 mm en febrero de 1991.

Como se señaló en el epígrafe 3.1, en el mercado a plazo entre titulares pueden realizarse operaciones con cualquier vencimiento. Sin embargo, tal y como refleja el cuadro 2, la negociación se concentra crecientemente en los vencimientos del ciclo típico y, dentro de éste, en los dos vencimientos más próximos. Se observa, asimismo, que la negociación de contratos con vencimiento típico comienza a ser activa unos cinco meses antes del vencimiento. Un porcentaje importante, el 51 %, de la contratación en vencimientos no típicos corresponde al «mercado para cuando se emita» (ver promemoria en cuadro 2), de forma que, si se excluye éste, el porcentaje de negociación de los vencimientos típicos sobre el total supera el 80 % en la mayor parte de los meses (1).

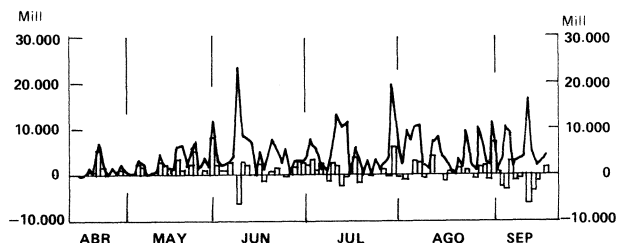
En el cuadro 2 se detalla la distribución de la contratación mensual por emisiones. Dentro de un mismo vencimiento la negociación aparece muy concentrada en un determinado bono que coincide con el «entregable más barato» para el mismo vencimiento en el mercado de futuros y en el de opciones. Así, el 77 % y 89 % del importe cruzado para los vencimientos de septiembre y diciembre corresponde al bono 13,75 %, que era el «entregable más barato». Para el vencimiento de marzo de 1991, el 74 % del importe negociado hasta febrero corresponde al bono 13,80 %, el «entregable más barato» para dicho vencimiento. (2)

(1) El mercado «para cuando se emita» recoge las operaciones sobre valores no emitidos pero cuya subasta se ha anunciado. Sólo los titulares pueden realizar estas operaciones.

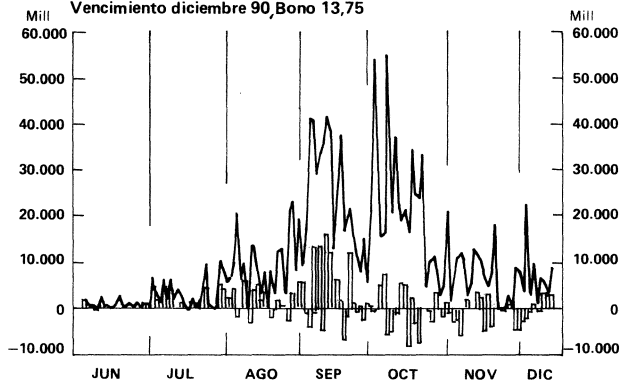
(2) Sin embargo, para el vencimiento de junio de 1990 la negociación se concentró en el bono 12,50 %, mientras que el «entregable más barato» era el 13,75 %. Esta anomalía pudo deberse, entre otras causas, a que el bono 13,75 % comenzó a emitirse el 25 de marzo de 1990, y las primeras dos fases de emisión fueron poco líquidas

3. Negociación y variación de la posición abierta

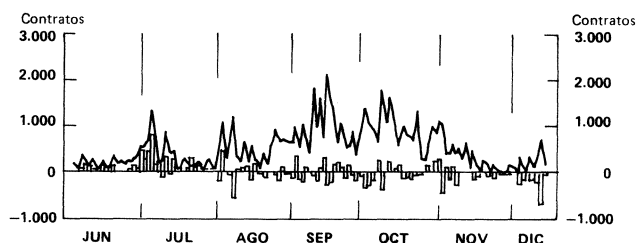
Mercado a plazo entre titulares y ciego
Vencimiento septiembre 90, Bono 13,75 %



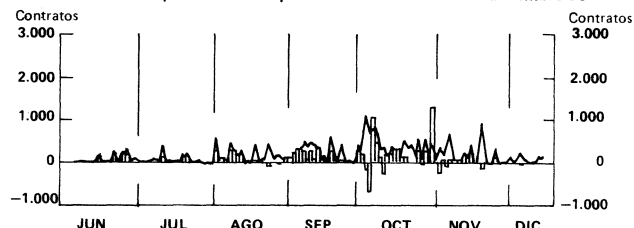
Mercado a plazo entre titulares y ciego
Vencimiento diciembre 90, Bono 13,75



Mercado de futuros MEFESA. Vencimiento diciembre 90



Mercado de opciones de compra de OMIB. Vencimiento diciembre 90



— NEGOCIACION
□ VARIACION DE LA POSICION ABIERTA

Fuentes: Banco de España, MEFESA y OMIB.

2. Negociación mensual a plazo entre titulares
Distribución por vencimientos y emisiones

mm

	1990												1991		Total
	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC	ENE	FEB	
Total	155	207	171	188	194	353	355	382	430	473	351	374	554	940	5.127
Total vencimientos típicos (a)	58	133	108	110	113	152	179	263	374	403	301	261	426	529	3.407
Vencimiento JUN 90 (b)	56	132	91	75	53	32									439
Bono 12,50 %	56	132	91	70	45	30									424
Bono 13,75 %				5	8	2									15
Vencimiento SEP 90 (b)			8	35	59	102	97	103	44						448
Bono 12,50 %			8	23	19	20	9	20							99
Bonos 13,75 %				12	40	82	88	81	41						344
Vencimiento DIC 90 (b)					1	17	54	144	314	374	131	60			1.095
Bono 13,75 %					1	14	47	124	290	339	109	47			971
Bono 13,80 %						3	7	20	24	35	20	13			122
Vencimiento MAR 91 (b)						1	24	16	16	29	170	179	330	300	1.065
Bono 13,75 %							4		8	19	23	30	43	30	157
Bono 13,80 %						1	20	16	8	10	147	147	267	170	786
Bono 13,65 %													20	48	68
Bono 13,45 %														43	43
Vencimiento JUN 91 (b)							4					22	94	226	342
Bono 13,80 %							4					16	41	55	112
Bono 13,65 %												4	51	71	226
Otros vencimientos	97	74	63	78	82	202	176	120	56	70	50	113	128	411	1.721
Bono 12,50 %	86	62	54	47	5	10	11	9	5	25	5	5	12	9	345
Bono 13,75 %			3	29	74	168	30	26	36	22	6	25	7	13	439
Bono 13,80 %						22	122	82	11	8	20	20	8	4	297
Bono 13,65 %												5	28	129	162
Bono 13,45 %													25	240	265
Otras emisiones	11	12	6	2	3	4	13	3	4	15	18	58	48	16	213
PRO MEMORIA:															
% vencimientos típicos sobre el total	37	64	63	55	58	43	50	69	87	85	86	70	77	56	67
Mercado «para cuando se emita» (mm)			3	29	52	161	104	78	6		8	52	47	335	875
% vencimientos típicos sobre el total sin «para cuando se emita»	37	64	64	69	80	79	71	87	88	85	88	86	84	87	80

Fuente: Banco de España.

(a) El total puede incluir el volumen negociado en otros vencimientos típicos diferentes a los señalados.

(b) El total en cada uno de los vencimientos típicos puede incluir el volumen negociado en otras emisiones diferentes a las señaladas.

La comparación de la negociación con la variación en la posición abierta permite deducir en qué medida se deshacen o se abren posiciones con anterioridad al vencimiento (1). El gráfico 3 recoge dicha comparación en el mercado a plazo entre titulares y ciego del bono 13,75 % para los vencimientos de septiembre y diciembre. Se observa que prácticamente todos los días la negociación supera a la variación de la posición abierta, especialmente cuando el contrato lleva un tiempo operando, de lo que se deduce que el cierre de posiciones es una práctica habitual en estos mercados (2). Si de la negociación total se deduce la correspondiente al mercado «ciego», la diferencia entre negociación y posición abierta sigue siendo positiva en la mayor parte de los días, por lo que se puede concluir que en el mercado a plazo entre titulares se deshacen posiciones con frecuencia mediante la toma de la posición contraria (3).

4.2. El mercado a plazo «ciego»

El mercado a plazo «ciego» comenzó a funcionar en enero de 1989, y durante dicho año el importe medio mensual negociado fue de 100 mm. Durante los dos primeros meses de 1990 la contratación aumentó considerablemente, superando la del mercado a plazo entre titulares (ver cuadro 3). A partir de marzo la negociación comenzó a decrecer, recuperándose en el verano e incrementándose desde entonces. Por otra parte, cabe señalar que a lo largo de 1990 la liquidación por diferencias ha sido inexistente.

En el cuadro 3 se detalla la negociación mensual por vencimientos. Esta se concentra en los vencimientos típicos del ciclo «marzo, junio, septiembre y diciembre». La proporción en el que se negocian estos vencimientos es mayor que en el mercado a plazo entre titulares, ya que los «otros vencimientos» son únicamente dos. En el conjunto de la negociación de los vencimientos típicos, la distribución entre los mismos es similar a la del mercado a plazo entre titulares. En cuanto a la distribución de la negociación por emisiones, la contratación se concentra en

(1) La posición abierta para un contrato se define como la suma de las posiciones de compra (o de venta) pendientes de liquidación. Se calcula como la suma de las posiciones netas compradoras (o vendedoras) por entidad en el correspondiente contrato.

(2) Si sólo se abren posiciones, la negociación iguala a la variación positiva de la posición abierta. La diferencia entre negociación y variación indica el importe por el que se cierran posiciones. Si la variación es cero, el importe por el que se abren posiciones iguala al importe por el que se cierran.

(3) Desde que se inició el mercado a plazo entre titulares, sólo ha habido un caso de liquidación anticipada por diferencias. Por tanto, las operaciones se deshacen tomando la posición contraria.

el «entregable más barato» en los correspondientes vencimientos de futuros y opciones (1).

Como se señaló en el epígrafe 3.2, los participantes en el mercado a plazo «ciego» pueden deshacer posiciones tomando la contraria, aunque ello implique mantener un riesgo de contrapartida hasta el vencimiento. Si bien la comparación entre la negociación diaria y la variación de la posición abierta, que aparece en el gráfico 3 no permite deducir de una forma directa que en el mercado a plazo «ciego» se deshacen posiciones, ya que incluye tanto la variación correspondiente al mercado «ciego» como el plazo entre titulares, hay indicios para pensar que así ocurre. Así, si se compara exclusivamente la negociación del mercado «ciego» con la variación de la posición abierta aludida, la diferencia sigue siendo positiva para un número considerable de días.

Cabe preguntarse por qué la negociación en el mercado a plazo «ciego» es considerablemente menor que la del mercado a plazo entre titulares. Una primera explicación podría ser que los participantes potenciales son menores, ya que en el mercado «ciego» sólo pueden operar los negociantes de deuda (2). Una segunda explicación podría ser que, dado que en el mercado «ciego» las cotizaciones que aparecen en pantalla son «en firme», los negociantes utilizan dicho mercado como referencia, cerrando el diferencial entre precio de compra y de venta en el mercado entre titulares, donde cabe una mayor negociación por un mejor precio, ya que las cotizaciones no son en firme. Otra explicación podría ser que los negociantes prefieren no someterse a la liquidación diaria de pérdidas y ganancias y, por ello, acuden con más frecuencia al mercado entre titulares, donde también pueden disminuir el riesgo operando con entidades de su confianza

4.3. El mercado de futuros de MEFFSA

El mercado de futuros MEFFSA comenzó a funcionar el 16 de marzo de 1990. Desde su comienzo la negociación en el mercado de futuros creció considerablemente hasta el mes de noviembre en el que decreció más de un 40 % (ver cuadro 4). Durante los dos primeros meses de 1991, la actividad se ha recuperado, alcanzando 333 mm en el mes de febrero, lo

(1) Al igual que en el mercado entre titulares, el vencimiento de junio del 90 constituye una excepción.

(2) No obstante, el grupo de negociantes de deuda opera más en el mercado entre titulares que en el ciego: así, durante el tercer trimestre del 90 los negociantes realizaron operaciones a plazo en el mercado ciego por un importe de 466 mm, mientras que en el mercado entre titulares negociaron un volumen de 701 mm, lo que supuso un 60 % del total negociado en este último.

