

BANCO  
DE  
ESPAÑA

# boletín económico

febrero 1992

## 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 períodos.
- \* 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
La desestacionalización de los agregados monetarios en 1992	13
El mercado español de pagarés de empresa	21
Márgenes de beneficio, eficiencia y poder de mercado	35
El margen precio-coste marginal en la Encuesta Industrial: 1978-1988	37
Inversión, valor bursátil y restricciones financieras	39
Información del Banco de España	43
Tipos de interés activos libres declarados por bancos, cajas de ahorro y entidades oficiales de crédito. Situación a 31 de enero de 1992	44
Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España	49
Registros oficiales de entidades. Variaciones producidas durante el mes de febrero de 1992	50
Indicadores económicos	53
Artículos y publicaciones del Banco de España	101



# Evolución monetaria

De acuerdo con la información disponible, de carácter provisional, los activos líquidos en manos del público (ALP) registraron un crecimiento prácticamente nulo en enero (-0,1 %). No obstante, esta evolución está distorsionada, porque se produjo, el día 10 de dicho mes, una elevada sustitución de pagarés del Tesoro y pagarés forales por deuda especial (695 mm), al no estar incluida esta última en la definición de ALP. Corrigiendo este efecto, la tasa de crecimiento intermensual de ALP en enero se sitúa en torno al 10 %, en línea con las tasas de expansión registradas en el último trimestre del año, aun cuando muestra una cierta tendencia a la desaceleración.

El mercado de pagarés de empresa experimentó en enero una reactivación, tras cuatro meses de profunda atonía. El crecimiento medio estimado para dicho mes es de unos 50 mm, lo que conduciría a una expansión del agregado ALP2 del 1 %, tasa que, corregida del efecto de la deuda especial, se eleva hasta el 11 %.

Entre los componentes de ALP hay que destacar dos aspectos significativos. Por un lado, la notable expansión del efectivo en manos del público (60 % en tasa intermensual anualizada) relacionada, en gran medida, con los procesos de liquidación de activos que han tenido lugar con motivo de la regularización fiscal realizada entre los meses de diciembre y enero. Por otro lado, el débil crecimiento de los depósitos y otros pasivos bancarios computables (4 %), debido, sobre todo, a la moderación de los depósitos

## 1. Agregados monetarios (Ø)

	Saldos mm	Variación intermensual (T <sub>i</sub> ) (%)			Variación acumulada desde DIC (%)		
		1991		1992	1991		1992
	ENE (p)	NOV	DIC (p)	ENE (p)	NOV	DIC (p)	ENE (p)
<b>Activos líquidos en manos del público (ALP)</b>	<b>54.623</b>	<b>12,7</b>	<b>7,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>11,2</b>	<b>10,9</b>	<b>-0,1</b>
			<b>(10)</b> (a)	<b>(10)</b> (a)		<b>(11,1)</b>	<b>(10)</b> (a)
Disponibilidades líquidas (M3)	50.395	14,2	7,0	1,2	12,2	11,8	1,2
<i>Efectivo</i>	<i>5.530</i>	<i>31,6</i>	<i>28,0</i>	<i>59,5</i>	<i>22,5</i>	<i>23,0</i>	<i>59,5</i>
<i>Depósitos de la banca</i>	<i>16.945</i>	<i>3,7</i>	<i>12,4</i>	<i>1,5</i>	<i>15,4</i>	<i>15,1</i>	<i>1,5</i>
<i>Depósitos de las cajas</i>	<i>15.558</i>	<i>26,9</i>	<i>26,9</i>	<i>19,5</i>	<i>14,3</i>	<i>15,3</i>	<i>19,5</i>
<i>Resto (b)</i>	<i>12.362</i>	<i>8,4</i>	<i>-23,8</i>	<i>-32,4</i>	<i>3,0</i>	<i>0,5</i>	<i>-32,4</i>
Otros activos líquidos (c)	4.228	-3,3	18,8	-14,4	-0,1	1,3	-14,4
<b>PRO MEMORIA:</b>							
ALP2	57.198	12,1	7,4	1,0	11,2	10,9	1,0
			<b>(9,9)</b> (a)	<b>(11)</b> (a)		<b>(11,1)</b>	<b>(11,0)</b> (a)

Fuente: Banco de España.

(a) Tasas que resultarían de corregir el efecto de la deuda especial.

(b) Cesión temporal de activos (tanto públicos como privados), participaciones de activo, empréstitos en el sistema bancario y depósitos en pesetas de entidades distintas a banca y cajas.

(c) Incluye empréstitos del Crédito Oficial y de las entidades de crédito de ámbito operativo limitado, pasivos por operaciones de seguro, transferencias no interbancarias de activos privados, letras endosadas, avales a pagarés de empresa y valores públicos, tanto del Estado como de otras Administraciones Públicas, mantenidos en firme por el sector privado.

de la banca privada, cuyo ritmo de expansión fue tan sólo del 1,5 %, frente a un 20 % que alcanzaron los correspondientes a las cajas de ahorro. Esta diferencia de comportamiento entre ambos tipos de instituciones, que viene siendo habitual desde el comienzo del segundo semestre del pasado año, puede estar asociada a la expansión de los fondos de inversión vinculados a la banca y al crecimiento de los valores públicos a largo plazo en las carteras de las familias y empresas.

Los valores del Estado en las carteras del público que forman parte de ALP registraron, en enero, una disminución de 170 mm, en términos de la media mensual, determinada por el descenso de 311 mm en el saldo medio mensual de pagarés del Tesoro en manos del público como consecuencia del canje, antes señalado, de estos instrumentos por deuda especial. Esta operación representó una caída del saldo vivo de pagarés del Tesoro en poder del público en torno a un 50 %. Por el contrario, el saldo de letras del Tesoro aumentó en 144 mm, mientras el saldo de las adquisiciones temporales de deuda a medio y largo plazo apenas registró variación. El incremento de las letras del Tesoro, tras la caída de 90 mm registrada el último mes de 1991, refleja la gran afluencia de solicitudes a las emisiones a un año, los días 16 y 30

de enero, motivada por la escasez de papel en el mercado, al no haber habido en dicho mes de enero convocatoria de subastas a 3 meses.

Por lo que se refiere a las contrapartidas de ALP, según la información procedente del avance de los balances de la banca y las cajas de ahorro correspondientes a enero, la tasa de crecimiento del crédito interno a las familias y empresas, estimada para dicho mes, es del 5 %, cifra que se sitúa dentro de la tónica de contención registrada por esta variable desde noviembre de 1991. Añadiendo la financiación obtenida por las empresas a través de la colocación de pagarés, la tasa intermensual se eleva hasta el 6 %. Es probable que estas cifras tan moderadas reflejen una cierta desviación de la demanda de crédito desde los mercados internos hacia los mercados exteriores, que estuviese anticipando los efectos previsibles de la plena liberalización del endeudamiento externo que se materializó en febrero.

El crédito interno a las Administraciones Públicas registró en enero una caída del 44 % en su tasa intermensual anualizada. Sin embargo, al igual que ocurre con ALP, esta tasa está sesgada a la baja por el canje de pagarés del Tesoro por deuda especial, ya que esta última no constituye contrapartida de ALP.

## 2. Financiación a empresas y familias

	Saldos en mm			Tasas de crecimiento (%)			Variación acumulada desde DIC 1990/1991 (%)		
	1991		1992	1991		1992	1991		1992
	NOV	DIC (p)	ENE (p)	NOV	DIC (p)	ENE (p)	NOV	DIC (p)	ENE (p)
	<hr/> T <sub>1</sub> <hr/>								
SERIE DESESTACIONALIZADA:									
<b>Crédito interno (a)</b>	<b>45.368</b>	<b>45.648</b>	<b>45.771</b>	<b>11,2</b>	<b>11,3</b>	<b>5,0</b>	<b>11,5</b>	<b>11,1</b>	<b>5,0</b>
	<hr/> T <sub>12</sub> <hr/>								
SERIES ORIGINALES:									
<b>Crédito interno (a)</b>	45.391	45.993	46.092	10,9	11,1	10,3			
Crédito	43.477	44.026	...	10,6	10,9	...			
Banca	23.079	23.842	...	15,1	17,6	...			
Cajas	12.029	12.264	...	9,9	11,1	...			
Resto	8.369	7.919	...	0,9	-5,4	...			
Valores y mercados monetarios	1.914	1.967	...	17,4	20,7	...			
PRO MEMORIA:									
<b>Crédito interno más pagarés de empresa</b>	<b>47.915</b>	<b>48.513</b>	<b>48.346</b>	<b>11,2</b>	<b>11,1</b>	<b>10,3</b>			

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		
		1990	1991		1992	ENE 1992		FEB 1992
		DIC	NOV	DIC	ENE	2ª dec	3ª dec	1ª dec
<b>BANCO DE ESPAÑA:</b>								
Subasta de CBE (a)	10 d	14,7	12,5	12,5	12,6	12,6	12,6	12,6
Compras de CBE	1 d	15,1	12,5	12,6	12,7	12,7	12,6	12,6
Préamos de regulación monetaria	1 d	17,0	12,6	12,7	12,8	13,0	13,0	-
<b>TESORO:</b>								
Subasta de letras (a)	3 m	-	-	12,2	-	-	-	-
	12 m	14,5	11,9	12,1	11,9	11,9	11,9	11,9
Subasta de bonos (a)	3 a	14,5	11,6	-	-	11,6	-	-
	5 a	14,3	11,5	-	-	11,9	-	-
Subasta de obligaciones (a)	10 a	-	11,4	-	11,4	10,9	-	-
<b>INTERBANCARIO:</b>								
Depósitos	1 d	14,9	12,6	12,6	12,7	12,7	12,7	12,7
	3 m	15,1	12,7	12,9	12,9	12,9	12,8	12,8
	6 m	15,2	12,7	12,9	12,9	12,8	12,8	12,8
Dobles con letras Tesoro	1 d	14,2	12,1	11,7	11,9	12,0	12,0	11,7
	3 m	14,1	12,0	12,0	11,8	11,8	11,7	11,7
Dobles con pagarés Tesoro	1 d	1,3	12,2	12,1	12,0	12,1	12,1	11,9
Letras Tesoro a vencimiento	12 m	14,5	11,8	11,9	11,8	11,8	11,8	11,8
<b>BANCARIOS:</b>								
Depósitos de la banca	1-2 a	11,3	10,3	10,2	...	...	...	...
Depósitos de las cajas	1-2 a	10,7	10,2	10,2	...	...	...	...
Crédito banca residente								
<i>A interés fijo</i>	1-3 a	17,5	15,7	15,8	...	...	...	...
<i>Preferencial</i>	3 m	14,7	13,5	13,5	13,5	...	...	...
Cto. de la b. extranjera a int. vble.		16,2	13,6	...	...	...	...	...
Crédito de las cajas								
<i>A interés fijo</i>	1-3 a	17,5	15,9	15,4	...	...	...	...
<b>OTROS:</b>								
Deuda pública anotada	2 a o más	14,5	11,8	11,9	11,5	11,5	11,4	11,5
Obligaciones eléctricas	2 a o más	...	12,0	12,3	12,4	12,4	12,3	12,2

Fuente: Banco de España.

(a) Tipo de interés marginal.

Realizando la oportuna corrección, la tasa de enero sería del -15 %, y la correspondiente a los últimos tres meses, del 6 %. En enero, los no residentes continuaron aportando fondos al Tesoro a través de la adquisición de valores públicos a medio y largo plazo, habiendo alcanzado un incremento de 120 mm a lo largo del mes.

Se estima que el sector exterior tuvo una contribución contractiva a la generación de liquidez. El saldo de reservas centrales se incrementó en 441 millones de dólares, mientras que la posición corta de las entidades bancarias aumentó en 542 millones de dólares. Por su parte, el saldo de pesetas convertibles registró un incremento, en términos medios, de 51 mm.

Este análisis de contrapartidas señala un bajo crecimiento de los pasivos no monetarios del sistema

crediticio, que, a su vez, se ha reflejado en una moderada expansión del crédito al sector privado.

El Banco de España ha mantenido una instrumentación rigurosa de la política monetaria, dentro de los condicionantes derivados de los compromisos cambiarios, con el fin de contrarrestar a inicios del año las expectativas inflacionistas asociadas a la elevación del tipo medio del Impuesto sobre el Valor Añadido y a la mayor renta disponible de las familias tras la revisión a la baja de las retenciones del Impuesto sobre las Rentas de las Personas Físicas.

Así, el Banco de España, tras dos decenas sin realizar subasta decenal de certificados, en la correspondiente a la segunda decena de enero consolidó, en parte, la subida de los tipos diarios que había realizado entre los días 23 y 24 de diciembre. El tipo marginal decenal se elevó en 15 puntos básicos,

quedando situado en el 12,65 %. Los tipos de la intervención diaria, por su parte, quedaron fijados en el 12,65 % contra certificados y en el 12,35 % contra deuda. Estos tipos de intervención, tanto decenales como diarios, se mantuvieron hasta el 25 de febrero.

En la primera decena de enero, la concentración de la intervención del Banco de España en las operaciones a un día y la incertidumbre que produjo la no convocatoria de subasta decenal de certificados propiciaron una elevación de los tipos a un día y a un mes del mercado interbancario de depósitos, al tiempo que fueron reduciéndose los de los plazos más dilatados. Tras la elevación del marginal en la subasta decenal del día 14 de enero, los tipos han evolucionado a la baja en proporción directa al plazo. Así, a mediados de febrero, el tipo a un día volvió a alcanzar el nivel de finales de año (12,73 %). Sin embargo, los tipos negociados en el plazo se han reducido, a lo largo del último mes y medio, en 5, 20, 30 y 40 puntos básicos en las operaciones a uno, tres, seis y doce meses, respectivamente, dibujando una curva de rendimientos por plazos, en términos nominales y sin calcular

su equivalencia anual, de pendiente positiva hasta los tres meses, y negativa desde este plazo hasta el año.

Una evolución similar se ha producido en el mercado secundario de deuda pública a medio y largo plazo. Durante el mes de enero las rentabilidades de las operaciones a vencimiento de bonos a 3 y 5 años se redujeron en 40 puntos básicos, y en 60 puntos las correspondientes a obligaciones a 10 años. Tras la resolución de la subasta del 31 de enero, en la que se produjo un recorte apreciable en las obligaciones a 10 años (50 puntos básicos) y en menor cuantía en los bonos a 5 años (10 puntos básicos), el mercado secundario de estos activos ha ajustado sus tipos ligeramente al alza. Con todo, se mantiene un diferencial negativo de casi 100 puntos básicos entre las obligaciones a diez años y los bonos a tres años, y de otros 100 puntos básicos entre éstos y los depósitos interbancarios a un año.