3. Negociación mensual a plazo ciego

Distribución por vencimientos y emisiones

mm

	1990												1991		Total
	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC	ENE	FEB	
Total	205	243	139	115	109	78	79	155	231	196	107	119	165	231	2.172
Total vencimientos típicos	65	215	129	112	80	52	65	147	218	188	106	115	157	225	1.874
Vencimiento JUN 90	65	215	126	68	34	11									519
Bono 12,50 %	65	215	126	68	30	8									512
Bono 13,75 %					4	3									7
Vencimiento SEP 90			3	44	46	34	44	43	13						227
Bono 12,50 %			3	43	30	18	22	18	5						139
Bonos 13,75 %				1	16	16	22	25	7						87
Vencimiento DIC 90						7	21	104	197	166	43	11			549
Bono 12,50 %						6		8	1						15
Bono 13,75 %						1	21	92	190	151	35	8			498
Bono 13,80 %								4	6	15	8	3			36
Vencimiento MAR 91									8	22	63	97	125	123	438
Bono 13,75 %									8	16	12	11	11	18	76
Bono 13,80 %										6	51	86	114	75	332
Bono 13,65 %														7	7
Bono 13,45 %														24	24
Vencimiento JUN 91												7	32	102	141
Bono 13,75 %													3	4	7
Bono 13,80 %												7	29	42	78
Bono 13,65 %														56	56
Otros vencimientos	140	29	10	3	29	26	14	8	13	8	1	4	7	6	298
Bono 12,50 %	138	29	10	2		8	5	1					1		194
Bono 13,75 %				1	29	18	9	4	13	7	1	2	4	5	93
Bono 13,80 %								3		1		2	2	1	9
PRO MEMORIA:															
% vencimientos típicos sobre el total	32	88	93	97	73	67	82	95	94	96	99	97	95	97	86

Fuente: Banco de España.

que supone un crecimiento del 90 % respecto al mes anterior (1).

En el cuadro 4 se detalla la negociación mensual por vencimientos. Si bien durante cualquier sesión pueden cotizarse cuatro vencimientos distintos –los correspondientes al ciclo típico–, lo habitual es que se contraten, a lo sumo, los tres más próximos, y entre ellos, los dos más negociados son los más cercanos. Desde el mes de octubre de 1990, la contratación se ha limitado a los dos vencimientos más próximos.

Como se señaló en el epígrafe 3.3, en el mercado de futuros las posiciones se deshacen tomando la contraria, con lo que desaparece todo derecho u obligación sobre el contrato. En el gráfico 3 que compara la negociación diaria con la variación de la posición abierta, se observan tres fases a lo largo de los seis meses de vida de negociación activa de un contrato. En la primera, se abren mayoritariamente posiciones, ya que la posición abierta varía positivamente y se acerca al total negociado en el día. En la segunda fase, que se inicia unos dos meses después de que haya comenzado a cruzarse el contrato, la diferencia entre negociación y el valor absoluto de la variación en la posición abierta es alta, lo que indica que los importes contratados para abrir posiciones se acercan a los negociados para cerrar posiciones, bien abiertas en esa sesión, o en otra anterior. En la tercera fase, la variación de la posición abierta es negativa la mayor parte de los días y la diferencia entre ésta y la negociación es pequeña, de lo que se deduce que se están cerrando mayoritariamente posi-

ciones. En resumen, la mayor parte de las posiciones no se mantienen hasta el vencimiento, sino que se abren y cierran continuamente, liquidándose mediante entrega de valores un pequeño porcentaje del total contratado, característica típica de los mercados de futuros (1).

4.4. El mercado de opciones de OMib

El mercado de opciones comenzó a operar en noviembre de 1989. En un principio, el activo subyacente consistía en una referencia concreta de deuda pública, el bono 12,50 % con vencimiento 25.10.92 (referencia 1120), pero el 14 de junio de 1990 comenzó a negociarse el Bono Nocional descrito en el epígrafe 3.4, que, a su vez, es idéntico al activo subyacente negociado en MEFFSA.

El mercado de opciones ha sido, hasta el mes de noviembre, el de menor actividad de los mercados derivados. Ello puede deberse a que la negociación y estrategia con opciones son más complejas que las correspondientes a plazo o futuros, por lo que requieren un mayor período de rodaje hasta que los operadores se familiarizan con su funcionamiento, riesgos y posibles beneficios. En el mes de octubre, la negociación en el mercado de opciones experimentó un crecimiento del 125 % respecto a la del mes anterior, porcentaje que es muy superior al crecimiento experimentado en el resto de los mercados derivados de deuda. En el mes de noviembre, la ne-

(1) Un indicador, no exacto, de la proporción de contratos que se mantienen hasta el vencimiento, es el cociente entre la posición abierta al final de la última sesión de negociación de un contrato y el máximo alcanzado por ésta durante la vida del contrato. Dicho cociente fue del 80 % para el contrato de junio de 1990, del 50 % para el de septiembre de 1990 y un 26 % para el de diciembre de 1990.

4. Negociación mensual en el mercado de futuros de MEFFSA

Distribución por vencimientos

	1990										1991		Total
	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC	ENE	FEB	
Total	57	109	114	186	233	215	226	260	152	130	175	333	2.190
Vencimiento JUN 90	55	63	42	29									189
Vencimiento SEP 90	2	46	71	113	118	80	19						449
Vencimiento DIC 90			1	40	73	116	193	208	58	23			712
Vencimiento MAR 91				4	42	19	14	52	94	102	117	151	595
Vencimiento JUN 91										5	58	182	245

Fuente: MEFFSA (Mercado de Futuros Financieros).

gociación disminuyó considerablemente, al igual que en el resto de los mercados derivados y, durante los dos primeros meses de 1991, el crecimiento en la negociación ha sido, de nuevo, superior al del resto de los mercados derivados, configurándose OMib como el segundo mercado por importes cruzados (1).

El cuadro 5 muestra la distribución mensual de la negociación por vencimientos y tipo de opción. Si bien, un vencimiento concreto se admite a negociación seis meses antes, la contratación no comienza a ser significativa hasta unos cuatro o cinco meses antes del vencimiento. Por otra parte, se observa que, hasta el mes de septiembre, la negociación en opciones de compra superaba ampliamente a la negociación en opciones de venta, sin embargo desde el mes de octubre ambas se igualan.

Al igual que en el mercado de futuros, en el mercado de opciones se puede deshacer una posición simplemente tomando la posición contraria. El gráfico 3 muestra la negociación y la variación de la po-

(1) Cabe señalar que, comparada con la contratación de futuros, la negociación en opciones es considerablemente alta. En octubre de 1990 se negoció un contrato de opción por cada 1,4 contratos de futuros, mientras que dicha proporción fue de 1 a 2,8 en el mercado de opciones y futuros sobre el bono del Tesoro negociado en el Chicago Board of Trade, y de 1 a 1,7 en el mercado de futuros y opciones de París.

sición abierta para las opciones de compra con vencimiento en diciembre de 1990. Se observa que la negociación es, por lo general, sólo ligeramente superior a la variación de la posición abierta y, además, ésta tiende a variar positivamente, de lo que se deduce que numerosos contratos se mantienen hasta el vencimiento (1). Ello parece indicar que el mercado de opciones es menos especulativo que el resto de los mercados derivados.

5. RELACIONES ENTRE LOS MERCADOS DERIVADOS DE DEUDA PUBLICA

Como se ha visto en epígrafes anteriores, la contratación en los mercados a plazo ciego y entre titulares se concentra en los vencimientos típicos que se negocian en el mercado de futuros y de opciones y en las emisiones que corresponden a los bonos «más baratos de entregar» para cada vencimiento. Además, la evolución diaria de la negociación sigue pautas similares en los cuatro mercados comentados. Todo ello indica que existe una estrecha relación entre ellos.

(1) Así, para el vencimiento aludido, el cociente entre la posición abierta al vencimiento y el máximo de ésta alcanzado a lo largo de la vida de negociación, es del 99 %, registrándose dicho máximo muy pocos días antes del vencimiento.

5. Negociación mensual en el mercado de opciones OMib Distribución por vencimientos y tipos de opción

	1990							1991		Total
	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC	ENE	FEB	
Total	80	41	85	87	184	133	106	180	370	1.264
Opciones de compra	54	26	51	50	95	69	58	103	210	716
Opciones de venta	26	15	34	37	88	62	48	78	160	548
Vencimiento SEP 90	62	27	39	8						136
Opciones de compra	44	19	18	3						84
Opciones de venta	18	8	21	5						52
Vencimiento DIC 90	18	14	46	79	171	70	8			406
Opciones de compra	10	7	33	47	87	38	6			228
Opciones de venta	8	7	13	32	84	32	2			178
Vencimiento MAR 91					13	61	98	146	153	471
Opciones de compra					8	31	52	84	94	269
Opciones de venta					5	30	46	62	59	202
Vencimiento JUN 91						2		34	217	253
Opciones de compra						1		19	116	136
Opciones de venta						1		15	101	117

Fuente: OMib (Options Market Ibérica).

Con objeto de estudiar con más profundidad la relación entre dichos mercados y su nexo con las operaciones al contado del activo subyacente, se analizan a continuación las relaciones de precios. Si existe una estrecha conexión entre los mercados aludidos, las oportunidades de arbitraje serán escasas y los precios tenderán a mantener su relación de equilibrio. Si se observa que existen amplias oportunidades de arbitraje, será indicativo de que existe algún tipo de ineficiencia que hace que no se mantengan las relaciones de equilibrio, ya que no es lógico pensar que los arbitrajistas no aprovechen las oportunidades aludidas si éstas existen.

5.1. Arbitraje entre el mercado a plazo y el mercado de futuros

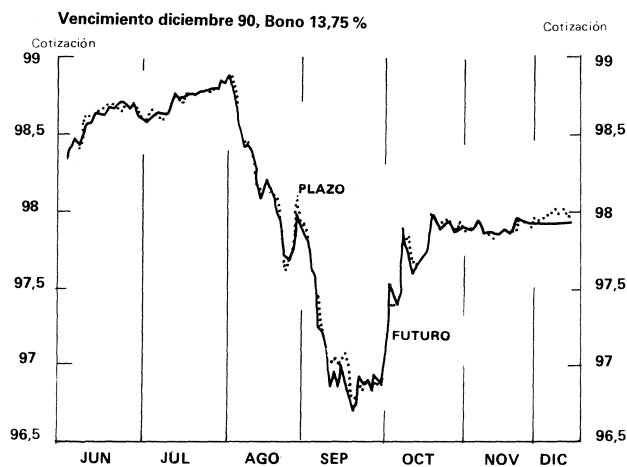
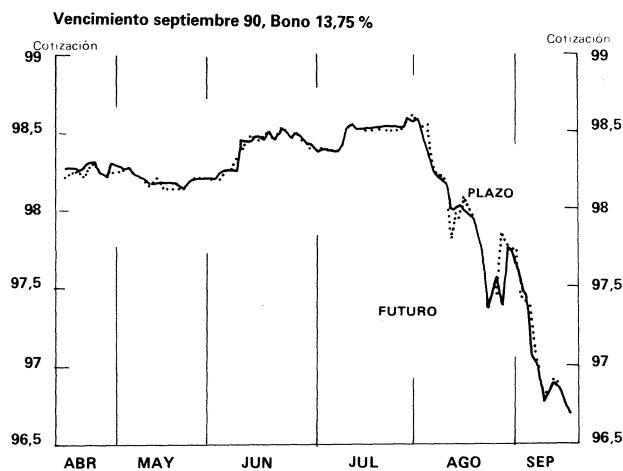
Como se ha señalado en el epígrafe 2, una de las diferencias básicas entre un contrato a plazo y un futuro es que este último requiere un depósito en garantía y está sometido a una liquidación diaria de pérdidas y ganancias. Ello implica que la corriente de ingresos y pagos de uno y otro contrato será diferente y esta característica podría justificar que los precios no fueran iguales. Sin embargo, si los tipos de interés son estables y no existen costes de transacción, el precio de un futuro será igual al de un contrato a plazo.

Si el precio de futuro es mayor que el de plazo, la siguiente estrategia dará lugar a un beneficio sin riesgo: dos días antes del vencimiento, se compra un contrato a plazo y se venden $(1+r)^{-1/360}$ contratos de futuro. Al día siguiente se cierra la posición en futuros abierta el día anterior; se vende un contrato de futuros y se invierte, o se pide prestado (dependiendo del signo), el producto de la liquidación de pérdidas y ganancias de los $(1+r)^{-1/360}$ contratos de futuros vendidos el día anterior. El día del vencimiento el resultado de dicha estrategia será igual a la diferencia de precios entre el futuro y el plazo dos días antes, independientemente de cuáles sean los precios el día anterior o el mismo día del vencimiento. La actuación de los arbitrajistas tendente a apropiarse de este beneficio, reducirá un precio, elevará el otro y acabará por igualarlos. El argumento es extensible a cualquier día antes del vencimiento.

Ahora bien, si los tipos de interés son variables y existe incertidumbre sobre su evolución, la transacción descrita pasa a estar sujeta a riesgo, por lo que los precios del futuro y del plazo pueden diferir, especialmente cuando la inestabilidad de los tipos sea considerable. Asimismo, cabe señalar que en el análisis anterior se ha hecho abstracción de las comisiones a pagar por las operaciones realizadas y del

4. Relaciones de arbitraje

Arbitraje entre futuros y plazo entre titulares



Fuentes: Banco de España y MEFFSA.

diferencial entre cotización de compra y venta en los dos mercados. Ambos factores justificarían que la diferencia de precios se moviera dentro de una banda pequeña y estable, aun en el caso de que los tipos de interés sean constantes.

El gráfico 4 muestra la evolución diaria de la cotización del bono 13,75 % para el vencimiento de diciembre en el mercado a plazo entre titulares y la cotización equivalente para el mismo bono y vencimiento en el mercado de futuros. El diferencial entre el precio a plazo y de futuro es pequeño, si bien a lo largo del período no ha sido estable, distinguiéndose tres fases: en la primera, junio y julio, el diferencial presenta una media de 2,6 puntos básicos explicable

6. Medias de los diferenciales de precio entre los mercados derivados

Bono 13,75 %

En puntos básicos

	Plazo con futuro (a)						Plazo futuro con contado (b)						Futuro con opciones (c)	Opción compra opción venta (d)
	Vencimiento SEP 90			Vencimiento DIC 90			Vencimiento SEP 90			Vencimiento DIC 90				
	Plazo ciego con plz. tit.	Plazo ciego con futuro	Plazo tit. con futuro	Plazo ciego con plz. tit.	Plazo ciego con futuro	Plazo tit. con futuro	Plazo tit. con contado	Plazo ciego con contado	Futuro con contado	Plazo tit. con contado	Plazo ciego con contado	Futuro con contado			Vencimiento DIC 90	Vencimiento DIC 90
JUN	2,1	2,1	2,2	—	—	2,6	3,7	4,0	3,7	—	—	—	—	—
JUL	2,7	2,8	1,3	3,0	1,0	2,6	4,6	6,6	4,3	—	—	—	—	—
AGO	8,8	7,4	5,8	3,0	3,1	5,2	10,3	10,4	11,3	—	—	—	—	—
SEP	4,3	2,6	7,9	6,1	8,2	9,8	6,8	14,1	14,5	7,1	10,4	12,9	9	10
OCT	—	—	—	2,2	3,9	5,1	—	—	—	9,1	9,7	11,2	9	10
NOV	—	—	—	1,8	1,6	1,6	—	—	—	4,1	4,7	4,8	4	4
DIC	—	—	—	2,6	6,8	6,3	—	—	—	5,2	4,8	12,2	3	5
JUN/JUL	2,4	2,5	1,8	2,9	1,0	2,6	4,0	5,0	3,9	—	—	—	—	—
AGO/15 OCT	7,6	6,2	6,4	3,4	4,9	6,3	9,1	11,4	12,5	9,8	10,3	15,1	9	11
15 OCT/DIC	—	—	—	1,9	2,9	2,9	—	—	—	4,9	5,8	6,9	6	6
Total	4,7	4,1	3,8	2,9	3,9	4,5	5,9	7,7	7,2	9,1	8,8	11,1	7	8

Fuentes: Banco de España, MEFFSA y OMIB.

(a) Media del valor absoluto de $(Pl_i - f_i) \times \text{Factor conversión}$; i = plazo ciego, plazo entre titulares; j = futuro, plazo ciego; Pl_i = plazo; f_i = futuro.

(b) Media del valor absoluto de $(Pl_i + CC_T) - (B_i + CC_T) (1 + r_T)^{-(T-t)/360}$; CC = cupón corrido; B_i = precio bono al contado.

(c) Media del valor absoluto de $(Put_t - Call_t) - (E - f_t) (1 + r_t)^{-(T-t)/360}$; Put = opción venta; Call = opción de compra; E = precio de Ejercicio; E y f multiplicados por F. conv.

(d) Media del valor absoluto de $(Put_t - Call_t) - [E'(1 + r_t)^{-(T-t)/360} - (B_i + CC_T)]$; E' = $E \times F$. Conversión + CC_T .

por los costes de transacción (1). En la segunda, desde agosto hasta mediados de octubre, el diferencial aumenta considerablemente con una media de 6,3 puntos básicos, coincidiendo con un período de mayor variabilidad de los tipos de interés (2). En la tercera, desde mediados de octubre hasta el vencimiento de diciembre de 1990, disminuye de nuevo hasta una media de 2,9 puntos.

En el cuadro 6 se resumen las diferencias de precios para los vencimientos de septiembre y diciembre, observándose una evolución similar a la comentada anteriormente.

Parece, por tanto, que los precios mantienen su relación de equilibrio, sin que haya oportunidades de arbitraje una vez que han actuado los operadores.

(1) Un punto básico es igual a una centésima de punto porcentual respecto al nominal.

(2) Probablemente la mayor diferencia de precio sea consecuencia de que, en las series presentadas, el precio a plazo es el precio medio del día, mientras que el precio de futuro es el precio de cierre. Ante una mayor variabilidad de los precios intradía, es posible que haya una mayor diferencia de precio en las series presentadas sin que ello se corresponda con una diferencia tan considerable en los precios «reales», es decir, en los precios en un mismo momento del tiempo.

Ello es indicativo de la estrecha relación entre ambos mercados y de la eficiencia de los mismos (1).

5.2. Arbitraje entre los mercados derivados y el mercado al contado

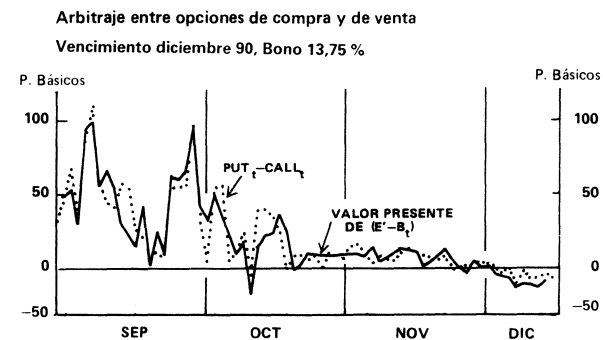
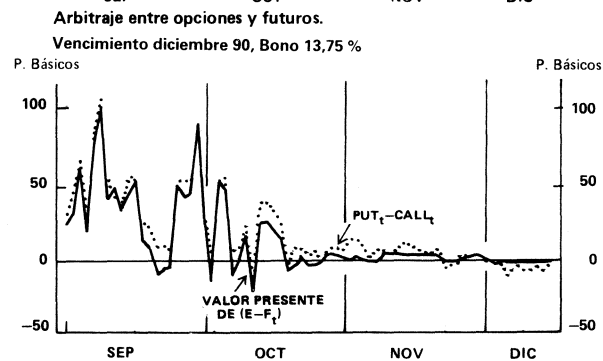
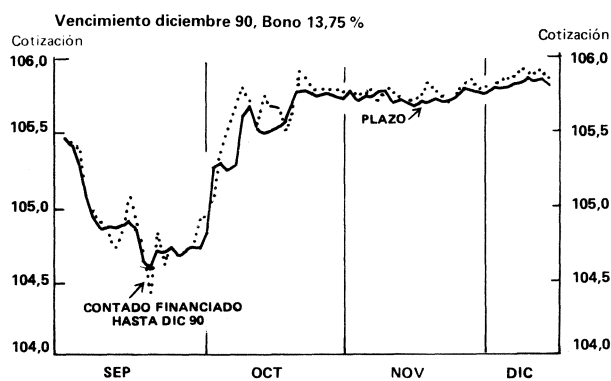
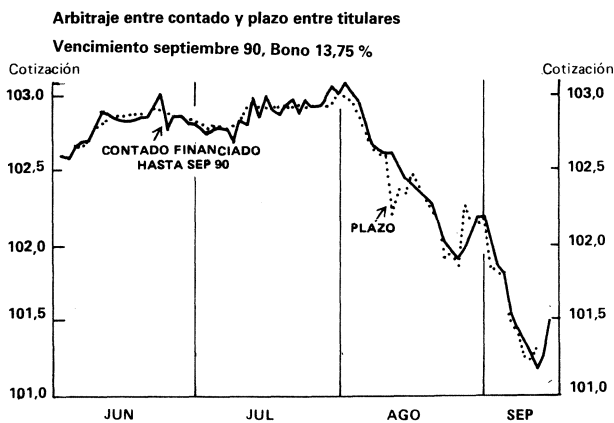
En equilibrio y sin costes de transacción, el precio efectivo de un contrato a plazo es igual a su precio teórico. Este se define como el precio efectivo del subyacente en el mercado al contado más el coste neto de financiación de dicho subyacente hasta el vencimiento del contrato a plazo (2).

Si el precio a plazo fuera mayor que su precio teórico, una operación consistente en la venta de un contrato a plazo y la compra del subyacente al contado, financiándola con un repo hasta el vencimiento de la operación a plazo, daría lugar a un beneficio sin riesgo: el día del vencimiento se recibiría el producto de la venta a plazo y se pagaría, por el repo, un im-

(1) Para realizar una afirmación más categórica, sería necesario construir las bandas teóricas en las que debería moverse el diferencial de precio.

(2) En el caso de un bono, el precio efectivo del contrato a plazo es el precio a plazo más el cupón corrido el día del vencimiento del contrato. El precio efectivo del subyacente es el precio al contado incluido cupón.

5. Relaciones de arbitraje



Fuentes: Banco de España, MEFFSA y OMib.

porte igual al precio teórico del plazo el día que se realizó la operación. La actuación de los arbitrajistas igualará los precios, si bien los costes de transacción y el diferencial de cotizaciones en ambos mercados justificarán que el precio de los contratos a plazo y el teórico correspondiente difieran dentro de unas bandas.

El gráfico 5 compara el precio teórico y el precio a plazo más el cupón corrido del bono 13,75 % en el mercado a plazo entre titulares. Para la construcción del precio teórico se ha utilizado la cotización media del día en el mercado al contado «estricto» y el tipo de interés de los repos con letras del Tesoro para el plazo correspondiente (1). Dado que las operaciones con dobles de letras a más de tres meses son escasas, el precio teórico se ha calculado únicamente desde los tres meses y medio anteriores al vencimiento correspondiente.

La evolución de la diferencia del precio a plazo entre titulares y el teórico es muy similar a la del diferencial de precios entre el plazo y el futuro: la diferencia es menor hasta agosto, creciendo considerablemente en el período agosto-mediados de octubre y reduciéndose de nuevo a partir de entonces (ver cuadro 6). Similares características sigue la evolución de las diferencias entre el precio teórico y el precio de los otros dos mercados derivados: el de plazo ciego y el de futuros (ver cuadro 6).

La mayor diferencia entre el precio a plazo entre titulares y el precio teórico desde principios de agosto hasta mediados de octubre podría deberse a diversas causas, distintas de una posible ineficiencia en alguno de los mercados implicados. Así, durante dicho período, el mercado al contado del bono 13,75 % fue menos líquido que en los meses anteriores o posteriores y se observó un mayor diferencial entre las cotizaciones de oferta y demanda, así como una mayor variabilidad de los precios intradía, lo que hace que las medias diarias de los precios no sean buenos estimadores de los precios del mercado al contado y a plazo en un mismo momento del tiempo. Sería preciso analizar más profundamente el posible impacto de cada uno de los factores aludidos para obtener una conclusión más precisa. No obstante, con los datos aportados en este artículo se puede afirmar que la relación observada entre los

(1) Generalmente, las estadísticas publicadas por el Banco de España referentes a tipos o cotizaciones al contado corresponden a los tipos o cotizaciones medias de todas las operaciones cuya ejecución esté comprendida entre los 5 días hábiles posteriores al de negociación de la operación. En el «contado estricto» se incluyen, exclusivamente, las operaciones cuya liquidación se lleva a cabo el mismo día o al siguiente.

precios de los mercados derivados y el correspondiente precio teórico parece no contradecir la hipótesis de eficiencia y estrecha relación entre los mercados derivados y al contado de los correspondientes activos subyacentes.

5.3. Arbitraje entre opciones y futuros

La venta de una opción de compra y la adquisición de una opción de venta al mismo precio de ejercicio y vencimiento, constituye la venta de un «futuro sintético», ya que dicha operación tiene el mismo resultado que la venta de un futuro.

La compra de un futuro y la venta simultánea de uno sintético tiene un coste igual a la diferencia entre las primas de las opciones de venta y de compra. El beneficio de dicha estrategia al vencimiento es la diferencia entre el precio de ejercicio y el precio al que se adquirió el futuro, beneficio exento de incertidumbre, ya que ambos precios se conocen en el momento de iniciar la estrategia.

Por tanto, en equilibrio, y haciendo abstracción de la actualización diaria de los depósitos en garantía y costes de transacción, el diferencial entre las primas de opciones de compra y de venta debe igualar al valor presente de la diferencia entre el precio de ejercicio y el de futuro, ya que de otra manera habría posibilidades de arbitraje.

El gráfico 5 compara el diferencial entre las primas de las opciones de compra y de venta para el vencimiento de diciembre de 1990 con el valor presente del diferencial entre precio de ejercicio y precio de futuro del mismo vencimiento (1). La diferencia entre ambas series muestra un comportamiento similar al de las relaciones de arbitraje comentadas anteriormente, con una reducción importante a partir de noviembre de 1990 (ver cuadro 6).