Los mercados de deuda parecen, pues, anticipar reducciones a medio plazo de los tipos de interés españoles, fundamentadas, probablemente, en las expectativas de convergencia que generan los acuer-

#### 4. Intervención del Banco de España

	1992		1991		1992			ENE 1992			
	ENE	NOV	DIC	ENE	1ª dec	2ª dec	3ª dec	ENE	1ª dec	2ª dec	3ª dec
<b>Saldos</b>	<b>VARIACIONES ABSOLUTAS (a)</b>										
<b>Activos de caja</b>	<b>1.732</b>	<b>1</b>	<b>54</b>	<b>26</b>	<b>7</b>	<b>-13</b>	<b>-5</b>				
<b>CONTRAPARTIDAS:</b>											
Circulación fiduciaria (b)	-5.911	-38	-376	-53	-57	172	82				
<b>Otros factores</b>	<b>6.090</b>	<b>-115</b>	<b>744</b>	<b>-310</b>	<b>-399</b>	<b>-264</b>	<b>112</b>				
Sector exterior	6.648	113	121	-66	-104	-21	22				
Crédito al sector público	1.622	-485	635	-40	-334	193	216				
Cartera de Letras del Tesoro	732	-2	-1	-310	0	-394	-139				
Otros fondos públicos	304	49	47	-25	-2	-30	-34				
Certificados del BE (b)	-3.119	0	0	0	0	0	0				
*Cuentas diversas (b)	-97	210	-58	130	40	-13	46				
<b>Operaciones con las instituciones financieras</b>	<b>1.553</b>	<b>154</b>	<b>-135</b>	<b>389</b>	<b>464</b>	<b>79</b>	<b>-198</b>				
Préstamos de regulación monetaria (c)	1.794	67	-564	261	424	50	-204				
Cesiones temporales de deuda (b)	-526	54	246	147	42	33	27				
Otros	285	32	4	-19	-2	-3	-22				
<b>NIVELES MEDIOS EN PORCENTAJES</b>											
<b>EXCEDENTES DE CAJA:</b>											
Sistema bancario	...	0,023	0,042	0,032	0,036	0,028	0,031				
Bancos	...	0,035	0,055	0,046	0,052	0,040	0,044				
Cajas	...	0,014	0,028	0,016	0,017	0,015	0,016				

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.



dos de Maastricht. De otro lado, en el muy corto plazo, la disminución de la demanda de crédito interno y las expectativas de descenso de tipos de interés en el Reino Unido han venido presionando a la baja los tipos de interés en los mercados internos. En estas condiciones —una vez tenida en cuenta la evolución reciente de los indicadores económicos, el comportamiento de los agregados monetarios y crediticios y la posición de la peseta en el mecanismo cambiario del SME— el Banco de España decidió reducir 0,25 puntos sus tipos de intervención el día 26 de febrero, situándose el tipo de la subasta decenal de certificados en el 12,40 %.

Los mercados secundarios de letras y pagarés del Tesoro han estado dominados por una escasez de oferta en el primer caso y por un exceso de oferta en el segundo. En efecto, la ausencia de emisiones de letras a tres meses, en el último mes y medio, y el vencimiento de importantes saldos de cesiones a tres meses del Banco de España (178 mm) han propiciado una rápida filtración hacia el público de las emisiones a un año, y el mantenimiento de saldos muy reducidos en la cartera no cedida de las entidades bancarias. Esto se ha reflejado en los tipos negociados. Así, para las operaciones a vencimiento entre 6 y 12 meses, los tipos de interés han estado permanentemente situados, a lo largo de enero y febrero, en torno a un punto porcentual por debajo de los depósitos interbancarios a plazo similar.

En cuanto a los pagarés del Tesoro, el exceso de saldos en las carteras de las entidades bancarias respecto a sus necesidades para la cobertura del coeficiente, tras la reducción de un nuevo tramo de éste a finales de diciembre, ha sido utilizado como vía alternativa para captar liquidez. En consecuencia, los tipos de interés del mercado secundario han permanecido en niveles elevados, próximos a los de las letras del Tesoro.

Durante el mes de enero y en los días transcurridos de febrero, los mercados internacionales de cambios se han caracterizado por una alta variabilidad.

En los primeros días de enero se observó una tendencia apreciadora del yen frente al dólar, debida, sobre todo, a las expectativas de apoyo a la moneda nipona, generadas por la visita del Presidente Bush a Japón y por la reunión del G-7. Sin embargo, esta escalada alcista del yen frente al dólar se invirtió entre los días 10 y 17 de enero, en los que la divisa norteamericana mostró una gran fortaleza. Esto indujo a la Reserva Federal a intervenir en el mercado de divisas a favor del yen y en contra del dólar. En términos de medias mensuales, el dólar se depreció un 2,5 % frente al yen.

La apreciación del dólar fue especialmente intensa frente al marco, a causa del pesimismo que dominó

en los mercados por la desaceleración de la actividad productiva en Alemania y por los efectos inflacionistas de las elevadas demandas salariales. Así, entre los días 10 y 17 de enero, el marco se depreció un 6,5 % frente al dólar, aunque, en términos de medias mensuales, la cotización entre ambas monedas se mantuvo en los mismos niveles que en el mes de diciembre.

En el entorno europeo, las características dominantes han sido la depreciación registrada por el marco alemán frente al resto de las divisas del sistema y la continuidad de la débil posición de la libra esterlina dentro del SME.

En los primeros días de febrero se produjo una ligera recuperación del marco y una depreciación del dólar, como consecuencia de las constantes señales y declaraciones de las autoridades alemanas de no relajar su política monetaria hasta el definitivo encauzamiento de la inflación. En el caso del dólar, por el contrario, los mercados parecen considerar insuficientes las medidas fiscales anunciadas para reactivar la economía, lo que ha conducido a nuevas expectativas de descenso en los tipos de interés; no obstante, el mantenimiento de éstos le ha permitido recuperar posiciones. Como resultado de estas fluctuaciones, el dólar se apreció frente al marco un 0,5 % en enero y un 1,2 % en febrero, en términos de medias de cada período.

En enero y febrero, la peseta continuó manteniendo su posición de moneda más fuerte dentro del SME, cotizando permanentemente cerca del límite máximo de apreciación frente a la libra esterlina, pero sin que haya sido necesaria la intervención por parte del Banco de España. A mediados de febrero se produjo una importante recuperación de la libra, pese a los rumores existentes en los mercados sobre

## 5. Tipos de interés extranjeros (Ø)

Medias mensuales

	1990		1991	
	DIC	NOV	DIC	ENE
EUROMERCADO A 3 MESES:				
Dólar	7,8	4,9	4,1	4,1
Franco suizo	8,7	7,8	7,9	7,4
Marco	9,2	9,2	9,3	9,3
Yen	8,2	6,1	6,3	5,2
Franco francés	10,1	9,3	9,8	9,7
Libra esterlina	13,6	10,3	10,6	10,5
ECU	10,3	9,9	10,4	10,3
<b>Media ponderada (a)</b>	<b>8,7</b>	<b>7,3</b>	<b>7,2</b>	<b>6,9</b>
<b>Diferencial medio (b)</b>	<b>6,4</b>	<b>5,4</b>	<b>5,7</b>	<b>5,9</b>

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.

un posible descenso de los tipos de interés británicos. Esto parece ser más bien reflejo de la debilidad del marco que de una mejora en las perspectivas de la economía británica.

A lo largo del último mes y medio la peseta se ha depreciado un 5,2 % frente al dólar, y se ha apreciado un 1,5 % frente al marco y un 1 % frente al conjunto de monedas de la CEE.

El mercado primario de valores públicos registró, en enero y en los días transcurridos de febrero, un aumento considerable en su demanda, propiciado por las expectativas bajistas de tipos de interés existentes. Prescindiendo de la operación de canje de pagarés del Tesoro por deuda especial, la emisión neta nominal en este período ha alcanzado 824 mm. Esta situación

contrasta con la del cuarto trimestre de 1991, en el que la emisión neta fue negativa por 83 mm.

En la subasta de letras del Tesoro del día 2 de enero la emisión bruta no cubrió las amortizaciones, al tipo marginal del 12,04 %; no obstante, en las dos subastas posteriores de enero y en la primera de febrero, se colocaron 1.638 mm brutos, pese a descensos en el tipo marginal de emisión por 13 y 6 puntos básicos, en las del 17 y 31 de enero, respectivamente, permaneciendo constante, en el 11,85 %, en la emisión del 17 de febrero. El alto porcentaje de renovación que esta cifra representa (137 %) es, en parte, atribuible a la no convocatoria de subastas de letras a tres meses en enero y a la consiguiente situación de exceso de demanda en el mercado secundario de letras a un año, dada la sustituibilidad entre letras

## 6. Tipos de cambio (Ø)

	Situación en ENE 1992	Variaciones (%) (a)					
		Mensuales			Mensuales acumuladas desde DIC 1990		
		1991		1992	1991		1992
		NOV	DIC	ENE	NOV	DIC	ENE
<b>TIPOS DE CAMBIO NOMINALES:</b>							
<b>Del dólar frente a:</b>							
Marco	1,58	-4,1	-3,1	0,5	8,7	5,4	0,5
Yen	125,19	-0,9	-0,9	2,5	-2,8	-3,6	-2,5
Países desarrollados (b) (c)	62,98	-2,1	-1,4	-0,1	3,4	1,9	-0,1
CEE (b) (c)	60,04	-3,7	-2,8	0,4	8,8	5,7	0,4
Sistema Monetario Europeo (b) (c)	59,64	-3,8	-2,8	0,4	8,7	5,7	0,4
<b>De la peseta frente a:</b>							
Dólar	100,02	3,9	2,3	0,2	-7,1	-5,0	0,2
Franco suizo	71,29	0,8	-0,8	1,0	4,5	3,7	1,0
Marco	63,35	-0,3	-0,8	0,7	1,0	0,1	0,7
Yen	79,90	3,1	1,4	2,3	-9,7	-8,5	-2,3
Libra esterlina	180,93	0,6	0,1	0,8	0,8	0,8	0,8
Franco francés	18,57	-0,1	-0,8	0,5	1,6	0,8	0,5
Países desarrollados (b) (c)	111,06	1,0	0,1	0,3	-1,1	-1,0	0,3
CEE (b) (c)	102,57	0,1	-0,6	0,5	1,1	0,5	0,5
Sistema Monetario Europeo (b) (c)	101,10	»	-0,6	0,6	1,1	0,4	0,6
Principales acreedores (d) (e)	117,32	2,1	0,8	0,1	-3,3	-2,6	0,1
<b>TIPOS DE CAMBIO REALES (f):</b>							
<b>De la peseta frente a:</b>							
Dólar (d)	...	3,8	2,0	...	-4,9	-3,0	...
Países desarrollados (b) (c)	130,36	0,7	0,1	0,8	0,4	0,5	0,8
CEE (b) (c)	120,81	-0,2	-0,6	1,1	2,4	1,8	1,1
Sistema Monetario Europeo (b) (c)	121,52	-0,2	-0,6	1,2	2,6	1,9	1,2

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: media 1985 = 100.

(d) Índice base: media 1980/82 = 100.

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

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

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 21 a 23 y Boletín Estadístico, cuadros XX-51 a XX-53.

emitidas a tres y doce meses. Además, el Banco de España amortizó parte de su cartera, por valor de 654 mm.

La demanda de deuda a medio y largo plazo ha estado concentrada en los plazos más largos ante las expectativas de ganancias de capital que han suscitado los requisitos de convergencia establecidos en Maastricht.

La subasta de bonos a 3 y 5 años celebrada el 7 de enero fue declarada desierta. Por el contrario, la colocación de obligaciones a diez años alcanzó un volumen considerable (244 mm), frente a 204 mm que vencían, sin apenas variación del tipo marginal (11,376 %). La mayor parte de la emisión tuvo como destino las carteras de no residentes. En la emisión de febrero, cuya subasta se celebró el 30 de enero, la colocación de obligaciones a diez años alcanzó 242 mm, a pesar del descenso del tipo marginal en medio punto porcentual hasta el 10,87 %. La emisión de bonos a tres y cinco años se realizó a tipos similares a los de la última subasta (noviembre), 11,646 % y 11,391 %, habiendo sido los nominales adjudicados de 36 mm y 282 mm, respectivamente. De esta forma, los tipos negociados en los mercados primarios y secundarios se han aproximado notablemente, situándose los de las obligaciones a diez años por debajo de los rendimientos netos negociados en la deuda pública italiana al mismo plazo, y aproximándose notablemente en los de plazos inferiores.

La última oportunidad para canjear pagarés del Tesoro y pagarés forales por deuda especial tuvo lugar el pasado 10 de enero. El volumen canjeado alcanzó una cifra muy elevada (695 mm). Con ello, el importe total de deuda especial emitida ha sido de 880 mm y el saldo total de pagarés en circulación se ha reducido en 1.709 mm desde el comienzo de 1991, y en 816 mm el volumen en poder del público. Esto ha repercutido en un alargamiento de la vida media de la deuda, en línea con lo sucedido en 1991. En las dos subastas especiales de pagarés del Tesoro de enero, al plazo de un año, sólo se han colocado 7 mm.

En el mercado de pagarés de empresa los tipos de emisión han experimentado un descenso de unos 50 puntos básicos a lo largo del mes de enero y en el período transcurrido de febrero, situándose, en la actualidad, cerca del 12,25 %.

26-II-1992.



# La desestacionalización de los agregados monetarios en 1992

*Este artículo ha sido elaborado por Alberto Cabrero y Carmen Sánchez, del Servicio de Estudios.*

Con el fin de facilitar el análisis de la evolución de los agregados monetarios a corto plazo, depurada del efecto estacional, el Banco de España ha procedido a estimar los coeficientes estacionales de las nuevas magnitudes monetarias, así como de sus principales componentes, con la última información disponible.

En este artículo se presentan los factores estacionales obtenidos y se comentan los aspectos más relevantes del estudio realizado.

Desde el punto de vista de la metodología y de la estrategia de desestacionalización, se han mantenido los mismos criterios que en los ejercicios de desestacionalización de años anteriores: método de extracción de señales basado en modelos, desestacionalización directa de los agregados monetarios y consideración explícita del efecto estacional debido a impuestos, y de otros efectos asociados al calendario, como es el caso de las modificaciones en la longitud de los meses producidas por la periodificación del cumplimiento del coeficiente de caja (ver boletines económicos de marzo 1989, abril 1990 y febrero 1991).

Sin embargo, el rasgo diferenciador de la desestacionalización de 1992 viene determinado por la revisión de los agregados monetarios que el Banco de España ha introducido a partir de enero de 1992. Esta reforma se ha realizado en virtud de los cambios que, en los últimos años, han ido produciéndose en el sistema financiero español, y de los criterios que han regido el proceso de armonización de los agregados en el seno del Comité de Gobernadores de los Bancos Centrales de la CEE. Ello ha llevado, entre otras características, a adoptar criterios unificadores de sectorización de agentes tenedores y emisores de activos líquidos (ver *Boletín Económico* de noviembre de 1991). Este hecho ha supuesto un cambio no sólo en la definición de los agregados, sino también en la agrupación de sus principales componentes.

En cuanto a las características de la desestacionalización llevada a cabo, deben destacarse las siguientes:

- a) La redefinición de las distintas partidas no altera significativamente la composición de ALP.
- b) Los análisis realizados sobre las nuevas series construidas ponen de manifiesto que en la mayoría de los componentes no se detectan cambios apreciables en la caracterización de su estacionalidad.

- c) Las tasas de crecimiento estimadas para los distintos componentes, a partir de sus correspondientes series desestacionalizadas, proporcionan una evolución más suave de las variaciones intermensuales, en relación con su definición anterior.
- d) Se mantiene el grado de coherencia entre la desestacionalización agregada de las principales magnitudes monetarias y la obtenida mediante la suma de sus componentes desestacionalizados.

A continuación se describen los cambios más relevantes en la definición de cada uno de los componentes y en los modelos estimados.

## 1. LOS AGREGADOS MONETARIOS: ALP2, ALP, M3, M2, M1 (1)

En el caso de ALP, M2 y M1 se ha mantenido el mismo criterio de desestacionalización directa que en años anteriores. Aunque la incorporación de nuevos componentes en estos agregados supone un incremento en los niveles de las series, no se presentan cambios significativos en sus perfiles estacionales respecto a los estimados bajo su definición anterior.

En relación con el agregado ALP2, formado por ALP más los pagarés de empresa en manos del público, al no presentar estos últimos evidencia de estacionalidad propia ni afectar su inclusión al perfil estacional de ALP, se ha optado, al igual que en el año anterior, por construir la serie desestacionalizada de ALP2, añadiendo a la correspondiente serie de ALP los pagarés de empresa en cifras originales.

Sin embargo, en el caso de M3, la definición actual es más amplia que la hasta ahora vigente, y su diferente pauta evolutiva ha hecho necesario cambiar el método de desestacionalización aplicado, pasando de un procedimiento indirecto, vía componentes, a otro directo. De este modo, los posibles procesos de sustitución entre los distintos activos que componen M3 quedan dentro del agregado de forma análoga a lo que ocurre con ALP (ver *Boletín Económico* de marzo de 1989).