5.4. Arbitraje entre opciones de compra y venta

Una estrategia consistente en la venta de un futuro sintético y la compra del subyacente —un bono— en el mercado al contado tiene un coste igual al precio efectivo del bono más el diferencial entre las primas de las opciones de compra y de venta. En la fecha de vencimiento, el beneficio de la estrategia será el

(1) Para el cálculo del valor presente se ha utilizado el tipo de interés de los repos con letras del Tesoro al plazo correspondiente. Para las opciones de venta se ha utilizado la cotización de venta al cierre y para las opciones call la cotización de compra al cierre. El precio de futuro utilizado es el precio al cierre.

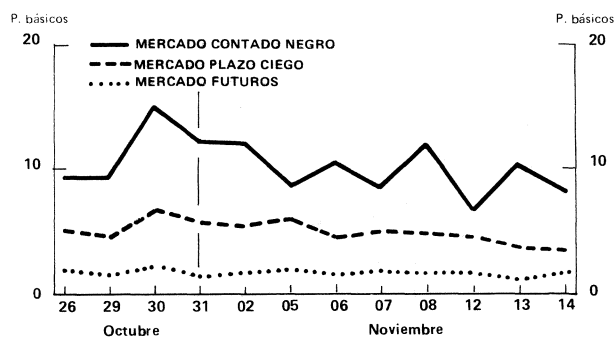
precio de ejercicio, más el cupón corrido a dicha fecha, con independencia de cuál sea el precio del bono al vencimiento. Por tanto, en equilibrio, y en ausencia de costes de transacción y depósitos en garantía, el coste de las operaciones descritas debe igualar al valor presente del beneficio. De no igualarse, habría posibilidades de obtener un beneficio sin riesgo.

Dicha relación de equilibrio puede formularse alternativamente como la igualdad entre el diferencial de las primas y el diferencial entre el valor presente del precio efectivo de ejercicio y el precio efectivo del bono.

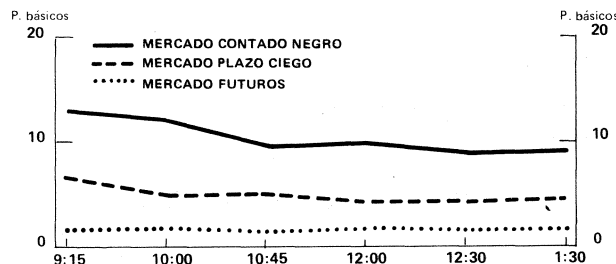
El gráfico 5 compara ambos diferenciales para el vencimiento de diciembre de 1990. El diferencial entre ambas series sigue una evolución similar a los diferenciales de las relaciones de arbitraje ya comentadas, si bien es algo superior al que mide la paridad entre los futuros y los futuros «sintéticos», posiblemente como consecuencia de que se han utilizado los precios medios del día para el mercado al contado, mientras que para las opciones se han utilizado las cotizaciones al cierre (ver cuadro 6). Los diferenciales observados podrían justificarse por los costes de transacción y depósitos en garantía, por lo que, en principio, cabe afirmar que existe una estrecha re-

6. Diferenciales entre precios de compra y venta

Medias diarias



Medias a cada hora



Fuente: Elaboración propia.

lación entre los mercados de opciones de compra y opciones de venta (1).

5.5. El diferencial entre cotizaciones compradoras y vendedoras en los mercados derivados

Otra vía de comparar el funcionamiento de los mercados derivados consiste en analizar los diferenciales observados entre las cotizaciones de oferta y demanda en diferentes mercados.

La comparación se ha realizado para el mercado ciego al contado y a plazo del bono 13,75 %, y para el mercado de futuros de MEFFSA con vencimiento en diciembre del 90. Con objeto de hacer los mercados más homogéneos, las cotizaciones en el mercado de futuros se han multiplicado por el factor de conversión del bono 13,75 %. La comparación se ha llevado a cabo durante los días hábiles entre el 26 de octubre y el 14 de noviembre de 1990 en 6 momentos diferentes de cada día (2). Los resultados se muestran en el gráfico 6.

El diferencial en el mercado de futuros es notablemente menor que el del mercado a plazo «ciego» tanto en media diaria como en media horaria para el período estudiado. Ello corrobora la hipótesis señalada en el epígrafe 4.2 de que los negociantes de deuda utilizan el mercado a plazo «ciego» básicamente como referencia. El diferencial para el mercado «ciego» al contado es aún mayor, debido, posiblemente, a la menor liquidez de dicho mercado.

6. CONCLUSIONES

A pesar de su corta vida, los mercados derivados sobre deuda pública han pasado a ser uno de los segmentos más activos de los mercados financieros, con una negociación que sólo es superada por el mercado de dobles de letras y de bonos. A lo largo de 1990, la negociación en dichos mercados superó, asimismo, en un 50 % al saldo vivo de los bonos y obligaciones del Estado.

Desde comienzos de 1991 el volumen de contratación en los mercados derivados ha experimentado un notable crecimiento, a pesar de que los inversores últimos aún no intervienen activamente en aquellos mercados en los que está permitida su par-

ticipación: el de futuros y el de opciones de OMIb. Es de esperar que en un breve período de tiempo, cuando los mercados aludidos estén más afianzados, la participación de inversores no financieros incremente notablemente la contratación y eficiencia de los mercados derivados.

Dentro de los mercados derivados el más activo es el de plazo entre titulares, cuya negociación es más del doble que la de cualquiera de los otros mercados, si bien hay que tener en cuenta que en él se incluye el mercado «para cuando se emita», inexistente en el resto. Hasta el mes de noviembre de 1990, el mercado derivado con menor negociación era el de opciones, pero en los últimos meses ha experimentado un considerable crecimiento de forma que el volumen contratado ha alcanzado al de futuros. Por otra parte, cabe señalar que son mercados en los que se opera a corto plazo, ya que las operaciones a más de seis meses son muy escasas.

Institucionalmente, los mercados derivados que funcionan en España son diferentes: mientras que el mercado entre titulares es un mercado a plazo puro, el ciego es mixto y los organizados por MEFFSA y OMIb son mercados de futuros y opciones en su más estricta acepción. A pesar de estas diferencias, en su operativa las similitudes son evidentes: se negocian los mismos vencimientos y las mismas emisiones; los volúmenes contratados presentan picos similares siendo una práctica habitual en todos ellos deshacer posiciones con anterioridad al vencimiento; y, por último, los participantes son los mismos, si bien hay una cierta preferencia por el mercado a plazo entre titulares posiblemente por no estar sujeto a depósito de garantías.

Con objeto de analizar tanto la conexión de los distintos mercados como su eficiencia, se han examinado las relaciones de los precios teóricos de equilibrio. En el análisis presentado se ha hecho abstracción de los costes de transacción y de los diferenciales entre las cotizaciones de oferta y demanda, así como, para algunos casos, de los depósitos en garantía, por lo que las conclusiones deben tomarse con cautela. Pese a ello, puede afirmarse que los resultados obtenidos no contradicen la hipótesis de estrecha relación y relativa eficiencia de los mercados analizados. Así, las relaciones de precio estudiadas presentan unos diferenciales pequeños que podrían explicarse por los factores de los que se ha hecho abstracción.

No es posible discernir en qué proporción los participantes en los mercados derivados son especuladores, arbitrajistas o agentes que buscan cobertura, ya que para ello sería necesario conocer la cartera en el conjunto de activos financieros de cada partici-

(1) De nuevo sería necesario un estudio más riguroso para poder extraer conclusiones más definitivas

(2) A las 9,15; 10; 10,45; 12; 12,30 y 13,30 horas.

pante. No obstante, pueden obtenerse indicios de la participación de unos y otros. Uno de los indicios de la participación de los especuladores es la propia liquidez de cada uno de estos mercados que, al menos en términos relativos, se puede calificar como alta; otro indicio lo constituye la notable diferencia que se observa entre negociación y variación de la posición abierta en cada uno de los mercados estudiados, excepto el de opciones. Es lógico pensar que parte de esa diferencia se deba a operaciones especulativas que se abren y cierran en el mismo día, ya que las operaciones de cobertura suelen mantenerse más de un día. El principal indicio de la participación de arbitrajistas es el hecho de que las relaciones de precio entre unos mercados y otros se acercan a las de equilibrio.

26-III-1991.

Los saldos en pesetas convertibles: determinantes y efectos

Este artículo ha sido elaborado por Aurora Alejano, del Servicio de Estudios.

1. INTRODUCCION

Se denominan pesetas convertibles aquellas que pueden ser transformadas libremente por su poseedor en cualquier divisa de su elección. En la medida en que el control de cambios vigente en España prohíbe a los residentes mantener depósitos en pesetas en bancos no residentes, se establece que los titulares de las cuentas de pesetas convertibles sólo podrán ser personas jurídicas extranjeras o personas físicas, españolas o extranjeras, con residencia habitual en el extranjero.

Desde 1961, en que se estableció la convertibilidad exterior de la peseta, los depósitos en pesetas convertibles han sido uno de los canales principales para los movimientos de capitales a corto plazo entre el exterior y España. Inicialmente, la regulación de los depósitos en pesetas de no residentes fue bastante liberal, lo que indujo a un uso masivo de este tipo de cuentas por parte de la banca residente, como medio de obtención de liquidez alternativo al mercado interno, dadas las restricciones existentes al endeudamiento en moneda extranjera para su posterior conversión en pesetas. Ello condujo al establecimiento en 1971 de una regulación más restrictiva que, sin embargo, fue ineficaz para frenar la entrada de capital especulativo por esta vía, haciendo necesaria la publicación, en 1973, de una nueva normativa, por la que se creaban las cuentas A y B (véase cuadro 1). Mediante este sistema se consiguió

1. Regulación de los depósitos en pesetas convertibles

Decreto 146/1961, de 15 de julio	Declaración de la convertibilidad exterior de la peseta.
OM de 19 de octubre de 1971	Se prohíbe el pago de intereses y se establece la obligación, por parte de las EEDD, de constituir depósitos en el Banco de España equivalentes al 100 % de los incrementos de dichas cuentas.
OM de 16 de marzo de 1973	Creación de las cuentas A y B. Las cuentas A se generan como consecuencia de la venta por no residentes de divisas en el mercado español, y sólo pueden ser utilizadas para efectuar pagos en España, careciendo, por tanto, del derecho de convertibilidad. Las cuentas B recogen los productos derivados de operaciones de balanza de pagos con derechos de transferibilidad y son, por tanto, convertibles.
OM Y CBE 2/1981, de 23 de enero	Se suprime el sistema de cuentas A y B y se restablece la normativa vigente en 1961.
CBE 10/1986, de 14 de mayo OM de 26 de julio de 1987	Establecen las reglas y condiciones a que se deben ajustar las cuentas extranjeras de pesetas convertibles.
CBE 19/1987, de 26 de mayo	Recoge las normas e instrucciones de procedimiento para el manejo de las cuentas en pesetas convertibles.
OM de 10 de marzo de 1987	A partir del 10 de marzo, los incrementos de las cuentas en pesetas convertibles pasan a ser pasivo computable para la determinación del coeficiente de caja.
CBE 12/1987, de 22 de abril	Pasan a ser computables en el coeficiente de caja los saldos mantenidos en pesetas convertibles.
OM de 27 de abril de 1987	Se prohíbe la remuneración de las cuentas en pesetas convertibles cuyo saldo medio sea superior a diez millones de pesetas.
OM de 12 de marzo de 1990	Se restablece la libertad total de remuneración de las cuentas en pesetas convertibles.

entorpecer notablemente la afluencia de capital exterior a corto plazo, hasta su supresión en 1981, fecha en la que se restableció el régimen vigente en el año 1961.

Este artículo tiene por objeto el análisis de los saldos en pesetas convertibles a partir de ese momento, prestando especial atención al período más reciente, en el que los cambios sucesivos en su regulación, junto con el desarrollo de instrumentos alternativos, han determinado una evolución muy errática de las entradas de capitales por este concepto.

2. VARIACIONES DE LOS SALDOS EN PESETAS CONVERTIBLES Y SUS EFECTOS

La generación o variación de los saldos en pesetas convertibles se produce como consecuencia de las operaciones entre residentes y no residentes canalizadas a través del mercado de divisas. Los motivos por los que se generan y mantienen saldos en pesetas convertibles pueden agruparse en dos grandes bloques:

1.—Los casos en los que la generación de saldos en pesetas convertibles constituye un paso intermedio para la realización de otras operaciones. Su aparición puede ser ajena al diferencial de interés entre la peseta y el resto de las monedas y a las expectativas de ganancias de capital a corto plazo, y su cancelación suele ser rápida. Las operaciones con clientela no residente que se incluyen en esta categoría son las correspondientes a la balanza por cuenta corriente: importaciones y exportaciones de bienes y servicios, transferencias y ciertas rúbricas de la balanza de capital como inversiones directas, en cartera, en inmuebles y préstamos financieros.

Los efectos sobre el tipo de cambio de la peseta, sobre la posición de las entidades delegadas y sobre la liquidez del sistema de estas operaciones, dependen de que la variación en el saldo de pesetas convertibles responda a movimientos efectivos de entrada o salida de capital o bien a trasvases de fondos entre instrumentos denominados en pesetas.

Una disminución en el saldo de pesetas convertibles, como consecuencia de una salida de capital, generará una posición corta de divisas en el contado y una reducción del pasivo bancario. La cobertura de dicha posición en el mercado interbancario, por parte de la entidad delegada, tenderá a depreciar el tipo de cambio de contado de la peseta.

Si el Banco de España decide intervenir para mantener el nivel del tipo de cambio, se producirá una

disminución del saldo de reservas centrales que se reflejará en un menor volumen de activos de caja, coherente, por otra parte, con la reducción del pasivo bancario. Mediante esta intervención, el Banco de España asume, en última instancia, la posición abierta que mantenían las entidades.

Si el Banco de España mantuviera un determinado objetivo de liquidez, su intervención se desarrollaría en el mercado monetario a través de una disminución en el nivel de tipos de interés.

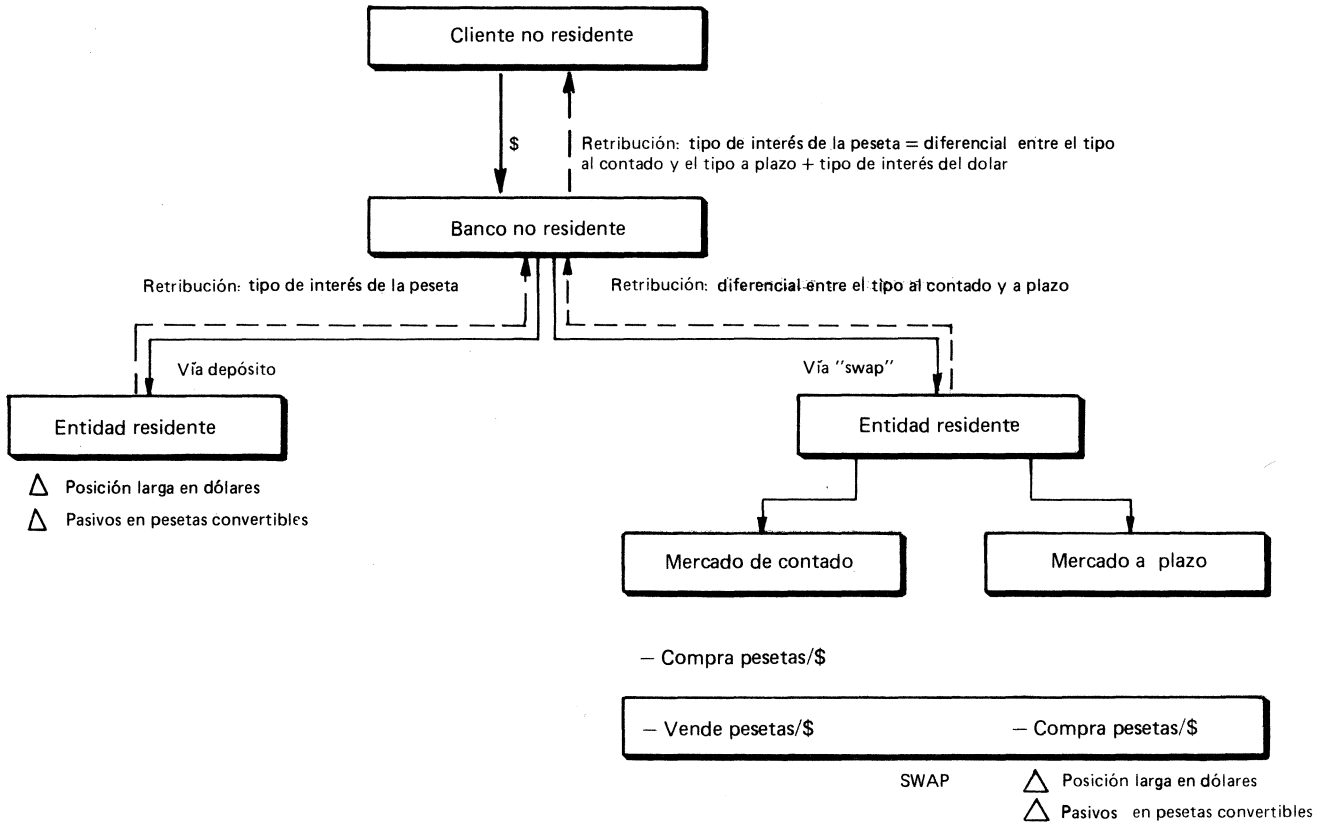
Proceso equivalente al analizado, aunque de signo contrario, sería el caso de un aumento en el saldo de pesetas convertibles como contrapartida a una entrada de capital. Los efectos de este movimiento serán: aumento de la posición larga en divisas de las entidades, apreciación del tipo de cambio de la peseta y, en su caso, aumento de las reservas centrales y, por tanto, de la liquidez de base del sistema, si el Banco de España trata de contrarrestar dicha apreciación (1).

Por el contrario, cuando la variación en el saldo de pesetas convertibles se produce como consecuencia de una redistribución de fondos entre activos denominados en pesetas, no se genera ningún efecto ni sobre el tipo de cambio, ni sobre la posición en divisas de las entidades, ni sobre la liquidez del sistema. Sin embargo, debe apuntarse que, en este caso, se produce una variación del pasivo bancario que ejercerá un efecto sobre la demanda de activos de caja, dada la consideración de pasivo computable de los saldos en pesetas convertibles.

2.—Los casos en los que la creación de saldos en pesetas convertibles constituye una operación en sí misma, inducida por el diferencial de interés entre la peseta y el resto de las monedas y por la posibilidad de ganancias de capital a corto plazo. Este tipo de operaciones a muy corto plazo que, generalmente, se realizan entre una entidad residente y una entidad financiera no residente, pueden instrumentarse a través del mercado de contado, bajo la forma de depósitos, o a través del mercado a plazo, como «swaps» interbancarios (véase gráfico 1).

(1) Hay que señalar que las variaciones en la posición de las entidades delegadas, como consecuencia de entradas o salidas de capital, conllevan operaciones de cobertura por parte de éstas. Si dicha cobertura se realiza con el Banco de España, existirá un efecto inmediato sobre las reservas centrales del sistema. Por el contrario, pudiera suceder que las expectativas entre las entidades fueran diferentes, cubriéndose entre ellas sin acudir al Banco de España. En este caso, no habría efecto sobre las reservas centrales del sistema, aunque sí sobre la posición, sobre el pasivo del sistema bancario y sobre el tipo de cambio de la peseta. Este último efecto es el que determinará la intervención o no del Banco de España en el mercado de cambios.

1. Depósitos en pesetas convertibles y «swaps» interbancarios



En estos casos, los depósitos en pesetas convertibles deben considerarse como un instrumento de inversión específico con una rentabilidad diferencial respecto a otros instrumentos emitidos en pesetas a disposición de los no residentes. Su rentabilidad final depende de los tipos de interés de los depósitos interbancarios, de los que debe deducirse el coste atribuible al coeficiente de caja, y de las variaciones que experimente el tipo de cambio de la peseta.

La compra de pesetas al contado por parte de un no residente y su mantenimiento en un depósito de pesetas convertibles genera efectos equivalentes a los ya apuntados para el caso de una entrada de capital.

Por su parte, los «swaps» interbancarios que, al igual que los depósitos en pesetas convertibles, constituyen un instrumento de inversión en pesetas, son operaciones en las que se combinan simultáneamente una transacción al contado y una transacción a plazo: una moneda es comprada y vendida simultáneamente, pero las fechas de entrega para la compra y la venta son diferentes.

En la práctica, estas operaciones se descomponen de la siguiente forma:

- Compra de pesetas convertibles contra divisas en el contado a una entidad residente por parte de una entidad financiera no residente.
- SWAP: Venta de pesetas convertibles contra divisas en el contado y compra de pesetas convertibles contra divisas en el plazo a una entidad residente por parte de una entidad financiera no residente (1).

En estas operaciones, el inversor último no residente obtiene una rentabilidad equivalente a la de un depósito en pesetas: la suma de la rentabilidad de un depósito en divisas y el descuento a plazo de la

(1) Desde un punto de vista legal, la entidad financiera no residente podría comprar las pesetas a plazo directamente; sin embargo, el mercado a plazo directo es poco líquido y el «swap» es un instrumento muy ágil y desarrollado. Ello justifica que la operación a plazo vaya acompañada de dos operaciones de contado de signo contrario.

peseta frente a la divisa depositada. De ello hay que deducir el coste de la cobertura de riesgo de tipo de cambio en el que incurren las entidades financieras que realizan el «swap».

Los efectos sobre el tipo de cambio, sobre la posición en divisas de las entidades delegadas y sobre la liquidez del sistema de este tipo de operaciones, aunque del mismo signo que en el caso de una operación de contado, se manifiestan en momentos diferentes del tiempo.

En efecto, en un primer momento, la entidad delegada asume una posición larga de divisas en el plazo, cuya cobertura en el mercado de contado tendrá un efecto inicial de apreciación sobre el tipo de cambio de contado de la peseta. Por su parte, los efectos sobre el balance de las entidades y sobre la liquidez de base del sistema sólo se manifestarán al vencimiento de la operación a plazo, cuando la entidad delegada reciba las divisas y, en su caso, las ceda al Banco de España.

En los últimos años, la creciente utilización de los «swaps» como instrumentos de inversión alternativos a los depósitos en pesetas convertibles, viene explicada por varias razones. Desde el punto de vista del no residente, cabe apuntar principalmente motivos de estricta rentabilidad. Entre abril de 1987 y abril de 1990, los depósitos en pesetas convertibles perdieron su atractivo en favor de los «swaps» tras la prohibición de su remuneración para saldos superiores a 10 millones de pesetas. Por otra parte, los «swaps» constituyen instrumentos muy ágiles cuya operativa se encuentra muy desarrollada.

Desde el punto de vista de la entidad residente, las operaciones a plazo no tienen reflejo en balance hasta su vencimiento y, por tanto, no comprometen recursos propios (1).

3. EVOLUCION DE LOS SALDOS EN PESETAS CONVERTIBLES: SUSTITUIBILIDAD CON OTROS ACTIVOS DENOMINADOS EN PESETAS

En el período comprendido entre los años 1980 y 1990 las entradas de capital a corto plazo han experimentado importantes modificaciones en su volumen

(1) No obstante, hay que señalar que la realización de «swaps» genera posiciones cortas en el contado a las entidades residentes como consecuencia de las operaciones de cobertura de las posiciones largas contraídas a plazo. Estas posiciones se hallan sujetas a un límite fijado por el Banco de España, lo que explica que, en determinados momentos y, una vez llegado a ese límite, los «swaps» hayan experimentado una paralización en favor de los depósitos en pesetas convertibles.

así como en su composición, en respuesta, por una parte, a la rentabilidad diferencial ofrecida por los activos denominados en pesetas y, por otra, a diferentes medidas de control de cambios de signo liberalizador o restrictivo.

En el cuadro 2, se presenta, de manera aproximada, la importancia de las cuentas en pesetas convertibles como vía de entrada de capital a corto plazo. Como se observa en dicho cuadro, entre los años 1980 y 1986 las pesetas convertibles constituyeron el medio casi exclusivo por el que se canalizaron las entradas netas de capital a corto plazo. El crecimiento medio en dicho período de los saldos en pesetas convertibles fue de 101 mm. Por su parte, las operaciones en moneda extranjera de bancos y cajas, estrictamente reguladas, así como las inversiones en otros instrumentos a corto plazo, registraron salidas de capital. Ello situó el volumen medio de las entradas netas de capital a corto plazo en 73 mm (0,3 % del PIB).

Ya a partir de la segunda mitad de 1986, dichas entradas comenzaron a registrar un fuerte avance, que situó su peso en relación al PIB, en el período 1987-1990, en el 1 %. Sin embargo, a lo largo de estos últimos años, las cuentas en pesetas convertibles han disminuido su importancia relativa, pasando a representar, en media, un 30 % del total de entradas a corto plazo frente a más del 100 % del período anterior. Durante estos años, como se verá más adelante, los «swaps» interbancarios y, en menor medida, la compra de títulos del Estado han constituido las vías más frecuentemente utilizadas por los no residentes para instrumentar sus inversiones a corto plazo en activos denominados en pesetas.

En los primeros meses de 1987, en un contexto de política monetaria estricta que elevó, significativamente, los diferenciales de tipos de interés con el exterior, las entradas de capital a corto plazo aumentaron considerablemente, lo que generó una importante presión a favor de la apreciación de la peseta, parcialmente contrarrestada mediante la intervención del Banco de España en el mercado de cambios. Ello coincidió con la liberalización, a principios de dicho año (1), de la toma y colocación de fondos en moneda extranjera, así como en lo relativo a la asunción de riesgos por parte de las entidades delegadas.