En este sentido, cabe señalar que el nuevo agregado M3 presenta una estacionalidad menos evolutiva en el tiempo y una mayor amplitud del ciclo esta-

cional que el agregado ALP, resultado del papel que desempeñan en la estacionalidad de esta última magnitud algunos componentes como las transferencias de activo, pasivos por operaciones de seguros, pagarés forales y pagarés y letras del Tesoro en manos del público, que han mostrado un alto grado de sustituibilidad con componentes de M3.

## 2. EFECTIVO EN MANOS DEL PÚBLICO

El único cambio en la composición del efectivo en manos del público viene determinado por la consideración del saldo del efectivo en caja de algunas entidades de crédito de ámbito operativo limitado, consideradas hasta ahora como sector privado. Dado su escaso volumen, el saldo del efectivo en manos del público no registra una variación significativa.

Sin embargo, la desestacionalización de la serie ha sido objeto de una sensible revisión respecto a la de años anteriores, motivada principalmente por el cambio de tendencia que se produjo a partir de agosto de 1990, momento en el cual se empezaron a registrar tasas elevadas de crecimiento, asociadas, probablemente, a problemas de índole fiscal.

Al abordar la desestacionalización en 1991, no se trató explícitamente este cambio de tendencia en el modelo, ya que, por un lado, existían importantes incertidumbres sobre si los fuertes ritmos de crecimiento que se venían manifestando desde agosto se prolongarían a lo largo de 1991, o si, por el contrario, se agotarían en el año. Por otro lado, cualquier tratamiento de este fenómeno, al estar localizado al final de la muestra, podría sesgar la estimación de la estructura estocástica del modelo ARIMA, así como la de sus componentes no observables.

El disponer de los datos definitivos de este período ha permitido estimar el cambio de tendencia descrito, captándose una estructura estacional ligeramente distinta, en la que, junto a la estacionalidad anual captada por un término de media móvil de orden 12, se detecta un ciclo semestral recogido por un término autorregresivo de orden 3. De esta forma, la estacionalidad estimada es ligeramente más evolutiva, y su comportamiento a corto plazo, evaluado en términos de tasas de variación intermensual, presenta un perfil más suave.

## 3. ACTIVOS LIQUIDOS COMPUTABLES EMITIDOS POR LA BANCA Y LAS CAJAS

Para estos componentes, se ha seguido la misma estrategia de desestacionalización que en años anteriores, estimando sendos modelos para el total de pasivos computables, por un lado, y de depósitos, por otro, tanto para la banca privada como para las

(1) En el documento interno del Banco de España, «Estudios cuantitativos para la selección de nuevos agregados monetarios», se aborda extensamente el estudio de la estacionalidad de los nuevos agregados. En el anexo al artículo «La política monetaria en 1992», del *Boletín Económico* de enero de 1992, se publican las series históricas de estos agregados y se describen sus rasgos diferenciadores más relevantes respecto a las antiguas.

cajas de ahorro. Sin embargo, para la desestacionalización de 1992 ha sido necesaria la redefinición de estos componentes, como consecuencia, a su vez, de la modificación de los agregados monetarios.

En este sentido, la serie de depósitos se define de la siguiente manera:

- Depósitos del sector privado en pesetas (los organismos autónomos comerciales e industriales se integran a partir de ahora en este sector). También se incluyen los nuevos conceptos clasificados como cuentas corrientes, según la nueva circular contable del Banco de España, nº 4/1991, de 14 de junio, y que anteriormente no se incluían en los agregados monetarios. A su vez, se excluyen los pagarés bancarios no negociables, ya que, hasta ahora, se contabilizaban como depósitos a plazo, y, según la citada circular, estos activos financieros deben recogerse en el epígrafe de empréstitos y otros valores negociables, subepígrafe de pagarés y efectos.
- Depósitos de residentes en moneda extranjera. La integración de este componente en el total de depósitos está sometida a una posible reconsideración futura, en la medida en que este tipo de depósitos adquiera importancia y sea conveniente su seguimiento individualizado.

De esta forma, el total de activos líquidos computables se compone de la serie de depósitos anteriormente definida y del resto de activos líquidos computables.

Las series así construidas presentan un saldo superior a los correspondientes del año anterior en un 4 % y un 2 % para los pasivos totales de banca y cajas, respectivamente, y de un 3 % y un 1 % para los depósitos de ambos tipos de instituciones.

La redefinición de estos componentes para la desestacionalización de 1992 ha originado algunos cambios en las estimaciones de los modelos correspondientes. En primer lugar, empeora ligeramente la capacidad explicativa de los mismos, debido a la incorporación de componentes que se caracterizan por tener un comportamiento errático. En segundo lugar, se sigue captando e incorporando el efecto estacional debido al calendario de impuestos, si bien el grado de significación disminuye ligeramente en la segunda parte de la muestra. Por último, hay que señalar que la estructura estocástica de los modelos se ha mantenido, excepto en el caso de los depósitos de la banca, donde aparece una estructura autorregresiva de orden 3, que antes no era significativa.

A pesar de estas variaciones en el ajuste de los modelos, no hay cambios sustanciales en cuanto a la estimación del componente estacional, manteniéndose,

en el caso de la banca, una estacionalidad muy estable, y, para las cajas, una estacionalidad ligeramente más móvil.

#### **4. ACTIVOS LIQUIDOS COMPUTABLES EMITIDOS POR LAS COOPERATIVAS DE CREDITO**

Este componente no se ha visto afectado por los cambios en la sectorización y redefinición de los agregados monetarios. Sin embargo, se ha modificado la estrategia seguida en su desestacionalización.

Hasta el año anterior, la estimación del componente estacional se basaba en un modelo para la serie de depósitos en datos de fin de mes, y se aproximaba la serie de datos medios mensuales a través de la semisuma de esta serie desestacionalizada. Esto era debido a que sólo se disponía de la serie en medias mensuales desde agosto de 1989, fecha a partir de la cual el cómputo del coeficiente de caja comenzó a realizarse sobre el saldo medio mensual.

Al disponer de un año más de información en media mensual de datos diarios, se ha creído conveniente obtener un mayor aprovechamiento de la misma a partir de la serie de pasivos computables totales de cooperativas en su aproximación a la media de datos diarios, es decir, utilizando la semisuma de datos de fin de mes hasta julio de 1989, y, a partir de esa fecha, los datos provenientes de la declaración del coeficiente de caja en media mensual.

El modelo estimado para la serie así construida presenta un mejor ajuste con una disminución del error de predicción un período por delante, y no considera explícitamente el componente estacional debido a impuestos, por no ser significativo. Estos cambios no suponen una modificación sustancial en la estimación del componente estacional, aunque sí se aprecia en el nuevo modelo una estacionalidad más evolutiva, puesta de manifiesto por un parámetro más bajo en la media móvil, de orden 12.

#### **5. DEPOSITOS EN EL BANCO DE ESPAÑA**

Este componente del agregado monetario se encuentra afectado por el nuevo criterio de sectorización, ya que, mientras hasta ahora sólo se incluían en los agregados los depósitos de particulares en el Banco de España, a partir de enero de 1992 se añaden los depósitos que en el mismo mantienen los organismos autónomos comerciales e industriales. Esto supone un incremento del 245 % en el nivel de la serie. En cualquier caso, el porcentaje de este componente sobre el total de ALP se mantiene bajo (en torno a un 0,2 %).

Lógicamente, este cambio en la definición de la serie ha modificado sensiblemente la estructura del modelo existente, hasta el punto de que los análisis realizados parecen indicar una ausencia de estacionalidad en la misma, por lo que el seguimiento de esta serie se realizará en términos originales.

## **6. ACTIVOS LIQUIDOS EMITIDOS POR EL CREDITO OFICIAL Y POR LAS ENTIDADES DE CREDITO DE AMBITO OPERATIVO LIMITADO**

Tanto los pasivos líquidos del Crédito Oficial como los de las entidades de crédito de ámbito operativo limitado son componentes de ALP a partir de la reforma llevada a cabo en enero de 1992.

En el caso de los primeros, aunque las entidades que constituyen el Crédito Oficial estaban integradas en el sistema crediticio, sólo se incorporaban, hasta ahora, en la construcción de los agregados monetarios las cédulas hipotecarias emitidas por el Banco de Crédito Hipotecario. Con la nueva definición de los agregados, el total de los pasivos líquidos incorporados representa, aproximadamente, el 3,5 % de ALP.

Por otra parte, el resto de las instituciones financieras (entidades de financiación, sociedades de crédito hipotecario y sociedades de arrendamiento financiero) estaba considerado como sector privado no financiero, a efectos de la construcción de los agregados monetarios (2). El cambio de sectorización ha implicado su inclusión dentro del sector emisor de activos líquidos, lo que supone que de los agregados monetarios se excluyan los activos líquidos de estas entidades y se incluyan sus pasivos líquidos frente al sector privado no financiero.

Los análisis realizados de las series de los activos líquidos emitidos por ambos grupos de instituciones han puesto de manifiesto la elevada variabilidad que presenta su evolución en el corto plazo así como la ausencia de una pauta estacional clara, por lo que se ha decidido realizar su seguimiento a partir de las respectivas series originales. En cualquier caso, a medida que se vaya disponiendo de información más pormenorizada, podrá inferirse algo más sobre las pautas evolutivas de estos componentes y sobre la caracterización de su estacionalidad.

20-II-1992.

---

(2) En el caso de las Sociedades Mediadoras en el Mercado de Dinero, si bien se consideraban parte del sistema crediticio, sólo se incluían en la definición de los activos líquidos las cesiones de deuda que estas instituciones realizaban al público.



**ANEXO**  
**A.1. Factores estacionales**

Fecha	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC
<b>ALP</b>												
1980	100.882	99.628	99.651	100.020	99.554	99.551	101.056	100.462	99.835	99.774	99.105	100.616
1981	100.927	99.647	99.724	100.068	99.597	99.380	100.965	100.461	99.899	99.818	98.986	100.562
1982	100.994	99.666	99.756	100.084	99.625	99.377	100.946	100.403	99.902	99.841	98.908	100.544
1983	101.055	99.744	99.861	100.160	99.661	99.294	100.900	100.377	99.971	99.884	98.712	100.451
1984	101.061	99.751	99.926	100.182	99.648	99.180	100.828	100.313	100.006	99.868	98.780	100.529
1985	100.861	99.718	99.767	100.036	99.640	99.767	101.172	100.218	99.760	99.679	98.983	100.511
1986	100.750	99.727	99.849	100.127	99.724	99.860	101.057	100.158	99.739	99.659	98.940	100.479
1987	100.714	99.714	99.876	100.179	99.785	99.867	101.042	100.129	99.736	99.656	98.942	100.455
1988	100.687	99.712	99.888	100.201	99.820	99.841	101.112	100.128	99.742	99.624	98.922	100.398
1989	100.631	99.708	99.895	100.212	99.843	100.018	101.133	100.137	99.764	99.605	98.964	100.215
1990	100.586	99.716	99.928	100.249	99.880	99.940	101.120	100.106	99.746	99.547	98.909	100.332
1991	100.555	99.742	99.983	100.288	99.911	99.961	101.087	100.072	99.738	99.544	98.905	100.317
1992	100.537	99.755	99.996	100.290	99.923	99.953	101.062	100.071	99.750	99.548	98.939	100.311
<b>M3</b>												
1980	100.868	99.644	99.693	99.991	99.563	99.519	100.962	100.374	99.912	99.806	99.100	100.587
1981	100.890	99.627	99.775	100.108	99.595	99.352	100.831	100.413	99.965	99.864	99.011	100.512
1982	100.998	99.642	99.794	100.137	99.601	99.317	100.793	100.388	99.974	99.925	98.963	100.463
1983	101.047	99.680	99.871	100.241	99.646	99.234	100.698	100.407	100.054	100.010	98.798	100.280
1984	101.084	99.655	99.904	100.299	99.653	99.117	100.571	100.376	100.091	100.017	98.838	100.411
1985	100.777	99.615	99.711	99.946	99.558	99.613	101.132	100.350	99.886	99.720	99.105	100.605
1986	100.742	99.608	99.730	99.965	99.575	99.630	101.133	100.353	99.901	99.725	99.091	100.575
1987	100.702	99.590	99.729	99.978	99.595	99.653	101.142	100.370	99.918	99.731	99.083	100.545
1988	100.664	99.578	99.721	99.974	99.600	99.683	101.172	100.397	99.929	99.723	99.061	100.499
1989	100.621	99.577	99.726	99.981	99.613	99.720	101.205	100.424	99.942	99.710	99.040	100.457
1990	100.579	99.569	99.730	99.994	99.640	99.760	101.218	100.426	99.947	99.694	99.027	100.430
1991	100.554	99.569	99.738	100.001	99.659	99.781	101.212	100.421	99.952	99.690	99.031	100.420
1992	100.539	99.573	99.742	100.001	99.666	99.787	101.193	100.415	99.955	99.695	99.048	100.410
<b>M2</b>												
1980	102.294	98.690	98.524	99.181	98.305	98.571	101.856	101.218	100.199	100.157	99.087	102.090
1981	102.090	98.843	98.525	99.148	98.630	98.195	101.642	101.354	100.175	100.156	98.844	102.088
1982	102.552	98.898	98.544	99.215	98.611	98.318	101.650	100.869	100.183	100.506	98.566	101.980
1983	102.857	98.898	98.504	99.507	98.632	98.032	101.691	100.976	100.395	100.470	98.319	102.031
1984	102.721	98.699	98.672	99.646	98.393	97.837	101.881	100.798	100.426	100.487	98.379	102.212
1985	102.385	98.658	98.537	98.986	98.177	98.929	102.146	100.678	100.340	100.089	98.495	102.572
1986	102.213	98.441	98.872	99.103	97.973	99.227	102.268	100.554	100.606	100.061	98.263	102.461
1987	102.140	98.476	98.521	99.290	98.316	98.849	102.579	100.937	100.324	100.295	98.223	101.866
1988	102.245	98.539	98.233	99.315	98.406	98.911	102.832	101.225	100.279	100.034	98.299	102.014
1989	101.775	98.496	98.561	99.036	98.402	99.229	102.804	101.204	100.418	100.071	98.113	101.824
1990	101.976	98.392	98.215	99.403	98.471	99.180	103.001	101.070	100.526	99.957	97.943	101.969
1991	101.639	98.400	98.662	99.097	98.345	99.591	103.053	101.024	100.469	99.981	97.949	101.828
1992	101.735	98.368	98.455	99.238	98.468	99.416	103.037	101.144	100.453	99.961	97.969	101.823
<b>M1</b>												
1980	102.316	97.506	97.954	99.356	98.329	98.901	103.521	101.046	99.426	99.883	98.796	102.901
1981	102.344	97.989	97.900	99.351	98.933	98.185	103.005	101.278	99.347	100.054	98.472	102.787
1982	102.749	97.961	97.971	99.475	98.851	98.295	103.026	100.632	99.404	100.517	97.998	102.634
1983	103.520	98.063	97.828	99.882	98.862	97.825	103.014	100.584	99.721	100.480	97.533	102.873
1984	103.445	97.862	98.080	100.048	98.307	97.356	103.253	100.320	99.798	100.598	97.707	103.355
1985	102.876	97.716	97.909	99.135	98.308	99.232	103.574	100.085	99.810	99.964	97.711	103.680
1986	102.684	97.284	98.468	99.303	97.874	99.648	103.753	99.974	100.208	99.845	97.498	103.519
1987	102.467	97.432	97.884	99.584	98.433	99.017	104.204	100.543	99.745	100.230	97.508	102.576
1988	102.571	97.631	97.569	99.546	98.595	99.161	104.353	100.910	99.773	99.880	97.621	102.748
1989	101.845	97.660	98.095	99.139	98.691	99.581	104.161	100.874	99.898	99.926	97.414	102.348
1990	102.205	97.629	97.583	99.733	98.790	99.509	104.347	100.643	100.151	99.744	97.187	102.596
1991	101.623	97.659	98.313	99.212	98.665	100.108	104.238	100.697	100.146	99.628	97.193	102.474
1992	101.756	97.573	98.029	99.484	98.766	99.840	104.385	100.777	100.034	99.720	97.185	102.416

### A.1. Factores estacionales (continuación)

Fecha	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC
EFFECTIVO EN MANOS DEL PUBLICO												
<b>1980</b>	99.113	96.182	96.494	97.330	97.519	99.601	105.939	105.999	102.302	99.925	97.618	102.126
<b>1981</b>	99.458	96.629	97.015	98.508	97.950	99.156	104.752	104.700	101.426	99.886	97.745	102.487
<b>1982</b>	100.100	96.968	97.165	98.654	98.296	99.079	104.534	104.093	100.668	99.929	97.872	102.312
<b>1983</b>	99.831	96.840	97.648	98.649	98.783	99.153	104.675	104.022	100.962	99.651	97.280	102.029
<b>1984</b>	100.349	97.595	97.725	98.947	97.430	99.092	104.593	104.252	101.664	99.823	97.303	102.085
<b>1985</b>	100.108	97.568	98.066	98.516	97.911	98.975	104.250	104.173	101.536	99.547	97.062	101.549
<b>1986</b>	100.117	97.849	98.720	98.184	98.452	99.172	103.987	103.808	101.169	99.488	97.553	102.059
<b>1987</b>	100.589	97.889	97.890	98.900	98.375	99.214	103.716	103.419	101.016	99.679	97.634	102.122
<b>1988</b>	100.602	97.626	98.058	98.261	98.296	99.250	103.998	103.584	101.297	99.481	97.523	101.746
<b>1989</b>	100.348	97.817	98.628	98.537	98.672	99.331	103.520	103.343	101.126	99.685	97.823	101.783
<b>1990</b>	100.088	97.605	97.888	99.326	98.778	99.706	103.643	102.815	100.566	99.217	98.083	102.120
<b>1991</b>	100.685	98.173	98.800	98.527	98.478	99.406	102.969	102.261	100.455	99.422	98.098	102.595
<b>1992</b>	100.893	98.207	98.237	99.638	98.011	99.538	103.002	102.136	100.490	99.208	98.155	102.651
ACTIVOS LIQUIDOS COMPUTABLES EN LA BANCA PRIVADA												
<b>1980</b>	101.133	99.608	99.559	100.278	99.668	99.730	100.964	99.618	99.489	99.958	99.223	100.773
<b>1981</b>	101.199	99.600	99.639	100.359	99.749	99.540	100.772	99.699	99.570	100.039	99.135	100.683
<b>1982</b>	101.243	99.612	99.652	100.372	99.762	99.499	100.731	99.712	99.583	100.052	99.124	100.673
<b>1983</b>	101.282	99.677	99.717	100.437	99.826	99.371	100.601	99.777	99.647	100.116	98.996	100.543
<b>1984</b>	101.309	99.762	99.712	100.432	99.821	99.197	100.424	99.772	99.642	100.111	99.145	100.694
<b>1985</b>	101.264	99.418	99.538	100.223	99.646	99.912	101.004	99.573	99.557	99.877	99.221	100.864
<b>1986</b>	101.054	99.484	99.646	100.221	99.645	99.964	100.964	99.528	99.549	99.886	99.235	100.854
<b>1987</b>	101.117	99.479	99.596	100.265	99.673	99.947	100.986	99.513	99.495	99.898	99.209	100.837
<b>1988</b>	101.143	99.545	99.378	100.600	99.441	99.885	101.074	99.508	99.412	100.035	99.141	100.854
<b>1989</b>	101.165	99.477	99.709	100.280	99.588	99.906	101.233	99.359	99.553	99.819	99.176	100.860
<b>1990</b>	101.060	99.477	99.635	100.340	99.685	99.826	100.961	99.349	99.837	99.773	98.957	101.050
<b>1991</b>	101.065	99.549	99.672	100.310	99.579	99.869	100.908	99.554	99.522	99.972	99.312	100.693
<b>1992</b>	101.002	99.713	99.646	100.087	99.847	99.909	100.764	99.743	99.531	99.819	99.228	100.722
ACTIVOS LIQUIDOS COMPUTABLES EN LAS CAJAS DE AHORRO												
<b>1980</b>	101.468	100.067	100.154	99.766	99.179	98.748	100.403	100.783	100.295	99.896	99.071	100.215
<b>1981</b>	101.329	99.899	100.127	99.812	99.321	98.690	100.493	100.759	100.299	99.797	98.953	100.236
<b>1982</b>	101.343	100.099	100.171	99.927	99.352	98.782	100.553	100.692	100.228	99.851	98.868	100.192
<b>1983</b>	101.220	100.079	100.243	100.002	99.438	98.791	100.604	100.623	100.221	99.828	98.790	100.160
<b>1984</b>	101.033	100.250	100.308	100.139	99.516	98.877	100.632	100.469	100.160	99.693	98.667	100.083
<b>1985</b>	100.789	100.294	100.196	99.985	99.291	99.000	100.812	100.672	100.233	99.718	98.805	100.424
<b>1986</b>	100.976	100.004	100.092	99.813	99.132	99.007	100.883	100.738	100.323	99.872	98.799	100.501
<b>1987</b>	100.894	99.903	99.945	99.746	99.197	99.103	101.102	100.867	100.411	99.913	98.812	100.397
<b>1988</b>	100.789	99.718	99.628	99.803	99.014	99.115	101.303	100.988	100.403	100.075	98.775	100.500
<b>1989</b>	100.825	99.670	99.663	99.687	99.046	99.121	101.443	100.975	100.404	99.909	98.699	100.463
<b>1990</b>	100.777	99.626	99.553	99.714	99.118	99.277	101.515	101.037	100.548	99.981	98.576	100.462
<b>1991</b>	100.666	99.523	99.529	99.497	99.037	99.370	101.511	101.193	100.438	100.099	98.880	100.324
<b>1992</b>	100.667	99.613	99.458	99.407	99.085	99.407	101.466	101.258	100.434	100.032	98.791	100.371
DEPOSITOS COMPUTABLES EN LA BANCA PRIVADA												
<b>1980</b>	101.452	99.371	99.241	100.009	99.420	99.765	101.141	99.579	99.589	100.029	99.234	101.178
<b>1981</b>	101.529	99.435	99.336	100.104	99.515	99.520	100.893	99.674	99.684	100.124	99.116	101.057
<b>1982</b>	101.584	99.451	99.352	100.120	99.531	99.468	100.840	99.690	99.700	100.140	99.103	101.044
<b>1983</b>	101.634	99.532	99.433	100.201	99.612	99.307	100.677	99.771	99.781	100.221	98.942	100.880
<b>1984</b>	101.674	99.563	99.433	100.202	99.612	99.095	100.462	99.772	99.782	100.222	99.136	101.078
<b>1985</b>	101.587	99.260	99.163	99.973	99.352	99.989	101.241	99.479	99.637	99.971	99.213	101.265
<b>1986</b>	101.397	99.255	99.303	99.976	99.348	100.029	101.231	99.418	99.631	99.975	99.228	101.260
<b>1987</b>	101.437	99.279	99.246	100.001	99.391	100.014	101.243	99.418	99.577	99.970	99.222	101.228
<b>1988</b>	101.465	99.304	99.185	100.136	99.267	99.971	101.253	99.433	99.583	100.049	99.132	101.247
<b>1989</b>	101.486	99.288	99.285	100.026	99.361	100.059	101.405	99.333	99.564	99.913	99.201	101.253
<b>1990</b>	101.346	99.286	99.269	100.148	99.453	99.801	101.195	99.378	99.758	99.944	99.018	101.341
<b>1991</b>	101.436	99.346	99.284	100.088	99.422	99.782	101.146	99.442	99.618	100.095	99.329	101.025
<b>1992</b>	101.432	99.358	99.252	99.975	99.418	99.993	101.124	99.509	99.620	99.908	99.199	101.240

**A.1. Factores estacionales (continuación)**

Fecha	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC
<b>DEPOSITOS COMPUTABLES EN LAS CAJAS DE AHORRO</b>												
<b>1980</b>	101.468	99.923	100.008	99.680	99.156	98.705	100.391	100.840	100.387	99.939	99.144	100.303
<b>1981</b>	101.426	99.896	100.044	99.699	99.246	98.650	100.480	100.791	100.349	99.906	99.048	100.327
<b>1982</b>	101.338	99.963	99.997	99.799	99.251	98.743	100.590	100.780	100.347	99.991	99.027	100.388
<b>1983</b>	101.310	99.855	99.935	99.723	99.190	98.641	100.631	100.748	100.393	100.070	99.096	100.607
<b>1984</b>	101.347	99.890	99.889	99.731	99.061	98.624	100.697	100.660	100.354	100.027	99.048	100.684
<b>1985</b>	101.183	99.777	99.862	99.717	99.061	98.806	100.908	100.748	100.389	99.973	98.989	100.647
<b>1986</b>	100.856	99.607	99.830	99.679	99.125	99.103	101.103	100.900	100.491	100.072	98.882	100.594
<b>1987</b>	100.697	99.557	99.679	99.643	99.216	99.175	101.294	100.982	100.495	100.050	98.840	100.447
<b>1988</b>	100.697	99.489	99.427	99.765	99.019	99.149	101.420	101.045	100.410	100.176	98.779	100.569
<b>1989</b>	100.847	99.526	99.550	99.707	99.041	99.208	101.569	100.940	100.369	100.000	98.654	100.451
<b>1990</b>	100.748	99.491	99.414	99.723	99.118	99.378	101.650	101.045	100.556	100.071	98.573	100.486
<b>1991</b>	100.643	99.375	99.394	99.453	99.038	99.481	101.636	101.204	100.450	100.178	98.851	100.357
<b>1992</b>	100.642	99.471	99.325	99.387	99.094	99.503	101.588	101.267	100.443	100.131	98.762	100.385
<b>ACTIVOS LIQUIDOS COMPUTABLES EN LAS COOPERATIVAS</b>												
<b>1980</b>	100.058	99.192	98.953	98.821	98.819	98.535	99.689	101.447	102.148	101.675	100.790	100.478
<b>1981</b>	100.156	99.246	99.022	98.808	98.634	98.433	99.726	101.377	101.747	101.131	100.106	100.178
<b>1982</b>	100.444	99.879	99.685	99.429	98.883	98.622	99.828	101.164	101.414	100.660	99.618	99.835
<b>1983</b>	100.464	100.134	100.122	99.846	99.142	98.771	99.719	100.805	100.990	100.397	99.443	99.770
<b>1984</b>	100.287	100.179	100.341	100.194	99.602	99.198	99.855	100.653	100.677	100.159	99.321	99.575
<b>1985</b>	99.963	99.853	100.209	100.209	99.760	99.517	99.944	100.604	100.726	100.415	99.718	99.955
<b>1986</b>	100.145	99.836	100.226	100.234	99.752	99.500	99.738	100.118	100.374	100.137	99.518	99.905
<b>1987</b>	100.176	99.971	100.369	100.493	99.934	99.793	100.066	100.116	100.244	99.907	99.095	99.562
<b>1988</b>	100.080	99.942	100.430	100.439	99.725	99.730	100.274	100.442	100.677	100.342	99.362	99.695
<b>1989</b>	100.189	99.849	100.253	100.213	99.364	99.454	100.171	100.277	100.641	100.233	99.308	99.791
<b>1990</b>	100.318	99.793	100.164	100.247	99.648	99.717	100.531	100.312	100.628	100.107	99.143	99.763
<b>1991</b>	100.400	99.629	99.889	99.944	99.524	99.667	100.684	100.357	100.765	100.156	99.203	99.900
<b>1992</b>	100.585	99.769	99.923	99.946	99.483	99.638	100.632	100.325	100.713	100.118	99.162	99.889



# El mercado español de pagarés de empresa

*Este artículo ha sido elaborado por Carlos Chuliá, de la Oficina de Estudios Monetarios y Financieros (1).*

Desde su nacimiento, el mercado de pagarés mostró una dinámica expansiva, troncada transitivamente en 1985 por la normalización de su fiscalidad mediante la *Ley sobre régimen fiscal de determinados activos financieros* y, en 1987, por la aparición de la letra del Tesoro. En 1990 registró un formidable crecimiento, al convertirse en un cauce muy importante de endeudamiento de las empresas no financieras, afectadas por el establecimiento de límites al crecimiento del crédito bancario (gráfico 1).

Conforme transcurría el año 1991 el mercado fue registrando un comportamiento más moderado que en 1990, pero sin apreciarse ningún síntoma de hundimiento, con lo que se fueron despejando algunos interrogantes que se habían suscitado sobre la naturaleza y solidez de su expansión y, consiguientemente, sobre el carácter más o menos incierto de su futuro.

En ese contexto, este artículo proporciona una caracterización del mercado español de pagarés de empresa que puede permitir evaluar su estado actual y sus perspectivas de desarrollo. Con ese objeto, en el primer apartado se aborda el estudio del mercado primario. La sección segunda se dedica al mercado secundario. Tras un epígrafe en el que se analizan diversas cuestiones relacionadas con los tipos de interés, en el cuarto se presenta una comparación con otros mercados. El artículo finaliza con un epígrafe de conclusiones.

## 1. MERCADO PRIMARIO

### 1.1. Operativa

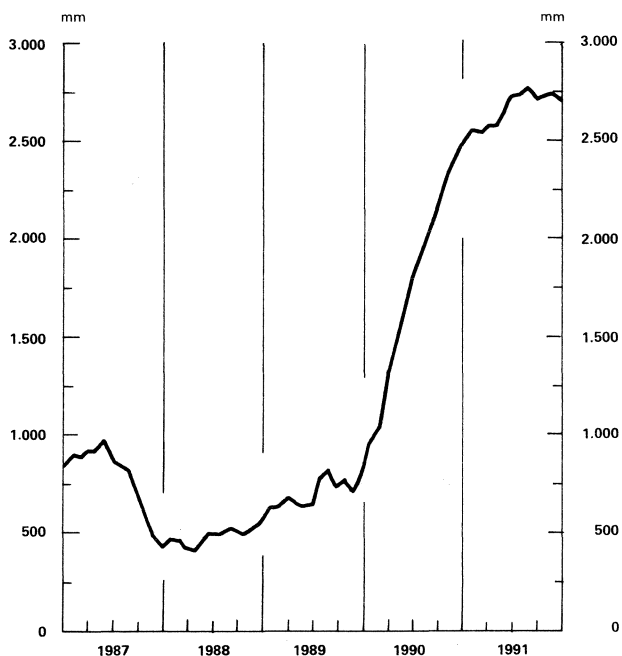
El nacimiento del mercado español de pagarés de empresa estuvo estrechamente vinculado a la bolsa de valores. Aunque la emisión primaria de pagarés podía tener lugar en bolsa o fuera de ella, los primeros pagarés financieros fueron, en su mayoría, burátiles. Estos se extendían «a la orden» y se endosaban en blanco a un banco que, posteriormente, los subastaba en la bolsa.

La estructura de costes de emisión a través de la bolsa de valores, así como su insuficiente flexibilidad operativa provocaron la desvinculación de ambos mercados. Con el establecimiento del principio de libertad de emisión en la Ley del mercado de valores, el mercado primario de pagarés de empresa actual se articula en torno a un número reducido de proce-

---

(1) Este artículo es un resumen del número 49 de la serie de Estudios Económicos del Servicio de Estudios del Banco de España.

### 1. Pagarés de empresa Saldo en circulación (a)



Fuente: Banco de España.