La confluencia de este tipo de factores intensificó las operaciones especulativas a favor de la peseta y

(1) Circular n.º 1/1987 del Banco de España, por la cual se permitió el mantenimiento de posiciones abiertas, tanto deudoras como acreedoras, y se ampliaron, significativamente, los límites de las posiciones largas.

2. Vías de entrada de capital exterior a corto plazo

mm

	Inversiones en títulos a corto plazo (1) (a)	Pesetas convertibles (2) (b)	Posición de contado (3) (c)	Total (4) (d)	(2)/(4) %
1980	-1,0	64,3	8,2	71,5	89,9
1981	12,0	94,1	-2,4	103,7	90,7
1982	-0,5	71,2	-40,9	29,8	238,9
1983	6,0	86,2	-6,3	85,9	100,3
1984	-6,8	238,4	-11,0	220,6	108,1
1985	-19,6	-4,4	-96,4	-120,4	3,7
1986	-22,0	156,9	-17,7	117,2	133,6
1987	94,5	43,9	195,1	333,5	13,1
1988	86,6	154,4	208,4	449,5	34,4
1989	15,8	47,4	123,3	186,5	25,4
1990	90,0	314,1	421,4	825,7	38,0

Fuente: Registro de Caja. Banco de España.

(a) A partir de 1987 incluye la compra de letras del Tesoro por parte de no residentes.

(b) Las variaciones en las cuentas de pesetas convertibles no sólo responden a movimientos de entrada o de salida de capital sino, también, al trasvase de fondos entre instrumentos denominados en pesetas. No obstante, esta serie permite medir, aunque de manera aproximada, la importancia de dichas cuentas como vía de entrada de capital especulativo a corto plazo.

(c) Aunque la posición de contado de las entidades delegadas recoge variaciones correspondientes a operaciones por cuenta corriente y por cuenta de capital, esta serie se utiliza como medida aproximada de la realización de operaciones especulativas vía «swaps». Un signo positivo indica un aumento de la posición activa en moneda extranjera de las entidades.

(d) Este total ha de ser considerado como una aproximación, ya que incluye series que no son directamente añadibles.

complicó notablemente la instrumentación de la política monetaria.

El panorama así configurado llevó a las autoridades monetarias a establecer una secuencia de medidas para frenar las entradas de capital a corto plazo que, en un primer momento, recayeron sobre los depósitos en pesetas convertibles. Entre éstas se encuentran: aplicación del coeficiente de caja sobre los incrementos de los saldos de pesetas convertibles en marzo de 1987; aplicación del coeficiente de caja sobre la totalidad de los saldos en pesetas convertibles y prohibición del pago de intereses a las cuentas en pesetas convertibles con saldos superiores a diez millones de pesetas, en abril de 1987.

La incidencia de tales medidas fue muy diferente. En efecto, a pesar de que las dos primeras suponían una menor remuneración de los depósitos en pesetas convertibles, la elevación del tipo de interés interno determinó un aumento del diferencial medio de tipos de interés frente al exterior para colocaciones a corto plazo que, aun suponiendo la repercusión por parte de las entidades de la totalidad del coste del coeficiente, ofrecía un margen de rentabilidad suficientemente atractivo para el no residente, incluso descontando la cobertura del tipo de cambio (1).

Sin embargo, la tercera medida tuvo un efecto inmediato sobre dichos saldos, que, a partir del mes

de abril, experimentaron disminuciones crecientes (véase cuadro 3), a la vez que se observó una reducción del diferencial de tipos de interés frente al exterior para colocaciones a corto plazo. La eliminación de la posibilidad para los no residentes de invertir en cuentas de pesetas convertibles determinó la sustitución, por parte de las entidades delegadas, de compra de pesetas contra divisas en el contado, por compras en el plazo, mediante la realización de «swaps» interbancarios (véase cuadro 2). Ello llevó al Banco de España (1) a recomendar a las entidades delegadas la reducción paulatina, entre los meses de julio y diciembre, de su posición corta de divisas en el contado hasta llegar a cero, lo que se tradujo en menores entradas de capital a corto plazo y en una disminución de la presión apreciatoria soportada por la peseta.

Las anteriores medidas de control de cambios, junto con la tendencia a la baja observada en los tipos de interés interbancarios en la segunda mitad de 1987 y primera de 1988, indujeron un nuevo desplazamiento del capital exterior hacia la compra de títulos del Estado, en especial letras del Tesoro, las cuales ofrecían una rentabilidad diferencial media (2), con respecto a los depósitos en pesetas convertibles, en dicho período, en torno a 1,2 puntos

(1) Carta-circular de 5 de febrero de 1988.

(2) La rentabilidad correspondiente a las letras del Tesoro está calculada en base al tipo de interés a un año del mercado secundario, una vez descontada la retención correspondiente a los no residentes desde marzo de 1989, cifrada, en media, en un 10 %, de acuerdo a los convenios de doble imposición suscritos.

3. Evolución de los saldos en pesetas convertibles

	Saldos medios en pesetas convertibles (a) (m. PTA)	Diferencial tipos de interés euromercado a tres meses (%)	Tipo de cambio PTA/SME (+) Apreciación (-) Depreciación	Variación de Reservas Centrales (m. PTA)
1986				
ENE-MAR	641.596	2,1	-1,7	93.475
ABR-JUN	706.221	3,7	-0,1	-121.474
JUL-SEP	761.443	4,2	-1,0	391.133
OCT-DIC	753.454	3,8	-2,9	7.232
1987				
ENE-MAR	774.925 (b)	6,9	-3,5	208.541
ABR-JUN	749.942 (c)	9,4	0,7	586.483
JUL-SEP	734.304	8,3	3,2	768.332
OCT-DIC	752.287	6,0	1,8	192.201
1988				
ENE-MAR	758.007	5,0	-0,6	449.536
ABR-JUN	810.104	3,7	2,1	405.326
JUL-SEP	827.674	2,8	0,0	48.938
OCT-DIC	909.009	4,0	1,3	201.345
1989				
ENE-MAR	915.073	4,6	4,6	139.495
ABR-JUN	928.438	4,3	-0,9	409.769
JUL-SEP	887.062	4,6	0,1	268.682
OCT-DIC	933.725	4,1	-1,4	-271.851
1990				
ENE-MAR	909.580 (d)	4,7	-0,9	-20.031
ABR-JUN	1.160.911 (e)	5,7	2,6	164.628
JUL-SEP	1.092.866	5,7	1,0	479.329
OCT-DIC	1.279.311	5,7	1,6	237.553

Fuente: Banco de España.

(a) Los datos correspondientes al año 1986 y primer trimestre de 1987 proceden de los balances de bancos y cajas. A partir de abril de 1987 la serie utilizada es la de la declaración del coeficiente de caja.

(b) Aplicación del coeficiente de caja sobre los depósitos en pesetas convertibles, primero por los incrementos y, posteriormente por los saldos.

(c) Prohibición de remuneración para las cuentas en pesetas convertibles con saldos superiores a diez millones de pesetas.

(d) Reducción del coeficiente de caja desde el 17 % hasta el 5 %.

(e) Se liberaliza la remuneración de las cuentas en pesetas convertibles con saldos superiores a diez millones de pesetas.

porcentuales (vease gráfico 2), y se negociaban en un mercado secundario fluido. Asimismo, en el segundo trimestre de 1988 se observó un desplazamiento de fondos exteriores hacia los títulos de deuda pública a medio y largo plazo, explicado por el propio desarrollo del mercado tras la entrada en vigor del sistema de anotaciones en cuenta y por la evolución de la rentabilidad diferencial de estos títulos frente a las letras del Tesoro y a las pesetas convertibles.

A lo largo del segundo semestre de 1988, a diferencia del período anterior, los capitales a corto plazo experimentaron un crecimiento muy moderado, vinculado a la importante reducción del diferencial de intereses a partir del verano y a una evolución estable del tipo de cambio de la peseta (véase cuadro 3). En este sentido, el aumento entre los meses de octubre y diciembre de las carteras de no residentes de bonos y obligaciones del Estado, demuestra la menor sensibilidad de este tipo de inversiones a variaciones en los tipos de interés o a las expectativas de tipo de cambio. Además, desde fe-

brero de dicho año (1) se establecieron límites máximos a la posición corta vencida de las entidades en función de los recursos propios de cada una de ellas, tras las fuertes entradas de capital a principios de 1988 vía «swaps» por parte de no residentes (2).

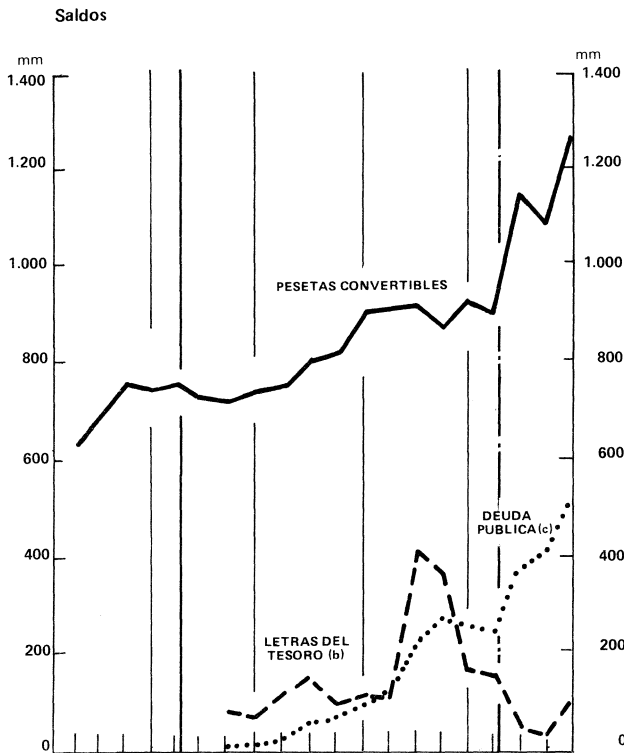
Durante el año 1989, los depósitos en pesetas convertibles, así como la realización de «swaps», continuaron en una situación de estancamiento, mientras que el saldo de letras del Tesoro en manos de no residentes, ante el resurgimiento de las expectativas alcistas sobre el tipo de cambio de la peseta, mostró un fuerte incremento entre los meses de abril y junio, cifrado en 300 mm.

Esta tendencia cambió de signo en la segunda mitad del año, como consecuencia de la caída en la

(1) Carta-circular de 5 de febrero de 1988.

(2) El anterior límite sobre la posición corta de divisas de las entidades se eliminó a mediados de enero de 1988, una vez que la crisis bursátil de octubre de 1987 paralizó las entradas de capital a corto plazo.

2. Evolución de los saldos en pesetas convertibles y títulos del Estado y rentabilidad



rentabilidad ofrecida por esta clase de títulos, tras la introducción de la retención sobre los rendimientos de las letras en manos de no residentes, en marzo de 1989. Esta medida se produjo en un contexto de elevación de los tipos de interés externos, de mantenimiento de los internos y de sensible disminución de la presión apreciatoria sobre la peseta en los meses inmediatamente posteriores a la incorporación al SME (véase cuadro 3).

En este período se produjo un desplazamiento de fondos hacia la adquisición en firme de títulos de deuda pública a medio y largo plazo, asociado al aumento en su rentabilidad (1), que situó el saldo de bonos y obligaciones del Estado en manos de no residentes en 279 mm al finalizar el mes de septiembre (véase gráfico 2).

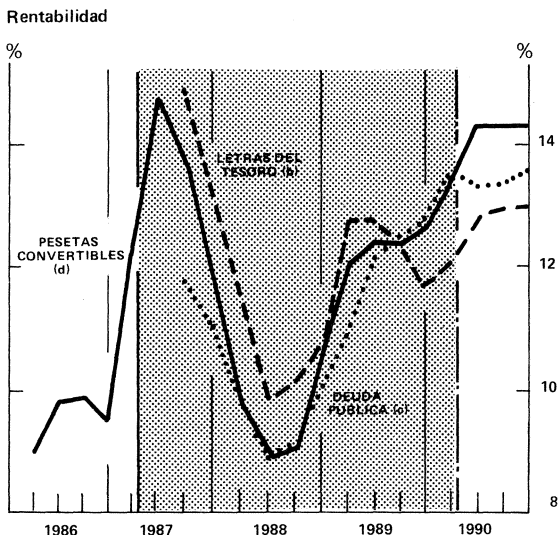
La atonía que había caracterizado la evolución de los depósitos en pesetas convertibles durante los años anteriores cambió de signo a lo largo del segundo trimestre de 1990, tras la supresión de la prohibición de pagar intereses a dichas cuentas. Asimismo, a partir de la tercera decena de marzo, entró en vigor la reducción del coeficiente de caja. Ello se tradujo en un aumento de la rentabilidad de dichos depósitos que, entre el primer y segundo trimestre del año, se elevó en 1,8 puntos porcentuales.