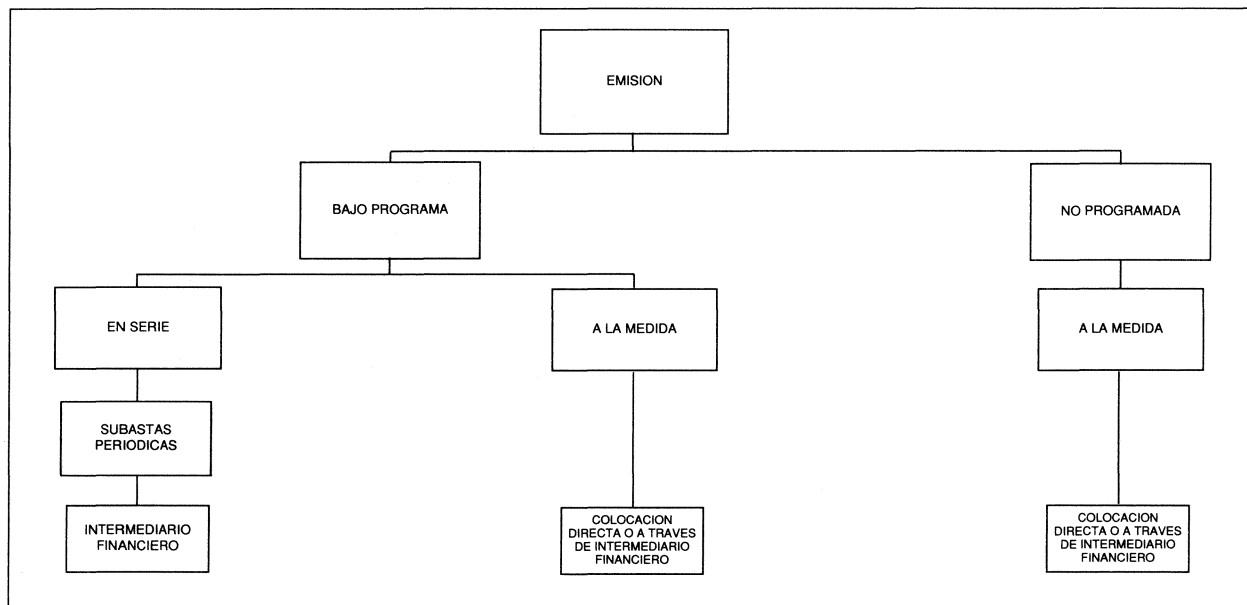
(a) Estimado y depurado de transferencias de pagarés de empresa.

dimientos de puesta en circulación (véase el esquema 1). La emisión de pagarés de empresa puede ser *programada* o *no programada*. Un programa constituye la expresión de la voluntad de la sociedad emisora de poner en circulación pagarés de empresa con sujeción a unas condiciones previamente diseñadas. Entre ellas suelen figurar el importe que se proyecta emitir, la duración máxima de vigencia del programa, la periodicidad o calendario de emisiones, los plazos en origen a los que se pretenden colocar los valores, etc., así como la elección de la modalidad de emisión: *en serie numerada* o *a la medida*. En el primer caso, las características principales de la emisión las establece el emisor ex-ante, mientras que, en el segundo, la flexibilidad es mayor, de modo que, dentro de los márgenes impuestos en el programa diseñado, los pagarés se adaptan a los requerimientos del inversor, fundamentalmente en lo relativo a plazos e importes nominales unitarios.

Las emisiones no sujetas a programa previo se traducen en emisiones aisladas de pagarés a la medida. Esta modalidad presupone la existencia de una intención previa del emisor de endeudarse, pero sin ningún tipo de restricción a las características de los valores, que se adaptan a las preferencias de la demanda.

La colocación de pagarés puede tener lugar mediante *celebración de subastas competitivas* o a través de *colocaciones privadas*. En el primer caso, tras el anuncio previo por el emisor del importe nominal

### ESQUEMA 1 Pagarés de empresa. Modalidades de emisión



ofrecido y la recepción de las pujas, éste establece el volumen bruto de cada emisión. Por su parte, las colocaciones privadas de pagarés, típicas de las emisiones a medida, pueden tener lugar con participación de intermediario financiero o sin ella. En este segundo caso se establece un contacto directo entre inversor y emisor, que acuerdan volumen, plazo y tipo de interés.

La celebración de subastas puede hacerse con intervención de un *Agente de subastas*, típicamente un banco, aunque puede ser otro tipo de institución financiera, o sin ella. En ausencia del agente de subastas, sus funciones son asumidas directamente por el emisor, que dispone de la capacidad operativa, de los medios técnicos y de la escala suficientes para organizar con eficacia todo el proceso. Como no todos los emisores reúnen estas características, lo más habitual es la realización de subastas organizadas por un agente y con la participación de un conjunto de *entidades financieras colaboradoras* en la colocación del papel.

Es relativamente frecuente que el agente actúe, en la práctica, como asesor del emisor sobre determinados extremos que permiten dar fluidez a la celebración de las subastas y optimizar su resolución. Por tanto, el agente desarrolla una actividad de alto

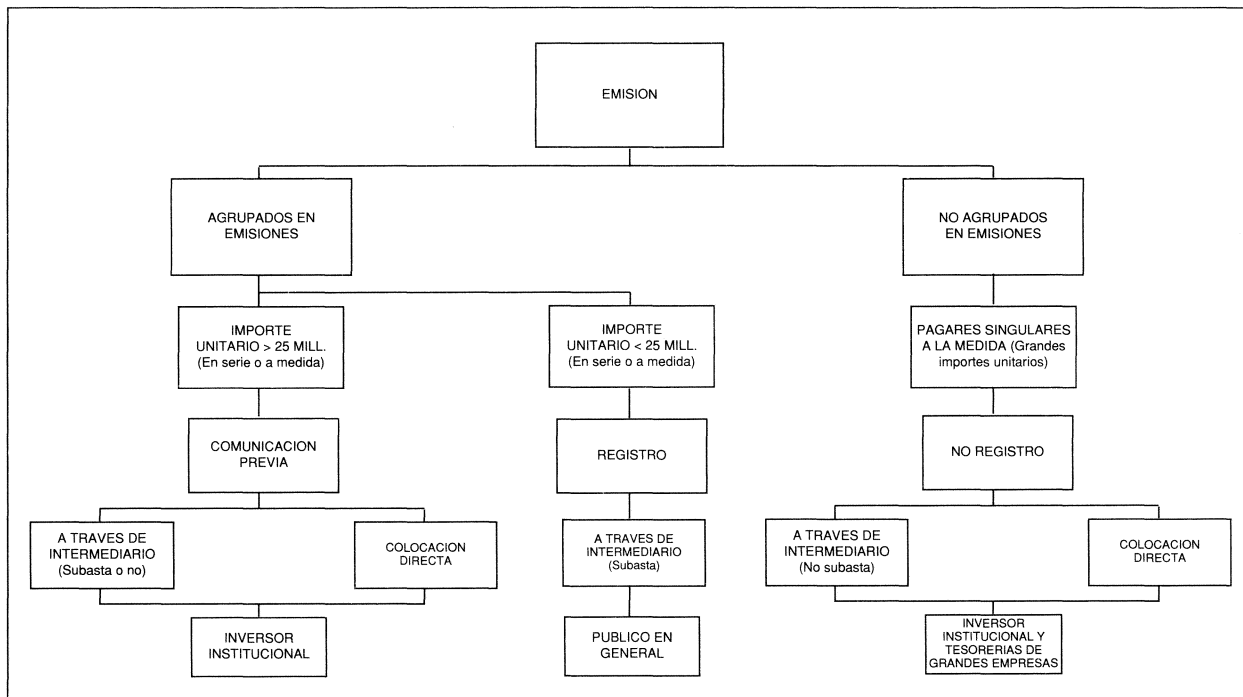
valor añadido, incorporando su experiencia, organización y especialización, de modo que el emisor no tenga que ocuparse de una serie de tareas que, de realizarlas directamente, absorberían buena parte de los recursos de su departamento financiero.

Las demandas que se presentan en las subastas son todas competitivas. Las pujas se presentan por las entidades colaboradoras, por cuenta propia o por cuenta ajena, en el domicilio del agente, y sus tipos de interés suelen ir muy ajustados a los de los depósitos interbancarios.

Después, en un plazo que no suele exceder de una semana, el emisor entrega los pagarés físicos al agente para su depósito o para su entrega a los suscriptores que así lo deseen, y las entidades colaboradoras abonan al emisor los fondos correspondientes a sus suscripciones respectivas, que, en gran medida, recolocan entre su clientela.

Desde el punto de vista de su registro en la Comisión Nacional del Mercado de Valores, los pagarés de empresa pueden clasificarse en *agrupados en emisiones* y *no agrupados en emisiones* (véase el esquema 2). En este segundo supuesto, los pagarés no están sujetos a registro, por ser valores singulares de elevados importes unitarios que se emiten aisla-

**ESQUEMA 2**  
Pagarés de empresa. Modalidades de emisión según el registro en la CNMV (a)



(a) Comisión Nacional del Mercado de Valores.

damente para su colocación a la medida, fundamentalmente entre un conjunto restringido de grandes empresas que generan abultados y frecuentes volúmenes de flujos de caja. En este segmento del mercado la colocación de los pagarés puede tener lugar con participación de intermediario financiero o sin ella. En determinados momentos, la financiación obtenida mediante contactos directos con el inversor ha proporcionado, a algunos emisores selectos, más recursos que los proporcionados por cauces intermediados.

Si los pagarés están agrupados en emisiones, presentan un grado notable de normalización, y su emisión puede hacerse en serie —lo más habitual— o a la medida. Aunque en la Ley del mercado de valores figura la obligación de registrar, previamente a la emisión, un folleto informativo de la emisión proyectada en la Comisión Nacional del Mercado de Valores, lo que se hace en la práctica es que, si el importe nominal unitario de los valores es superior a 25 millones de pesetas, cumplen el trámite de la comunicación previa, pero no se someten a registro, por suponerse que se emiten para su colocación entre inversores institucionales. Por el contrario, cuando los pagarés agrupados en emisiones son de importe nominal unitario inferior a 25 millones de pesetas, son sometidos al trámite del registro, por presumirse que se dirigen a captar el ahorro de inversores individuales cuyos intereses deben ser objeto de protección.

En cuanto a los *volúmenes de emisión*, la información disponible más fiable y completa sobre las cifras y modalidades de emisión primaria corresponde al segmento intermediado por las entidades de depósito, que, desde 1987, facilitan al Banco de España datos de periodicidad mensual sobre las operaciones en las que participan, lo que ha permitido construir series estadísticas de las principales variables del mercado. Aunque dicha información es representativa de la mayor parte del mercado, no lo es de la totalidad, por no recoger aquellas emisiones que se colocan directamente (véase el esquema 1) o que se canalizan a través de sociedades y agencias de valores.

En el cuadro 1 se presentan las cifras más significativas de los flujos de emisión en el mercado primario de pagarés, contemplándose dos modalidades: *colocaciones* y *compras a los emisores*. En las colocaciones, el intermediario financiero actúa como simple mediador, limitándose a poner en contacto al emisor con el inversor, realizando una operación sin reflejo en su balance. Por el contrario, la serie de compras a los emisores recoge las cifras de adquisición de pagarés del intermediario actuando por cuenta propia, es decir, incorporando a su balance los valores comprados que, en su mayor parte, se destinan a su posterior venta al público. En este ca-

## 1. Pagarés de empresas no financieras Mercado primario (a)

mm

	Emisión neta 1=2-5	Emisión bruta			Amortizaciones 5
		Total 2=3+4	Colocaciones 3	Compras a emisores 4	
1982	14,1	N/D	N/D	N/D	N/D
1983	82,0	N/D	N/D	N/D	N/D
1984	320,0	N/D	N/D	N/D	N/D
1985	6,8	N/D	N/D	N/D	N/D
1986	275,9	857,3	327,4	529,9	581,4
1987	-362,5	2.181,6	1.200,5	981,1	2.544,1
1988	249,3	6.085,2	1.253,0	4.832,2	5.835,9
1989	191,2	10.741,9	1.599,2	9.142,7	10.550,7
1990	1.619,3	6.301,9	1.880,5	4.421,4	4.682,6
1991	214,6	5.337,6	1.270,8	4.066,8	5.123,0

Fuente: Banco de España.

(a) Entre 1982 y 1985 no se dispone de datos de emisiones brutas ni de amortizaciones, habiéndose obtenido las emisiones netas de los Informes anuales del Banco de España. A partir de 1986, las cifras son las declaradas por las entidades de crédito sobre las emisiones puestas en circulación con su intervención, sin que, por tanto, estén depuradas de las transferencias de pagarés de empresa.

so, además del cobro de la comisión de colocación, el intermediario pretende gestionar en su favor el diferencial de intereses esperado entre la compra y la posterior venta de los valores previamente adquiridos. Por ese motivo, el empleo por el intermediario de una modalidad de colocación u otra depende, entre otros factores, de las expectativas de recolocación rentable de los pagarés.

## 1.2. Estructura de la oferta

Con el transcurso del tiempo, el mercado de pagarés ha registrado una ampliación del número y variedad de emisores. A un conjunto cada vez más numeroso de empresas no financieras se han ido añadiendo, gradual pero persistentemente, entidades financieras privadas, entidades de crédito de capital estatal, comunidades autónomas y corporaciones locales. Sin embargo, dado el objeto del trabajo, sólo se va a prestar atención a la oferta de pagarés por parte del sector privado y, especialmente, de las empresas no financieras.

El estudio de la estructura de la oferta se enfrenta a problemas de heterogeneidad de la información disponible y de superposición de las distintas fuentes de datos, lo que impide su integración. No obstante, es posible aproximar una caracterización institucional y otra sectorial, más amplia y detallada. La *clasificación institucional* se basa en la partición del conjunto de emisores en dos categorías, según la terminología acuñada en el Banco de España: *principales emisores* y, por exclusión, *otros emisores*. Dentro del conjunto de principales emisores —denominación sin pretensiones de precisión concep-



tual—, se encuentran los que tienen una presencia continua en el mercado y cuyos saldos en circulación son, con cierta diferencia, los más elevados individualmente.

La información correspondiente a este grupo de emisores se recoge en el cuadro 2. Como se ha señalado, sus cifras medias de colocación bruta y sus saldos vivos son de una magnitud apreciable. Por otro lado, estas compañías son las que, en líneas generales, han venido estando a la cabeza de los avances del mercado. Las innovaciones más sobresalientes, tanto en el orden operativo como en el tecnológico, han sido introducidas por este reducido grupo de vanguardia, trazando una senda a la que, posteriormente y en la medida de sus posibilidades, se han sumado otros emisores.

Por lo que se refiere a la distribución sectorial, las dos fuentes estadísticas disponibles —Comisión Nacional del Mercado de Valores y Central de Balances del Banco de España— permiten construir otras tantas clasificaciones. La Comisión publica datos de periodicidad trimestral sobre el desarrollo de las colocaciones primarias de pagarés de empresa, de importes unitarios inferiores a 25 millones de pesetas, correspondientes a programas registrados que estén activos en la fecha de la publicación.

El cuadro 3 presenta las series de emisiones brutas y netas, de saldos vivos y de importes registrados en la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Comparando dicha información con la facilitada por las entidades de crédito (cuadro 1), se aprecia la notable diferencia que existe entre las emisiones recogidas por ambas fuentes estadísticas. La ventaja de la información de la Comisión es que proporciona una imagen bastante aproximada del segmento minorista, dado que, por sus características, cabe pensar que sólo una pequeña parte de esas emisiones puede haber sido absorbida por mayoristas.

## 2. Pagarés de empresa Principales emisores (a)

	Emisión bruta	Emisión neta	Saldo vivo
1986	N/D	N/D	330,0
1987	514,9	-20,6	309,4
1988	500,5	42,6	352,0
1989 (b)	985,9	300,5	652,5
1990	1.013,7	163,3	815,8
1991	739,8	-38,0	777,8

Fuente: Banco de España.

(a) RENFE, ENDESA y TELEFONICA. INI, desde julio de 1987 y, desde enero de 1989, HISPAMER.

(b) Las cifras de este año están notablemente afectadas por la incorporación de los datos de HISPAMER en el primer trimestre.

## 3. Pagarés de empresa Importes registrados en la CNMV (a)

		Emisión bruta	Emisión neta	Saldo vivo	Importe registrado
1990	I TR	337,3	119,3	459,8	819,1
	II TR	372,3	159,2	619,0	960,6
	III TR	316,9	5,4	624,4	973,8
	IV TR	315,5	45,1	669,5	959,3
1991	I TR	359,9	76,4	745,9	1.046,3
	II TR	521,4	324,4	1.070,3	1.476,9
	III TR	506,7	53,3	1.123,6	1.543,3

Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

(a) Comisión Nacional del Mercado de Valores. Los importes registrados son, mayoritariamente, saldos vivos máximos.

En la clasificación sectorial obtenida del registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, el peso mayoritario lo ostentan los sectores de energía eléctrica, transportes y comunicaciones y las corporaciones públicas. Estas últimas, sin embargo, han ido perdiendo importancia relativa en el total, al tiempo que, a lo largo del período, las compañías financieras (de leasing, de factoring, de crédito al consumo, de crédito hipotecario, etc.) han incrementado notablemente su intención de apelar a este mercado.

Por lo que respecta a la Central de Balances, hay que señalar que la información es más retrasada y de periodicidad anual. Sin embargo, es mucho más amplia y permite dibujar una imagen de la *empresa tipo* emisora de pagarés de empresa. En cuanto a la clasificación sectorial, debe señalarse que es muy similar a la proporcionada por la Comisión.

El cuadro 4 presenta una selección de variables representativas de las empresas no financieras emisoras de pagarés y del conjunto de todas las empresas que han remitido información a la Central de Balances entre los años 1984 y 1990. De forma resumida, la empresa que emite pagarés es, en comparación con las restantes, de mayor tamaño, presenta un activo circulante neto persistentemente menor, está fuertemente endeudada, tiene una estructura financiera más diversificada, su coste financiero medio no es sistemáticamente superior ni inferior, y es menos rentable, aun cuando las diferencias de rentabilidad no sean muy significativas.

Por tanto, durante los años recogidos en el cuadro, sólo las empresas de gran dimensión han tenido acceso a este mercado. Únicamente con esta característica ha sido posible que empresas con ratios de rentabilidad modestos, particularmente las privadas (2), y fuertemente endeudadas hayan colocado

(2) En el promedio del período analizado, el conjunto de las empresas privadas emisoras de pagarés que han colaborado con la Central de Balances ha registrado una rentabilidad económica del 7,6 %, frente al 8,8 % de las empresas públicas que emitieron estos instrumentos.

#### 4. Pagarés de empresa

##### Caracterización del emisor tipo (a)

	1984		1986		1988		1990	
	Emisores pagarés	Total empresas	Emisores pagarés	Total empresas	Emisores pagarés	Total empresas	Emisores pagarés	Total empresas
Número de empresas	41	4.119	47	6.492	37	7.150	50	5.211
Nº trabajadores (b):								
menos de 499	0,8	25,6	1,1	31,4	1,9	31,4	0,8	29,0
500 o más	99,2	74,4	98,9	68,6	98,1	68,6	99,2	71,0
Rec. Ajenos/Rec. Propios (%)	154,2	119,5	168,3	107,1	111,5	81,7	123,6	87,6
Fin. Bancaria/Rec. Ajenos (%)	66,1	71,7	49,4	62,9	49,7	63,4	54,2	60,3
Coste financiero medio (%)	13,9	14,4	10,7	10,2	11,4	10,9	12,0	12,0
Rentab. económica del activo neto (%)	6,3	6,6	7,1	8,0	9,4	10,3	7,1	9,3
Rentab. financiera de los recursos propios (%)	0,5	**	**	3,5	6,4	9,6	3,0	5,6
Activo circulante neto sobre activo neto total (%)	8,4	19,9	10,4	21,7	7,5	18,3	1,6	14,4

Fuente: Banco de España. Central de Balances.

(a) Mediante comparación de algunas características relevantes de los emisores de pagarés con las del conjunto «total empresas».

(b) Porcentaje que los trabajadores incluidos en cada rango representan sobre el número total de trabajadores incluidos en cada una de las dos agrupaciones de empresas.

(\*\*) Valor del ratio no significativo.

tan altos volúmenes de papel. Además, las cifras muestran que esas grandes compañías han mantenido niveles relativos de endeudamiento bancario inferiores a las restantes, factor que ha debido de estimular la participación de los intermediarios en el mercado de pagarés, aunque sólo sea actuando como simples mediadores.

Desde el punto de vista del emisor, la apelación al mercado de pagarés ha sido coherente con una menor necesidad de recursos financieros a corto plazo en comparación con las empresas no emisoras de los mismos (véanse los niveles relativos del activo circulante neto). Por ello, cabría inferir que, al menos en el caso de las compañías colaboradoras de la Central de Balances, el mercado de pagarés está siendo utilizado como fuente de financiación estable de inversiones no circulantes, y, por otro lado, como vía de diversificación de la estructura financiera, aunque sin obtener reducciones significativas del coste medio de su deuda.

Esas firmas de gran tamaño emiten con la sola garantía de su presumible solvencia, definida por la envigadura de sus balances y por la comprobada experiencia de cumplimiento de sus obligaciones financieras en el pasado. No es éste el caso de todos los emisores. Los más pequeños, si no gozan de un cierto respaldo por parte del intermediario, suelen encontrar problemas para apelar a este mercado, por lo que, en condiciones normales, canalizan su demanda de recursos hacia el sistema crediticio. Sin embargo, la restricción crediticia de 1990, al introducir tensiones en los mercados financieros, empujó a un cierto número de pequeños emisores, desde sociedades anónimas hasta empresarios individuales sin personalidad jurídica, al mer-

cado de pagarés de empresa, y algunos de ellos hubieron de superponer garantías hipotecarias respaldando sus emisiones de pagarés.

En este punto conviene tener en cuenta que una incorrecta percepción del nivel de solvencia de los emisores por parte del mercado puede traducirse en una asignación ineficiente de los recursos disponibles. Se han dado casos de compañías emisoras sin precedentes de incumplimiento de sus compromisos financieros, implantadas en líneas de actividad económica consolidadas, con buenas expectativas de crecimiento futuro y con estructuras económico-financieras saneadas, incluso siendo empresas de riesgo semi-público, que se han encontrado con dificultades de colocación del papel, hasta el punto de verse obligadas a aceptar tipos de interés superiores a los fijados para riesgos similares, por la única razón de no ser un «habitual» del mercado.

En esta situación, son las entidades colocadoras las que se constituyen en receptoras de las demandas de información de los inversores, requerimientos que no pueden atender sin asumir el riesgo de pérdida de prestigio que se produciría en el supuesto de incumplimiento del emisor. Esto es consecuencia de que el sistema financiero español carece, a diferencia de los de otros países, de mecanismos institucionales de evaluación y difusión pública de la calidad financiera de las distintas emisiones y de sus emisores (3), cuyas calificaciones disfruten de reconocimiento general.

(3) La calificación independiente de emisiones y emisores la realizan las denominadas *Agencias de Rating*.

### 1.3. Estructura de la demanda

Con la información disponible, no es posible acometer un análisis pormenorizado de la estructura institucional de la demanda de pagarés de empresa. Por lo que respecta a las carteras sectoriales, la única fuente que proporciona una información integrada son *las cuentas financieras de la economía española*, aunque, para el objeto de este trabajo, presenta algunos problemas. Esto se debe a que la rúbrica que recoge los datos de pagarés de empresa es la de *valores a corto plazo*, que incluye también las antiguas letras de empresa y las transferencias de activos. De todos modos, como el componente principal de esos valores son los pagarés de empresa, se va a utilizar dicha información para construir una aproximación a las carteras de pagarés de empresa en España.

El cuadro 5 presenta la distribución sectorial del saldo de valores a corto plazo emitidos por las empresas no financieras desde 1982 hasta 1990. Por dificultades estadísticas, las cifras correspondientes a las instituciones de inversión colectiva están incluidas en el sector de empresas no financieras. Ahora bien, para despejar interrogantes, hay que señalar que, según la información disponible en la Comisión Nacional del Mercado de Valores, estas instituciones tenían invertidos en valores privados a corto plazo 243 mm a finales de 1990, un 9,7 % del total en circulación. Por tanto, hasta esa fecha, su contribución a la demanda total era todavía modesta, y, a juzgar por las cifras conocidas hasta junio de 1991 (230 mm), continúa siéndolo.

Los aspectos más sobresalientes del cuadro se refieren al comportamiento observado de las empresas no financieras y de las familias. Nótese que después de un período inicial en el que las economías domésticas fueron los principales demandantes de pagarés, se ha ido produciendo una expansión gradual de las compras realizadas por las empresas no financieras. Así, aunque las familias presentan una media aritmética en el período superior a la de las empresas, se comprueba que desde 1986 el perfil de las series res-

pectivas se invierte, de modo que los porcentajes correspondientes a las empresas se sitúan por encima de su media y los de las familias por debajo. Ese cambio de actitud de las economías domésticas debió de estar motivado, en buena parte, por la desaparición de las ventajas fiscales de que gozó el pagaré de empresa hasta 1985 y por la progresiva aparición de otros instrumentos financieros suficientemente rentables, más líquidos y de menor riesgo, que han venido a satisfacer adecuadamente sus preferencias. Por su parte, el comportamiento de las empresas no financieras es coherente con su creciente sensibilización por el coste de oportunidad de los recursos ociosos, de modo que el diferencial de rentabilidad de los pagarés sobre otros activos alternativos ejerce gran influencia en sus decisiones de cartera.

### 1.4. Plazos de vencimiento

La caracterización del mercado de pagarés de empresa como un mercado monetario se debe a la cortedad de los plazos de vencimiento iniciales de los valores, que, salvo excepciones menores, no superan los 18 meses. En concreto, más del 85 % de los pagarés se emite a un plazo inferior a seis meses.

El hecho de que la *preponderancia del muy corto plazo* sea una característica recurrente desde los inicios del mercado, sin que se hayan manifestado tensiones en los tipos de interés, evidencia el alto grado de consenso entre emisores e inversores.

La variedad de vencimientos en origen es amplia, cerrándose operaciones a *plazos muy diversos*, en particular en el segmento «a la medida». No obstante, la convicción de los agentes participantes en cuanto a la necesidad de homogeneizar las características de los valores para dar fluidez a su proceso circulatorio está conduciendo a una estandarización general de los plazos, incluso en las emisiones a medida.

A pesar de esa brevedad, los plazos efectivos a los que el emisor obtiene financiación en este merca-

**5. Empresas no financieras**  
**Colocación de valores a corto plazo. Saldos**

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	porcentajes Media del período
Instituciones de crédito	1,5	11,4	36,8	28,6	18,6	28,3	20,6	29,4	6,9	20,2
Empresas de seguros	0,0	1,1	2,5	3,0	3,2	5,4	4,4	7,5	3,5	3,4
Empresas no financieras	9,9	8,7	15,2	17,1	35,5	35,3	53,4	38,5	69,6	31,5
Familias e instituciones privadas sin fines de lucro	88,7	78,8	45,5	51,3	42,7	31,0	21,5	24,7	20,0	44,9
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Fuente: Banco de España. Cuentas financieras de la economía española (1981-1990), y elaboración propia.

do pueden ser más dilatados. Así, mediante el mecanismo de las renovaciones sucesivas se puede instrumentar una operación a medio plazo poniendo en circulación valores a corto plazo, aunque, en este caso, la estructura financiera del emisor es más frágil y más vulnerable a la evolución de los tipos de interés de mercado y a la coyuntura general.

Existe una cierta sensibilidad de la estructura por plazos respecto al momento del año en que se realizan las nuevas emisiones, que está vinculada a la regulación fiscal. En efecto, como es sabido, los intereses producidos por la inversión en pagarés de empresa están sometidos, a diferencia de los valores públicos alternativos, a retención fiscal sobre la cuota pagadera por impuestos directos a mediados del año siguiente al de su percepción. La minimización del efecto financiero de esa retención, además de presionar al alza los tipos de interés, en comparación con los de las letras del Tesoro, conduce a los agentes más sofisticados a desear plazos de vencimiento menores, conforme se aproxima el 31 de diciembre de cada año, o, si es inevitable traspasar este umbral, las preferencias se decantan por las amortizaciones y las ventas cercanas al final del año siguiente.

Como quiera que no todos los demandantes ajustan sus decisiones a esa norma y que en el segmento de «hasta tres meses de vencimiento» coexisten plazos desde una semana inclusive, en las series estadísticas no se encuentra evidencia de este fenómeno, que, no obstante, es reconocido por los actores del mercado. Cabe esperar que, en la medida en que crezca el peso de la demanda institucional, el factor «retención fiscal» explique en mayor medida la evolución temporal intraanual de la demanda de plazos. En particular, las instituciones de inversión mobiliaria, por manejar fuertes volúmenes de inversión y disfrutar de un tipo de gravamen reducido en el impuesto sobre sociedades (4), tienen un elevado coste de oportunidad de los recursos aplicados a dicha retención, y, por consiguiente, en la medida en que aumenten su presencia en el mercado de pagarés, éste se mostrará más sensible a la retención.

## 2. MERCADO SECUNDARIO

La preponderancia de emisiones a corto plazo en el mercado de pagarés de empresa aminora la necesidad de un mercado secundario, pero en ningún caso la elimina. Hay que tener en cuenta que los pagarés se emiten, en su mayor parte, a través de intermediarios financieros, que asumen la función de distribuir entre los inversores finales los ingentes volúmenes de papel de cada emisión, y, en ocasiones, contraen el compromiso de asegurar la colocación.

(4) En la ley 31/1990, de 27 de diciembre, su tipo de gravamen en el impuesto sobre sociedades quedó fijado en el 1 %.

Este aseguramiento, a veces tácito (5), aumenta la necesidad de un mercado secundario, o, más bien, de un segundo escalón del mercado primario. En este contexto, y como más adelante se comentará, han sido los propios intermediarios los principales promotores de iniciativas tendentes a crear mercados secundarios para los pagarés de empresa.

Actualmente, las compraventas de pagarés de empresa comprenden dos modalidades operativas: *en firme* y *con pacto de retrocesión*. De los dos tipos, las menos frecuentes son las segundas, debido a la existencia de ciertos impedimentos que obstaculizan su desarrollo y que se pueden clasificar en dos categorías: *el plazo de emisión en origen y la normativa fiscal*.

El hecho de que más del 85 % de los pagarés se emita a plazos de vencimiento no superiores a los seis meses reduce sensiblemente las posibilidades de desarrollo de las operaciones de cesión temporal cuya función básica sería la de fraccionar el período total de vida de los pagarés en subperíodos adecuados a las preferencias de la demanda.

El otro elemento que limita la práctica de los pactos de retrocesión con pagarés de empresa es la retención fiscal a cuenta, que se practica sobre los intereses generados en cada transacción. La obligatoriedad de realizar dicha retención en todos los repos eleva considerablemente los costes y complicaciones de la operación. Por ambos motivos, su peso en la totalidad de las operaciones secundarias realizadas por los intermediarios es pequeño, aunque no desdeñable, predominando las cesiones temporales al público, mientras que las adquisiciones temporales son prácticamente inexistentes.

En el segmento de operaciones en firme se pueden distinguir cuatro tipos de transacciones, según cuál sea la naturaleza de la operación —*compras y ventas*— o los agentes de contrapartida —*público en general u otros intermediarios financieros*—. Cabe señalar que el volumen de fondos movilizados ha sido considerable, a pesar de la idea general de ser un mercado secundario poco activo. El predominio lo ostentan las ventas al público realizadas por las entidades de crédito con cargo a su propia cartera de pagarés.

Entre las «ventas al público», se pueden distinguir dos modalidades: *ventas previamente pactadas*

(5) Aunque no siempre existe un aseguramiento formal, en la práctica suele tener lugar un compromiso tácito de colocación. De hecho, los emisores tienden a operar con los intermediarios que tienen una probada capacidad de absorción del papel emitido, desplazando al resto a posiciones residuales dentro del mercado primario. Por ello, en condiciones normales del mercado, los intermediarios con posibilidades reales de comercialización suelen asumir aquel compromiso.