Posteriormente, durante los meses de julio a septiembre, los saldos en pesetas convertibles experimentaron una disminución, quizás vinculada a la incertidumbre generada tras la crisis del Golfo y, de nuevo, mostraron un impulso en el último trimestre del año. Este comportamiento podría guardar cierto paralelismo, aunque de signo contrario, con la evolución de los títulos de deuda pública a medio y largo plazo en manos de no residentes. En efecto, desde el mes de mayo de 1990, se observa un incremento notable en la compra de estos títulos, que en buena parte obedece a desinversiones procedentes de depósitos en pesetas convertibles.

Este desplazamiento de fondos, en un clima de incertidumbre generalizada, es atribuible, por una parte, a la posibilidad del no residente para realizar adquisiciones temporales de deuda pública (2), prohibidas entre junio de 1987 y abril de 1990 y, por otra, al aumento en la rentabilidad diferencial ofrecida por estos títulos, superior a la de las letras y, en

(1) La rentabilidad correspondiente a los títulos de deuda pública está calculada en base al rendimiento interno de la deuda a más de dos años, una vez descontada la retención correspondiente a los no residentes, cifrada en un 25 %.

(2) Orde del 12 de marzo de 1990.



■ DURANTE ESTE PERÍODO SE PROHIBIÓ LA REMUNERACIÓN DE LOS DEPÓSITOS EN PESETAS CONVERTIBLES CON SALDOS SUPERIORES A LOS 10 MILLONES.
 * SE LIBERALIZA LA ADQUISICIÓN TEMPORAL DE TÍTULOS DE DEUDA PÚBLICA POR PARTE DE NO RESIDENTES.

Fuente: Banco de España.

algunos meses, incluso, a la correspondiente a los depósitos en pesetas convertibles (véase gráfico 2).

Durante los meses de enero y febrero de 1991, en un clima de apreciación del tipo de cambio, los depósitos en pesetas convertibles y la adquisición de letras del Tesoro por parte de no residentes han experimentado un crecimiento moderado. En cambio, la inversión en títulos de deuda pública aumentó en 379 mm, lo cual viene explicado por la supresión de su gravamen fiscal a comienzos de año y por la generación de fuertes expectativas de caída de los tipos de interés a medio y largo plazo.

4. CONCLUSIONES

Entre los años 1980 y 1986, las cuentas en pesetas convertibles constituyeron la principal vía de entrada de capital especulativo a corto plazo con el objeto de aprovechar el elevado diferencial de tipos de interés que generaba un descuento de la peseta a plazo, superior al porcentaje probable de depreciación en dicho plazo. La integración de España en la CEE, que supuso un notable incremento en la afluencia de capitales extranjeros hacia la economía española, y el elevado diferencial de tipos de interés a favor de los instrumentos denominados en pesetas llevaron a las autoridades monetarias a la adopción, en los primeros meses de 1987, de un conjunto de medidas de control de cambios sobre dichas cuentas. Ello se tradujo en una significativa ralentización en el ritmo de avance de las mismas en el período 1987-1989, y en importantes desplazamientos de fondos exteriores hacia instrumentos de inversión alternativos, tales como los «swaps» interbancarios y los títulos públicos.

En un primer momento y, de forma inmediata, fueron las entidades delegadas las que, al amparo de la liberalización a comienzos de 1987 de las operaciones en moneda extranjera, canalizaron la mayor parte del volumen de entradas de capital especulativo, a través de la realización de «swaps». Posteriormente, una vez restringida esta vía por el Banco de España, el no residente concentró su demanda en los títulos públicos, observándose, a partir de este momento, trasvases sucesivos de fondos exteriores entre las letras del Tesoro y los títulos de deuda a medio y largo plazo.

En el año 1990, los depósitos en pesetas convertibles han experimentado un avance, vinculado al aumento en su rentabilidad tras la reducción del coeficiente de caja en el mes de marzo y al restablecimiento de su libertad de remuneración en el mes de abril. Por su parte, los títulos de deuda pública a

medio y largo plazo, a diferencia de las letras del Tesoro, han continuado mostrando un gran dinamismo en la parte transcurrida de 1991, que viene explicado por razones de tipo fiscal así como por las expectativas generadas en torno a futuras reducciones en el nivel de tipos de interés.

En relación a los efectos sobre el tipo de cambio de la peseta, posición de las entidades y liquidez del sistema, derivados de las variaciones en los saldos de pesetas convertibles, debe señalarse que el signo de los mismos depende del motivo original de dichas variaciones. Así, cuando dichas variaciones provienen de una mera reasignación, por parte de los no residentes, entre instrumentos denominados en pesetas, no existen efectos iniciales ni sobre el tipo de cambio ni sobre la posición de las entidades y, tan sólo, podría generarse, de manera secundaria, un efecto multiplicador sobre los activos de caja del sistema bancario si dicha reasignación conlleva una variación del pasivo bancario.

Sin embargo, si las variaciones en dichos saldos se producen con cargo a movimientos de entrada o salida de capital, mientras los efectos sobre el tipo de cambio, posición y liquidez de las entidades se producen de manera automática, el efecto sobre las reservas centrales depende, en última instancia, de la intervención del Banco de España en el mercado de cambios, en función del objetivo de tipo de cambio establecido.

Finalmente, es difícil establecer una relación automática entre variaciones de los depósitos en pesetas convertibles y efecto final sobre la liquidez del sistema, en la medida en que se desconocen los motivos que originaron dichos saldos. En efecto, las cuentas de pesetas convertibles son cuentas vehiculares, canalizadoras de muchas operaciones de balanza de pagos entre residentes y no residentes y, a la vez, son un instrumento de inversión. En este sentido, cabe apuntar que, mientras las operaciones en pesetas convertibles asociadas a transacciones corrientes tienen una evolución más o menos tendencial, las relacionadas con fines especulativos presentan elevadas dosis de volatilidad y un alto grado de sustituibilidad con otros instrumentos denominados en pesetas, lo que obliga a una consideración global del conjunto de los movimientos de capitales a corto plazo.

22-III-1991.

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 1991

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	32,31	29,00	32,31	29,00
ESPAÑOL DE CREDITO	14,30	30,47	27,50	30,47	27,50
HISPANO AMERICANO	13,92	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>13,84</i>	<i>31,69</i>	<i>28,33</i>	<i>31,49</i>	<i>28,33</i>
COMERCIALES					
ABEL MATUTES TORRES	13,90	24,24	22,00	24,24	22,00
ALBACETE	—	—	—	—	—
ALCALA	13,65	25,00	—	(4,00)	—
ALICANTE	14,20	32,31	29,00	32,31	29,00
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	15,25	31,10	29,00	(3,00)	—
BANIF	13,92	31,48	28,00	31,08	28,00
BARCELONA	14,00	32,30	29,00	32,30	29,00
BARCLAYS S.A.E.	13,65	28,65	26,00	28,65	26,00
BILBAO MERCHANT	13,65	—	—	—	—
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	31,08	28,00	(4,06)	(4,00)
COMERCIAL ESPAÑOL	12,82	32,31	29,00	32,31	29,00
COMERCIAL TRANSATLANTICO	14,75	29,85	27,00	29,85	27,00
COMERCIO	14,92	32,31	29,00	32,31	29,00
CONDAL	—	—	—	—	—
CONSOLIDADO ESPAÑA	13,10	26,56	25,00	27,44	25,00
COOPERATIVO ESPAÑOL	15,00	22,71	—	(4,00)	—
CREDIPAS	—	24,36	22,00	23,88	22,00
CREDIT & COMMERCE	15,53	28,82	—	28,82	—
CREDITO BALEAR	13,65	31,25	27,50	30,47	27,50
CREDITO CANARIO	15,03	32,31	29,00	32,31	29,00
CREDITO Y AHORRO	15,31	28,65	26,00	28,65	26,00
DEPOSITOS	7,19	18,71	—	19,25	—
ETCHEVERRIA	13,09	28,64	—	(7,00)	—
EUROHIPOTECARIA	15,50	20,97	—	20,97	—
EUROPA	14,50	32,31	29,00	32,31	29,00
EUROPEO DE FINANZAS	14,00	32,30	29,00	(9,50)	—
EXPORTACION	13,10	26,25	24,00	26,25	24,00
EXTERIOR DE ESPAÑA	14,20	32,31	29,00	32,31	29,00
EXTREMADURA	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
FINANZAS E INVERSIONES	15,75	20,00	—	(2,00)	—
FINANZIA BANCO DE CREDITO	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
FINESOR	—	—	—	—	—
GALICIA	14,25	31,25	27,50	30,47	27,50
GALLEGO	14,06	32,31	29,00	32,31	29,00
GENERAL	14,30	30,47	27,50	30,47	27,50
GESTION E INVERSION FINANCIERA	14,20	32,31	29,00	32,31	29,00
GUIPUZCOANO	14,48	27,69	26,00	(7,00)	0,00
HERRERO	14,52	32,31	29,00	32,31	29,00
HUELVA	—	—	—	—	—
IBERCORP	16,67	28,07	25,00	—	—

(Continuación) 2
Situación al día 28 de febrero de 1991

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
COMERCIALES					
INTERNACIONAL DE COMERCIO	14,61	29,86	27,00	29,86	27,00
INVERSION	—	22,50	—	22,50	—
INVERSIONES Y SERVICIOS FINANCIEROS	16,98	29,33	—	28,65	—
ISLAS CANARIAS	15,31	28,65	—	28,65	—
JEREZ	13,92	31,48	28,00	31,08	28,00
JOVER	13,32	32,31	29,00	32,31	29,00
MADRID	13,65	32,31	29,00	32,31	29,00
MAPFRE	15,00	27,44	—	27,44	—
MARCH	13,00	30,60	27,00	29,86	27,00
MAS SARDA	13,65	25,44	24,00	26,25	24,00
MERCANTIL DE TARRAGONA	13,92	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
PASTOR	14,20	29,85	27,00	29,85	27,00
PENINSULAR	—	—	—	—	—
PRIVAT BANK	15,00	28,07	25,00	28,07	25,00
PUEYO	10,66	28,65	26,00	28,65	26,00
SABADELL	14,20	28,65	26,00	28,65	26,00
SABADELL MULTIBANCA	15,03	28,65	26,00	28,65	26,00
SANTANDER NEGOCIOS	18,11	22,71	21,00	18,11	17,00
SEVILLA	—	—	—	—	—
SIMEON	14,20	32,31	29,00	32,31	29,00
SINDICATO DE BANQUEROS BARNA.	16,43	32,31	29,00	32,31	29,00
TOLEDO	—	—	—	—	—
UNIVERSAL	14,20	28,65	—	28,65	—
VALENCIA	14,06	32,31	29,00	32,31	29,00
VASCONIA	13,65	31,25	27,50	30,47	27,50
VITORIA	13,65	30,47	27,50	30,47	27,50
ZARAGOZANO	15,30	31,38	28,00	31,38	28,00
<i>Media simple</i>	14,20	29,39	27,28	29,52	27,19
INDUSTRIALES					
BANCAPITAL	14,00	25,58	23,00	25,58	23,00
BANCOVAL	14,20	23,88	—	23,88	—
BANKINTER	12,85	32,30	29,00	(9,50)	—
CATALA DE CREDIT	14,20	30,47	27,50	30,47	27,50
CHASE ESPAÑA	16,10	25,81	—	25,81	—
DESARROLLO ECONOMICO ESPAÑOL	14,60	28,65	—	28,65	—
EXTERIOR DIRECTO	14,50	32,31	29,00	32,31	29,00
FOMENTO	14,06	32,31	29,00	32,31	29,00
GRANADA	14,06	32,31	29,00	32,31	29,00
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	28,65	—	28,65	—
INDUSTRIAL DEL MEDITERRANEO	14,00	32,30	29,00	32,30	29,00
NOROESTE	—	—	—	—	—
OCCIDENTAL	—	—	—	—	—
PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA	16,42	27,44	25,00	27,44	25,00
POPULAR INDUSTRIAL	15,03	31,25	27,50	30,47	27,50
PRIVANZA	15,87	32,31	29,00	32,31	29,00
PROGRESO	15,86	27,44	—	27,44	—
PROMOCION DE NEGOCIOS	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
URQUIJO	15,03	27,69	26,00	28,65	26,00
<i>Media simple</i>	14,47	29,51	27,50	29,41	27,38