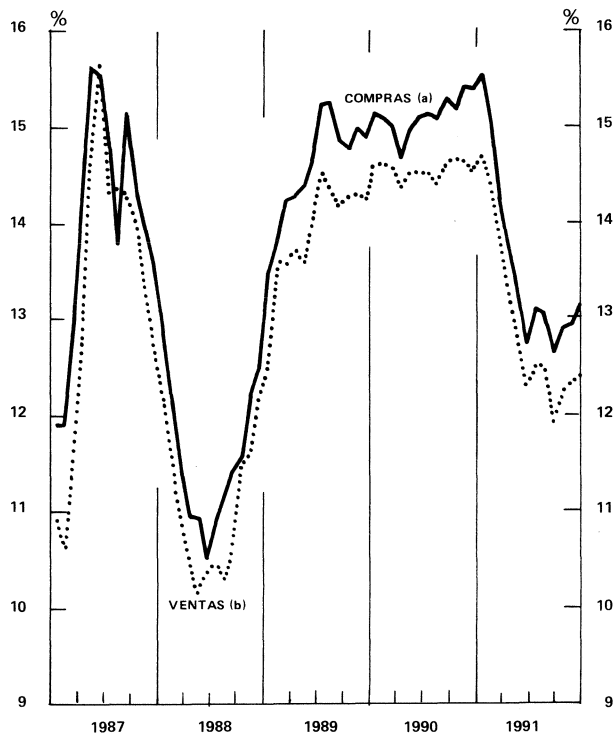
y *ventas puras*. En las primeras, el cliente inicia la operación acudiendo al intermediario en demanda del pagaré. En función de las expectativas de tipos de interés, el intermediario le ofrece una determinada remuneración y ambos acuerdan el precio de cierre de la operación. Posteriormente, el intermediario acude a la subasta, o al mercado secundario, a comprar el instrumento financiero a un precio menor —si sus expectativas de tipos se confirman— para su entrega al inversor al precio pactado. Aunque en sentido estricto este tipo de venta al público es una transacción de mercado secundario, por ser posterior al momento de puesta en circulación del instrumento, podría considerarse como una segunda etapa de la emisión primaria, en la que el intermediario hace uso de su experiencia, de su conocimiento del mercado y de la singular posición que ocupa en el mismo para obtener un beneficio especulativo, asumiendo el correspondiente riesgo de intereses.

Por el contrario, en la «venta pura», el origen de la demanda primaria no se sitúa en el inversor final, sino en el intermediario. Bien por haber contraído algún compromiso de adquisición con el emisor, bien por la gestión habitual de su activo, o, incluso, por manejar expectativas de recolocación ventajosa del papel, el intermediario suscribe los pagarés para incorporarlos a su cartera y, con cargo a ella, afronta la demanda que recibe del mercado. En este caso, la operación es, propiamente, de mercado secundario, pues persigue la liquidación de una posición previa del intermediario, sin que preexista acuerdo alguno con el comprador final. En este supuesto, el mercado cumple con su función de dotar de liquidez a los instrumentos negociados, mientras que en el anterior, no. Sin embargo, es imposible cuantificar por separado las cifras de cada una de estas modalidades operativas.

En lo que se refiere a las transacciones secundarias realizadas entre los propios intermediarios financieros, es de señalar que se justifican por la insuficiencia de las carteras individuales para acomodarse a la configuración de la demanda final. Este es el motivo de que tales operaciones, en lugar de facilitar una estricta conversión en liquidez, se constituyan, más bien, en canal de distribución entre los intermediarios del papel inmovilizado en los balances individuales, con el fin de ajustarse a la estructura de la demanda.

Dado que, como ya se ha señalado, las tenencias directas de las familias están en franca regresión, cabe esperar que este mercado se convierta en un mercado fundamentalmente institucional y mayorista, tal y como sucede en otros países. Por otro lado, es probable que, al nivel minorista, la necesidad de liquidez de los agentes sea menor, debido a los cortos plazos de emisión de los valores, y, por ello, que la creación de un mercado secundario organizado en-

## 2. Pagarés de empresa Tipos de interés a tres meses



Fuente: Banco de España.

(a) Compras de banca a los emisores.

(b) Ventas de la banca al público.

cuentre una menor justificación. De hecho, no parecen existir problemas para que los propios intermediarios financieros faciliten la liquidez que, en la actualidad, pueda estar demandando el pequeño inversor. Sin embargo, al no ser éste un mercado abierto y transparente, con cotización y difusión pública de precios, no existen garantías de que el ideal de la unicidad de precio, para instrumentos de características y riesgo similares, se consiga en todas las ocasiones, aunque la brecha entre los tipos del emisor, indicativos del mercado mayorista, y los del inversor final no ha sido exagerada, registrando un promedio de 62 puntos básicos a lo largo del período analizado (gráfico 2), justificables, en parte, por los costes normales de intermediación y distribución.

### 2.1. Mercado secundario de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros

La Asociación de Intermediarios de Activos Financieros se constituyó con la intención de unificar voluntades y criterios operativos para la ordenación y estructuración de mercados no oficiales de valores. Dentro de este marco asociativo, se ha organizado

un mercado mayorista de renta fija privada en España, al margen de la bolsa de valores.

Por Orden Ministerial de 1 de agosto de 1991 se autorizó a esa Asociación para que su mercado de renta fija funcionase como *mercado secundario organizado no oficial de valores de ámbito nacional*, reconociéndose una realidad ya preexistente, que, por ello, gozaba de una cierta experiencia operativa. Si bien éste es un mercado de renta fija privada en general, en este trabajo sólo se van a contemplar los aspectos relativos a los pagarés de empresa, que, por otra parte, son los activos más negociados hasta el momento.

En síntesis, este es un mercado mayorista cuyos *miembros* son, por derecho propio, todos los asociados que deseen operar en el mercado, tanto directa como indirectamente (6). En el supuesto de operar indirectamente, acceden al mercado a través de *mediadores-brokers* que, no siendo miembros del mercado, soliciten participar en las operaciones del mercado en esta calidad y estén incluidos en el registro que, al efecto, se lleva en la Asociación.

La *inclusión* en el mercado de una emisión de pagarés debe ser solicitada por la «entidad directora» de la misma, o, en su defecto, por el propio emisor. La Asociación tiene facultad para aceptar la inclusión o, si la emisión no se ajusta a la normativa vigente reguladora de la emisión de valores, denegarla.

Es un *mercado dirigido por precios*, es decir, las distintas emisiones incluidas cotizan por la difusión de los precios formulados por los miembros del mercado dentro de un horario continuo. Una vez casada una determinada operación, su confirmación tiene lugar el mismo día de la contratación, con independencia de la fecha en que se produzca el desembolso. No obstante, ninguna operación se considera definitivamente realizada, mientras no es aceptada por el *sistema de compensación y liquidación*, que, en la actualidad, es gestionado por la Agencia de Valores Espaclear, S.A.

Diariamente, a través de canales físicos y electrónicos, la Asociación difunde información de las operaciones cruzadas en el día, incluyendo volúmenes contratados y precios realizados: máximo, mínimo y medio.

La autorización para que funcione como mercado organizado no oficial ha supuesto, en la práctica, un notable incremento de su potencial de expansión, y, por derivación, del mercado de pagarés en su conjunto, debido a que los pagarés negociados en el

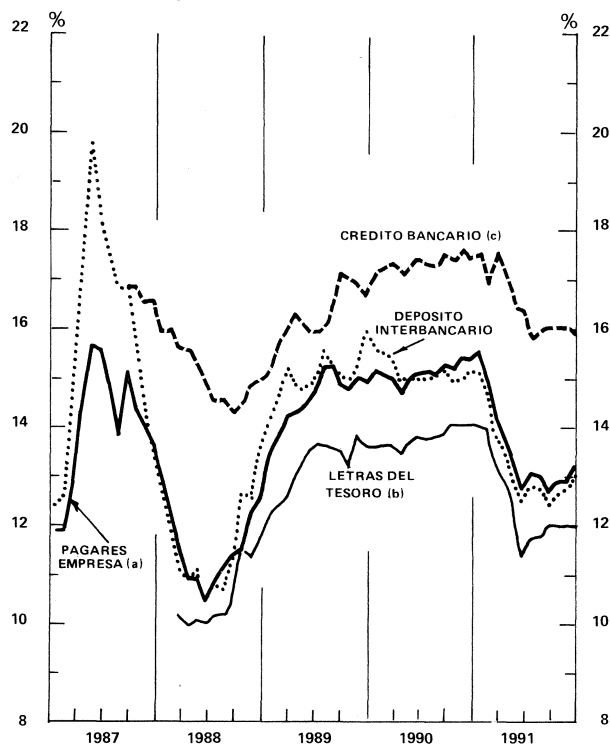
mismo son computables para la cobertura del coeficiente de inversión obligatoria de las instituciones de inversión colectiva.

### 3. TIPOS DE INTERES

Los tipos de interés de los pagarés de empresa están *estrechamente vinculados a los vigentes en los restantes mercados monetarios nacionales*, oscilando dentro de una banda cuyos límites superior e inferior corresponden, respectivamente, a los tipos del crédito bancario y a los de las letras del Tesoro (gráfico 3). Sin embargo, la baja probabilidad de incumplimientos de los emisores habituales de pagarés, junto con el poder de negociación que les otorga el volumen de fondos que movilizan, conduce a que el tipo de referencia máximo del mercado de pagarés esté, de hecho, por debajo del correspondiente al crédito bancario y tienda a aproximarse al del mercado interbancario de depósitos.

Esto se debe a que los emisores, en su intento de reducir costes, propenden a ajustarse a los tipos de los depósitos interbancarios, y a que, en el momento

#### 3. Mercados monetarios y crediticios Tipos de interés a tres meses



Fuente: Banco de España.

(a) Compras de banca a los emisores.

(b) Mercado secundario.

(c) Entre tres meses y un año.

(6) En la actualidad, los miembros de la Asociación representan a la mayor parte de las instituciones que operan en el Sistema financiero español.

de producirse las emisiones, tanto las subastadas como, sobre todo, las «a medida», el tipo de referencia más objetivo y fácilmente accesible a bajo coste es el de ese mercado. No obstante, cuando las condiciones del mercado se tensan, se comprueba que el tipo interbancario no establece un techo a la variación de los tipos de los pagarés de empresa.

Los datos evidencian que, desde mediados de 1990, los tipos de interés del mercado interbancario han venido siendo superados sistemáticamente por los de emisión de los pagarés de empresa. Esto se debe a que, a partir de esa época, el mercado de estos últimos ha vivido una tensa situación, derivada del racionamiento crediticio al que se vieron sometidas las empresas, que se tradujo en una fuerte expansión de la oferta de pagarés y en una elevación del nivel medio de riesgo, como consecuencia de la entrada en el mercado de nuevos emisores de solvencia poco conocida por los operadores habituales. A ello se añadió, posteriormente, la reducción del diferencial de tipos entre las letras del Tesoro y el mercado interbancario, que presionó al alza sobre los tipos de los pagarés. Por consiguiente, mientras que el coste financiero del emisor siga siendo inferior al de las alternativas crediticias disponibles, la oferta de pagarés puede manifestarse por encima de los tipos del interbancario, aunque con anterioridad a 1989 no se había presentado esta situación.

En España, el activo alternativo principal de los pagarés de empresa es la letra del Tesoro, cuyo tipo de interés marca el «soporte» por debajo del cual no se manifiesta la demanda de pagarés. De hecho, ésta no surge por debajo del «soporte más una prima», debido al menor riesgo de la letra, a su mayor liquidez y a su favorable tratamiento fiscal relativo. Con respecto a este último, los operadores incorporan la retención fiscal sobre los rendimientos (actualmente fijada en el 25 %) al proceso de formación de los tipos de interés en el mercado de pagarés. Dicha retención introduce una segmentación artificial del mercado de valores a corto plazo, que discrimina favorablemente a las letras del Tesoro, cuyos rendimientos no soportan tal retención, en contra de los valores privados. Esa diferenciación es descontada por los inversores en pagarés, exigiendo una prima de compensación financiera sobre el tipo de interés de los valores públicos. Hay que apuntar que este comportamiento no es general, presentándose, en mayor medida, en los demandantes más sofisticados y profesionales: en particular, las empresas con tesorías importantes y, sobre todo, los inversores institucionales.

Por otro lado, al igual que ocurre en otros mercados financieros, los tipos de interés negociados difieren en función de quiénes sean los agentes que participan en la operación, de su tamaño y de la frecuencia y estabilidad de su presencia en el mercado.

Además, el papel predominante de los intermediarios financieros en la canalización de la oferta y de la demanda posibilita la divergencia entre el coste del emisor y la remuneración del inversor, que constituye el elemento fundamental de retribución del intermediario financiero, dada la poca relevancia de las comisiones de colocación. Sin embargo, ese margen del intermediario no deja de ser un beneficio especulativo expuesto a las oscilaciones que registren los tipos de interés a corto plazo entre la compra primaria y la venta posterior al inversor final. Este período suele ser corto, pero, aun así, se produce un incremento de la cartera especulativa con un riesgo variable en función de las posibilidades reales del intermediario para trasladar al inversor las pérdidas que, en su caso, puedan registrarse.

#### 4. COMPARACION CON OTROS MERCADOS

Con el fin de valorar la importancia relativa del mercado español de pagarés de empresa, en esta sección se presenta una sucinta comparación con otros mercados nacionales, tanto desde el punto de vista de la oferta como del de la demanda (7).

##### 4.1. Fuentes alternativas de financiación

Desde el punto de vista del emisor de pagarés de empresa, las fuentes alternativas de apelación al endeudamiento son, básicamente, el crédito bancario, particularmente a interés variable, el mercado de valores de renta fija y, en cierta medida, el crédito interempresarial. La importancia relativa de cada una de ellas se muestra en el cuadro 6.

En el caso particular de los pagarés de empresa, los dos impactos negativos de 1985 y 1987 quedan bien reflejados en las cifras del cuadro, que, en consecuencia, son las más bajas del período. En el extremo opuesto, se encuentra el guarismo del año 1990, en el que un 5,9 % del endeudamiento total en los mercados considerados se obtuvo mediante la puesta en circulación de pagarés de empresa.

En el promedio del período, la magnitud relativa del saldo de pagarés se situó en el 2,3 %. El predominio lo ostentó el crédito concedido por el sistema crediticio. En segundo lugar, se encuentra el crédito interempresarial, a través del cual las empresas no financieras han captado, como término medio, un 35,4 % de la financiación proporcionada por los mercados recogidos en el cuadro. Por último, los mercados de valores de renta fija han venido perdiendo

(7) Una comparación internacional amplia y detallada puede encontrarse en Campoy, «Mercados de pagarés de empresa. Una comparación internacional», *Boletín económico*, Banco de España, mayo, 1991.

## 6 Empresas no financieras

### Pasivos financieros. Saldos a fin de año

	Crédito de instituciones de crédito		Obligaciones		Pagarés de empresa (a)		Crédito interempresarial (b)		Total mm
	mm	% s/total	mm	% s/total	mm	% s/total	mm	% s/total	
1984	10.677,8	47,9	1.817,1	8,1	416,1	1,9	9.396,5	42,1	22.307,5
1985	11.625,7	48,8	2.031,7	8,5	422,9	1,8	9.766,1	41,0	23.846,4
1986	12.498,7	48,0	2.297,2	8,8	832,9	3,2	10.425,4	40,0	26.054,2
1987	13.968,2	49,6	2.193,2	7,8	427,9	1,5	11.590,0	41,1	28.179,3
1988	15.813,0	51,6	2.147,9	7,0	567,1	1,8	12.144,8	39,6	30.672,8
1989	19.103,3	52,2	2.004,2	5,5	815,9	2,2	14.673,0	40,1	36.596,4
1990	21.354,8	50,4	2.004,6	4,7	2.481,5	5,9	16.561,2	39,1	42.402,1
1991 III TR	23.268,1	**	2.239,4	**	2.715,3	**	N/D	**	28.222,8
Media (hasta 1990)		43,5		6,3		2,3		35,4	

Fuente: Banco de España. Cuentas financieras de la economía española (1981-1990), y elaboración propia.