(Continuación) 3
Situación al día 28 de febrero de 1991

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
EXTRANJEROS					
ALGEMENE BANK	16,34	21,55	—	21,55	—
AMERICA	15,20	21,55	20,00	21,55	20,00
ARABE ESPAÑOL	13,50	28,73	25,00	28,73	25,00
BANKERS TRUST	15,25	22,00	—	22,00	—
BARCLAYS BANK INTERNAT.	13,65	28,65	26,00	28,65	26,00
BRASIL	16,98	27,44	25,00	(3,00)	—
BRUXELLES LAMBERT	16,42	25,06	23,00	25,06	23,00
CAISSE N.C. AGRIC	16,25	24,36	—	(2,01)	—
CHASE MANHATTAN	16,10	27,24	—	(3,08)	—
CITIBANK	16,00	25,06	23,00	(4,06)	(4,00)
COMMERCIALE ITALIANA	16,94	27,44	—	(2,50)	—
COMMERZBANK	15,31	21,55	20,00	21,55	20,00
CONTINENTAL ILLINOIS	—	—	—	—	—
CREDIT COMMERCIAL DE FRANCE	15,31	23,88	22,00	(2,02)	(2,00)
CREDIT LYONNAIS	16,14	23,88	22,00	(3,00)	—
CREDIT SUISSE	—	27,44	25,00	(3,03)	(3,00)
CREDITO ITALIANO	14,83	24,00	—	24,00	—
DEUTSCHE BANK	14,75	24,37	—	24,37	—
DEUTSCHE BANK CREDIT S.A.	15,31	27,44	25,00	(4,06)	(4,00)
DRESDNER BANK	15,15	24,60	22,00	24,60	22,00
ESPIRITU SANTO Y COM. LISBOA	14,50	24,00	—	24,00	—
ESTADO SAO PAULO	—	26,82	24,00	26,82	24,00
EXTERIOR DE LOS ANDES	12,00	27,44	—	27,44	—
FIRST INTERSTATE	17,25	22,50	—	(5,00)	—
FIRST N. BANK OF CHICAGO	15,98	26,82	—	(4,06)	—
FOMENTO EXTERIOR PORTUGAL	15,86	33,18	29,00	33,18	29,00
FUJI BANK LIMITED	16,42	32,31	29,00	32,31	29,00
GB BANCO BELGA	17,00	24,32	23,00	(3,04)	(3,00)
INDOSUEZ	—	20,00	—	20,00	—
INDUSTRIAL BANK OF JAPAN LTD.	16,14	26,82	24,00	26,82	24,00
INST. BANC. S. PAOLO DI TORINO	15,75	22,00	—	(4,00)	—
JYSKE BANK	14,25	32,80	29,00	32,80	29,00
LLOYDS BANK	16,14	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	15,00	15,59	—	(2,00)	—
MITSUI TAIYO KOBE BANK	14,00	23,00	—	23,00	—
MORGAN GUARANTY	14,25	15,50	—	16,00	—
NACION ARGENTINA	15,50	24,36	22,00	(4,00)	—
NAPOLI	16,00	26,82	24,00	(5,09)	(5,00)
NAT. WESTMINSTER BANK	14,75	30,60	27,00	(6,66)	(6,50)
NATIONALE DE PARIS	15,25	31,10	29,00	(3,00)	—
NAZIONALE LAVORO	15,87	25,06	—	21,55	—
PARIBAS	15,30	21,55	—	(2,00)	—
PORTUGUES DO ATLANTICO	16,36	29,33	—	(4,07)	—
REAL	18,14	24,00	—	22,00	—
ROMA	—	24,32	23,00	(2,00)	—
ROYAL BANK OF CANADA	16,85	28,00	—	(2,00)	—
SANWA BANK	15,75	25,33	24,00	(2,00)	—
SAUDI ESPAÑOL	17,41	27,44	25,00	27,44	25,00
SOCIETE GENERALE	16,70	26,25	—	(3,03)	—
SUMITOMO BANK	—	21,55	20,00	(2,02)	(2,00)
TOKYO	16,20	24,32	—	(2,02)	—
WESTDEUTSCHE LANDESBANK G.	16,00	27,44	25,00	27,44	25,00
<i>Media simple</i>	15,67	25,40	24,28	24,32	23,29
TOTAL					
<i>Media simple</i>	14,73	28,05	26,53	28,39	26,64

(Continuación) 4
Situación al día 28 de febrero de 1991

CAJAS DE AHORRO	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
ALBACETE	15,03	25,44	24,00	25,44	24,00
ALICANTE PROVINCIAL	16,70	23,88	22,00	23,88	22,00
ALMERIA	12,50	22,10	21,00	(4,00)	(4,00)
ANTEQUERA	13,42	26,56	—	26,56	—
ASTURIAS	14,00	23,21	22,00	(4,00)	(4,00)
AVILA MONTE	14,49	25,06	—	25,06	—
BADAJOS	13,65	22,71	—	(4,00)	(4,00)
BALEARES	17,33	26,25	—	26,25	—
BILBAO VIZCAYA	13,65	26,25	24,00	26,25	24,00
BURGOS C.C.O.	13,42	18,81	—	19,25	—
BURGOS MUNICIPAL	13,65	21,00	20,00	21,55	20,00
C. A. GUIPUZCOA Y S. SEBASTIAN	14,20	21,00	20,00	(4,04)	(4,00)
C. A. Y PENSIONES DE BARCELONA	14,20	27,44	25,00	27,44	25,00
CADIZ	16,48	26,56	—	27,44	—
CANARIAS GENERAL	14,20	25,06	—	(4,00)	(4,00)
CANARIAS INSULAR	14,75	25,44	24,00	26,25	24,00
CARLET	12,68	23,88	—	23,88	—
CASTELLON	13,92	26,25	24,00	26,25	24,00
CATALUÑA	13,92	27,44	25,00	27,44	25,00
CECA	14,25	24,32	23,00	(2,00)	(2,00)
CORDOBA MONTE	12,00	24,04	22,75	24,77	22,75
CORDOBA PROVINCIAL	13,10	24,32	23,00	25,06	23,00
CUENCA Y CIUDAD REAL	14,48	26,25	—	26,25	—
ESPAÑA DE INVERSIONES	13,65	23,21	—	(5,09)	—
EXTREMADURA	9,52	23,21	—	23,88	—
GALICIA	12,55	26,56	25,00	(4,00)	(4,00)
GERONA	13,10	26,56	—	27,44	—
GRAL. AH. DE GRANADA	14,75	26,56	25,00	27,44	25,00
GUADALAJARA	14,75	25,44	—	26,25	—
HUELVA Y SEVILLA	10,00	23,21	—	(5,09)	—
IBERCAJA	15,30	24,00	—	24,00	—
INMACULADA DE ARAGON	12,55	26,56	—	27,44	—
JAEN	15,00	26,56	—	27,44	—
JEREZ	12,28	25,06	—	(2,02)	—
LAYETANA	14,50	29,86	27,00	29,86	27,00
MADRID	14,00	23,88	22,00	(6,14)	—
MALAGA	14,75	26,56	—	27,44	—
MANLLEU	14,20	29,87	—	29,87	—
MANRESA	14,50	28,82	27,00	(3,00)	(3,00)
MEDITERRANEO	15,87	27,44	25,00	27,44	25,00
MURCIA	15,00	28,65	—	(8,00)	(8,00)
NAVARRA	14,75	23,21	22,00	24,36	22,00
ONTENIENTE	15,31	25,06	—	25,06	—
ORENSE	14,20	25,44	24,00	26,25	24,00
PAMPLONA MUNICIPAL	11,00	22,10	—	23,14	—
POLLENSA	15,30	25,06	—	25,06	—
PONTEVEDRA	14,75	26,56	—	27,44	—
POSTAL	13,92	23,21	22,00	23,88	22,00
RIOJA	16,99	22,00	22,00	23,88	22,00
RONDA	14,00	28,07	25,00	27,44	25,00
SABADELL	14,20	28,65	26,00	28,65	26,00
SAGUNTO	13,65	28,65	—	28,65	—

(Continuación) 5
Situación al día 28 de febrero de 1991

CAJAS DE AHORRO	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
SALAMANCA	10,38	26,56	—	27,44	—
SANTANDER Y CANTABRIA	14,75	21,00	21,00	(6,00)	(6,00)
SEGOVIA	14,75	21,55	20,00	21,55	20,00
SEVILLA SAN FERNANDO	14,00	25,06	23,00	(5,09)	(5,00)
SORIA	13,50	19,25	—	(4,00)	(4,00)
TARRAGONA	13,00	25,00	—	(5,00)	(5,00)
TARRASA	14,00	26,84	—	26,84	—
TOLEDO	14,00	25,44	—	25,44	—
VALENCIA	14,37	27,44	25,00	27,44	25,00
VALENCIA PROVINCIAL	14,00	25,06	23,00	25,06	23,00
VIGO	14,75	26,56	25,00	27,44	25,00
VILLAFRANCA DEL PENEDES	13,10	27,44	—	(3,00)	(3,00)
VITORIA Y ALAVA	13,65	24,32	23,00	25,06	23,00
TOTAL					
<i>Media simple</i>	13,98	25,15	23,39	25,91	23,66
ENTIDADES OFICIALES DE CREDITO					
BANCO DE CREDITO AGRICOLA	14,75	21,00	—	(6,5)	—
BANCO DE CREDITO INDUSTRIAL	14,20	24,32	—	25,06	—
BANCO HIPOTECARIO	16,10	21,00	20,00	(6,14)	(6,00)
BANCO DE CREDITO LOCAL	15,87	18,81	18,00	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

COMUNICACIONES VARIAS DEL BANCO DE ESPAÑA

COMUNICACIONES VARIAS	CONTENIDO
Instrucción de 11 de febrero de 1991 (Ref. Int. CV 3/91)	Bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito. Pagarés del Tesoro: emisiones especiales.
Instrucción de 20 de febrero de 1991 (Ref. Int. CV 4/91)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Obligaciones del Estado, al 12,25 % a 10 años, emisión de 25 de marzo de 1990. Subasta de marzo de 1991.

MODIFICACIONES A LAS CIRCULARES PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	CONTENIDO
1/91, de 22 de enero	Fe de erratas. Anexo III.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas durante el mes de marzo de 1991

Código	Nombre	Fecha	Concepto
BANCOS			
0196	WESTDEUTSCHE LANDESBANK (EUROPA), A.G. Sucursal en España	01.03.91	Alta con domicilio social en Plaza de Pablo Ruiz Picasso, s/n., edificio Torre Picasso, piso 34.-28020 Madrid, por baja de WESTDEUTSCHE LANDESBANK GIROZENTRALE, Sucursal en España, que traspasa sus activos y pasivos a la nueva entidad.
0121	BANCO OCCIDENTAL, S.A.	01.03.91	Cambio de domicilio social a Claudio Coello, 92.-28006 Madrid.
0101	BANCO DE LAS ISLAS CANARIAS, S.A.	06.03.91	Cambio de denominación social por ISBANC, BANCO PRIVADO DE NEGOCIOS, S.A., y domicilio a Plaza Weyler, 1.-38003 Santa Cruz de Tenerife.
0207	THE TOKAI BANK LIMITED. Sucursal en España	11.03.91	Alta con domicilio social en Alcalá, 44, pta. 3.-28014 Madrid.
0202	BANCO EXTERIOR INTERNACIONAL, S.A.	21.03.91	Cambio de domicilio social a Goya, 14.-28001 Madrid.
OFICINAS DE REPRESENTACION DE BANCOS EXTRANJEROS			
1186	FOKUS BANK	01.03.91	Baja a petición propia.
1125	COMMERCIALE ITALIANA	11.03.91	Baja a petición propia.
COOPERATIVAS DE CREDITO			
3007	CAJA RURAL GIJONESA, S.C.C.L.	01.03.91	Cambio de denominación social por CAJA RURAL DE GIJON, COOPERATIVA DE CREDITO.
DEMÁS ENTIDADES (Ley 26/1988)			
8590	FINANCOR, S.A., ENTIDAD DE FINANCIACION	01.03.91	Baja por cambio de objeto social.
8204	BANESTO HIPOTECARIO, S.A., S.C.H.	01.03.91	Cambio de domicilio social a P.º de la Castellana, 103, bajo.-28046 Madrid.
4391	INVERAPPRAISAL, S.A.	04.03.91	Alta con domicilio social en Velázquez, 24.-28001 Madrid.
4701	HISPANO ORIX LEASING, S.A.	01.03.91	Cambio de domicilio social a Goya, 22.-28001 Madrid.
8479	MAPFRE FINANZAS DE LEVANTE, E.F., S.A.	04.03.91	Cambio de denominación social por MAPFRE FINANZAS DE CATALUÑA Y BALEARES, ENTIDAD DE FINANCIACION, S.A.
8523	FACIN, S.A., DE FINANCIACION	14.03.91	Cambio de domicilio social a Rector Ubach, 48, 1.º-2.-08021 Barcelona.
8905	GROUP FACTORING ESPAÑOLA, S.A.	14.03.91	Cambio de denominación social por BANZANO GROUP FACTORING, S.A., ENTIDAD DE FINANCIACION, y de domicilio a P.º de la Castellana, 89.-28006 Madrid.
4385	EUROPEA DE TASACIONES EUROTASA, S.A.	20.03.91	Cambio de denominación social por EUROTASA, S.A. y de domicilio social a O'Donnell, 34, 1.º-28009 Madrid.
8321	FINANCIERA BANCOBAO, S.A.	26.03.91	Cambio de domicilio social a P.º de las Delicias, 30.-28045 Madrid.