(a) Ajustado de transferencias de activos con pagarés de empresa. Entre 1982 y 1985 los datos proceden de los informes anuales del Banco de España.

(b) Contraído frente a empresas no financieras y familias.

(\*\*) Dato no significativo.

peso en las decisiones de financiación de las empresas, particularmente en la segunda mitad de la década de los ochenta.

Por consiguiente, aparte de la presión competitiva que los pagarés de empresa han ejercido sobre el crédito bancario, parecen haber sido los mercados de valores de renta fija los más fuertemente afectados por su crecimiento, aunque el sentido de la relación de causalidad no es evidente. El motivo de ello reside en que, por un lado, 1986 fue el último año en el que se podía aplicar la deducción fiscal por inversiones en la adquisición de valores de renta fija, y, por otro, de acuerdo con la opinión de algunos operadores de los mercados financieros, el desarrollo de los pagarés de empresa podría haberse visto beneficiado por la inoperancia práctica de los mercados de valores de renta fija a medio y largo plazo.

En suma, a pesar de los altibajos, la significación de los pagarés de empresa en el endeudamiento de las empresas no financieras españolas ha sido, en promedio, significativa y, sobre todo, con una orientación al alza.

#### 4.2. Fuentes alternativas de colocación

Desde la perspectiva de las decisiones de cartera del público, los pagarés de empresa son instrumentos sustitutivos de una amplia gama de pasivos bancarios y de valores a corto plazo emitidos por las Administraciones Públicas, en tanto que son activos financieros en los que se materializan las posiciones más líquidas y rentables del espectro de sus colocaciones financieras.

En el cuadro 7 se presentan los saldos a fin de año mantenidos por las empresas no financieras y familias en instrumentos incluidos en la definición de un agregado amplio de liquidez —ALP—, en algunos de sus componentes y en pagarés de empresa. En el mismo se observa que, salvado el profundo bache que supuso la aparición de la letra del Tesoro en 1987, los pagarés de empresa registran una participación relativa creciente en el total de las posiciones líquidas. En particular, sobresale el salto que experimenta la serie en 1990, como consecuencia de la restricción crediticia, alcanzando un nivel que se mantiene en 1991.

Evoluciones descendentes se observan en los pasivos bancarios y, más acentuadamente, en las disponibilidades líquidas. Este último agregado ha venido perdiendo importancia relativa en las colocaciones líquidas, como consecuencia de que en su composición se incluye una serie de pasivos bancarios tradicionales que, en el contexto de innovación financiera, han ido perdiendo atractivo entre el público.

En el cuadro se aprecia que, desde 1990, la importancia relativa de los pagarés de empresa se ha situado por encima de la correspondiente a los pagarés y a las letras del Tesoro adquiridos en firme.

## 5. CONCLUSIONES

El mercado español de pagarés de empresa alcanzó su fase de apogeo a partir del establecimiento de pautas de crecimiento al crédito bancario entre 1989 y 1990. En ausencia de esta medida, el mercado de pagarés de empresa habría aumentado, muy por



## 7 Empresas no financieras y familias

### Activos líquidos y pagarés de empresa. Saldos

	Disponibilidades líquidas		Pagarés y letras del Tesoro en firme		Otros ALP (a)		Pagarés de empresa (b)	
	mm	% s/ALP+ Pag. emp.	mm	% s/ALP+ Pag. emp.	mm	% s/ALP+ Pag. emp.	mm	% s/ALP+ Pag. emp.
1982	16.603,0	94,5	63,5	0,4	891,7	5,1	14,1	0,1
1983	18.738,6	91,6	406,3	2,0	1.224,6	6,0	96,1	0,5
1984	20.985,7	89,5	390,0	1,7	1.714,2	7,3	348,7	1,5
1985	22.135,4	83,6	685,7	2,6	3.258,7	12,3	386,3	1,5
1986	23.000,9	76,6	959,5	3,2	5.407,1	18,0	659,6	2,2
1987	24.780,7	73,3	1.216,7	3,6	7.555,5	22,3	256,7	0,8
1988	27.343,2	72,5	981,7	2,6	9.029,1	23,9	351,9	0,9
1989	30.344,3	72,2	1.666,0	4,0	9.454,6	22,5	574,0	1,4
1990	34.818,2	71,5	2.132,6	4,4	9.425,7	19,4	2.318,8	4,8
1991 (NOV)	38.521,5	72,1	2.721,8	5,1	9.634,8	18,0	2.525,0	4,7

Fuente: Banco de España.

(a) Activos líquidos en manos del público.

(b) Entre 1982 y 1985 los datos proceden de los informes anuales del Banco de España.

bablemente, sus cotas de difusión, pero, seguramente, a un ritmo menos vertiginoso. En cualquier caso, se constata que este activo financiero se ha instalado en el sistema financiero español con caracteres de permanencia.

La *demanda de pagarés* es ejercida por las empresas no financieras, por las economías domésticas y, en menor medida, por las instituciones de inversión colectiva. Aunque, a lo largo del período considerado, la demanda de las familias ha superado, en promedio, a la de las empresas, a partir de 1986 son éstas las que absorben la mayor parte del papel puesto en circulación.

En lo que concierne a *la oferta*, se ha venido produciendo un incremento del número de emisores, tanto de empresas no financieras como de entidades financieras y de administraciones públicas territoriales y locales, aunque solamente las empresas no financieras son objeto de este trabajo. Entre ellas, un núcleo reducido de emisores —generalmente, empresas públicas— ha impulsado los avances más significativos del mercado. Sectorialmente, la oferta de pagarés está bastante concentrada en los sectores de energía eléctrica, y transportes y comunicaciones.

La *empresa típica emisora de pagarés* se caracteriza, en comparación con las restantes, por su mayor dimensión, por estar más endeudada, por tener una estructura financiera más diversificada, por ser menos rentable, particularmente la de propiedad privada, y por registrar un activo circulante neto menor. Por el contrario, no se detectan diferencias significativas en el ratio de coste financiero medio.

En este trabajo, se incide en la *cortedad de los plazos de vencimiento* de los pagarés, que, además,

presentan una diversidad relativamente amplia. No obstante, existe una tendencia hacia la disminución del abanico de vencimientos.

En el *mercado primario* de pagarés se han ido configurando ciertos elementos de organización, impulsados por los emisores y, sobre todo, por los intermediarios financieros, característicos de un mercado en avanzado estado de desarrollo. No obstante, aún quedan ciertas cuestiones susceptibles de mejora, tales como la desmaterialización de los valores y la implantación de un esquema de calificación de las emisiones.

En el *mercado secundario* se distinguen dos ámbitos. Uno, no organizado, que funciona en el seno de los intermediarios financieros, y otro, organizado, no oficial. En ambos casos, se realizan operaciones en firme y también con pacto de retrocesión. Estas últimas tienen una importancia menor en el conjunto del mercado, como consecuencia de la brevedad de los plazos de vencimiento iniciales de los pagarés y por los problemas que se derivan de la necesidad de practicar la retención fiscal sobre los rendimientos producidos en cada transacción.

El *mercado organizado no oficial* es un mercado privado organizado por la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros, que, con reconocimiento de la autoridad competente, ha articulado una estructura bastante completa para la negociación secundaria en el segmento mayorista.

En cuanto a los *tipos de interés*, se observa un paralelismo acusado de sus niveles con respecto a los negociados en otros mercados monetarios, oscilando en torno a los del mercado interbancario de depósitos y dentro de una banda cuyos límites máxi-

mo y mínimo corresponden a los tipos del crédito bancario y a los de la letra del Tesoro.

Tanto en el caso de los tipos de interés como en el de los plazos, se aprecia una cierta sensibilidad de ambas variables ante la estructura impositiva, debido a la retención fiscal a cuenta de los rendimientos generados por los pagarés, que no soportan las letras del Tesoro. Por ese motivo, los demandantes más sofisticados toman en consideración el momento del año en el que se practica la retención, con el fin de minimizar su coste de oportunidad.

Las perspectivas del mercado español de pagarés de empresa son, en general, alentadoras. El notable desarrollo y difusión que ha alcanzado en los últimos años, proporcionando a las empresas un cauce de financiación flexible y menos costoso que la financiación bancaria, son factores que favorecen el mantenimiento de un flujo de oferta estable.

Los intermediarios, por su parte, han encontrado en este mercado posibilidades de negocio nuevas. En el estado actual y previsible de liberalización en la prestación de servicios financieros, el sistema de intermediación financiera no puede permitirse abandonar áreas de negocio que la clientela demanda. En este sentido, apunta la puesta en marcha por los intermediarios de un mercado organizado de renta fija, en el que, hasta el presente, los pagarés han ocupado un lugar prominente.

Desde el punto de vista de la demanda, es previsible que las empresas no financieras continúen adquiriendo una buena parte de las emisiones de pagarés. Como, además, se puede esperar que las instituciones de inversión colectiva refuercen su participación en este mercado, es bastante probable que se refuerce también la tendencia a constituirse en un mercado institucional y mayorista, con la consiguiente disminución de la demanda de particulares.

17-II-1992.

# Márgenes de beneficio, eficiencia y poder de mercado

*Este artículo ha sido elaborado por Cristina Mazón, de la Universidad Complutense y del Banco de España (1)*

## 1. INTRODUCCION

Los estudios empíricos con datos interindustriales son clásicos en la literatura de economía industrial. Uno de los resultados clásicos es la existencia de una correlación positiva entre medidas de beneficio y concentración. La explicación tradicional de esta correlación es la hipótesis de poder de mercado defendida por Bain (1951): las industrias concentradas, en que pocas empresas dominan el mercado, tienen mayor facilidad para mantener sus beneficios sobre el nivel competitivo, por lo que beneficios y concentración están correlacionados positivamente. Sin embargo, Demsetz (1974) propuso una explicación alternativa de esta correlación positiva, basada en la eficiencia: las empresas más eficientes obtienen una mayor participación en el mercado y mayores rentas, por lo que las industrias concentradas tendrán altos niveles de beneficios.

Este artículo es un resumen de un trabajo que utiliza un panel de 758 empresas manufactureras durante el período 1983-1988, de la Central de Balances del Banco de España, e información adicional de la Encuesta Industrial del Instituto Nacional de Estadística y de comercio exterior, proporcionada por la Dirección General de Aduanas e Impuestos Especiales, para analizar los determinantes de los beneficios de las empresas españolas, concretamente para contrastar las hipótesis de poder de mercado y eficiencia.

## 2. MODELO TEORICO Y ESPECIFICACIONES EMPIRICAS

Los resultados que se exponen más adelante se basan en un modelo clásico de comportamiento oligopolista, en que empresas que compiten en la oferta de un bien homogéneo maximizan sus beneficios. A partir del modelo, se obtiene una expresión en que los beneficios de la empresa dependen de su participación en el valor de producción del mercado al que pertenece y de una medida de la concentración del mismo, ambas variables multiplicadas por la rotación de capital. También se incluye una variable que recoge la penetración de importaciones: concretamente, importaciones sobre consumo interior. La variable que se utiliza para medir los beneficios es la rentabilidad por unidad de capital, y se define como valor de producción menos costes laborales y consumos intermedios, dividido por capital. La estimación

---

(1) Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo nº 9204 del Banco de España.

se realiza por el método generalizado de momentos, utilizando el programa de Arellano y Bond, que se cita en la bibliografía. Las principales ventajas de emplear datos de panel son dos: que permiten solucionar con mayor facilidad los problemas derivados de la endogeneidad de las variables, y que la estimación en primeras diferencias evita los sesgos ocasionados por la no inclusión de variables individuales constantes en el tiempo, no observadas.

### 3. PRINCIPALES RESULTADOS

En primer lugar, el análisis descriptivo de los datos aporta evidencia sobre la relación del nivel de beneficios con cada una de las variables, por separado, que intervienen en las estimaciones econométricas. El análisis descriptivo apoya las predicciones de la teoría:

- El grupo de empresas con mayor participación en el mercado tiene unos beneficios superiores a la media.
- Las empresas pertenecientes a sectores más concentrados tienen unos beneficios superiores a la media.
- El grupo de empresas que pertenece a industrias con menor penetración de importaciones tiene unos beneficios superiores a la media.

En segundo lugar, las estimaciones econométricas permiten obtener las siguientes conclusiones:

- Los datos apoyan la hipótesis de eficiencia frente a la de poder de mercado para las empresas manufactureras españolas: los beneficios de las empresas están fuertemente relacionados con la participación en el mercado.
- Sin embargo, los resultados también señalan que niveles más altos de concentración permiten obtener mayores beneficios: los beneficios de las empresas están relacionados positivamente con una medida de concentración, y este resultado se mantiene cuando se incluye la participación como variable explicativa. Este resultado señala que posiblemente sea un modelo híbrido en que la eficiencia determina los beneficios, pero en el que el poder de mercado los aumenta, el más idóneo para explicar los beneficios de las empresas manufactureras españolas.
- La penetración de importaciones disminuye los beneficios de los vendedores domésticos: el ratio de importaciones sobre consumo interior está relacionado negativamente con el nivel de beneficios.

### 4. COMENTARIOS FINALES

Los resultados de este trabajo permiten hacer algunos comentarios sobre los posibles efectos de la apertura del mercado español al europeo. La apertura tendrá como resultado un descenso del nivel de concentración en la industria española, lo que hará disminuir los beneficios de las empresas. De hecho, esto ya está ocurriendo en los sectores más abiertos al comercio exterior, que ven reducidos sus beneficios como resultado de la penetración de productos importados. Pero, puesto que son razones de eficiencia las que explican la participación de las empresas en el mercado, este efecto puede verse frenado por la existencia de empresas eficientes que, a su vez, puedan mantener las rentas derivadas de sus ventajas en costes.

20-I-1992.

### BIBLIOGRAFIA

- ARELLANO, M. y BOND, S. (1988): «Dynamic Panel Data Estimation Using DPD: A Guide for Users», *Working Paper*, 88/15, The Institute for Fiscal Studies, London.
- BAIN, J. J. (1951): «Relation of Profit Rate to Industry Concentration: American Manufacturing, 1936-1940», *Quarterly Journal of Economics*, 65.
- DEMSETZ, H. (1974): «Two Systems of Belief about Monopoly», en H. J. Goldschmid, H. M. Mann y J. F. Weston, (eds.), *Industrial Concentration: The New Learning*, Boston.

# El margen precio-coste marginal en la Encuesta Industrial: 1978-1988

*Este artículo ha sido elaborado por Cristina Mazón, de la Universidad Complutense y del Banco de España (1).*

En este artículo se resume un trabajo en el que se describe el comportamiento de los márgenes precio-coste marginal en el sector industrial no energético de la economía española durante el período 1978-1988, utilizando la Encuesta Industrial que elabora el Instituto Nacional de Estadística. También se utiliza una muestra de empresas de la Central de Balances del Banco de España para analizar el fuerte aumento del margen en 1986.

El margen se define como precio menos coste marginal partido por precio, y se aproxima con los datos de la Encuesta Industrial como valor de producción menos costes variables sobre valor de producción. El concepto de margen lo introdujeron Collins y Preston (1968) (2), y desde entonces el margen se ha utilizado ampliamente, en la mayoría de los casos como variable dependiente de estudios interindustriales que analizan la relación entre beneficios y concentración. Los resultados que se resumen a continuación, en cambio, no tratan de explicar la evolución del margen con parámetros de conducta y resultados, o de magnitudes macroeconómicas, como es habitual en la literatura de economía industrial, sino que simplemente explican la evolución del margen a partir de las contribuciones de las distintas variables que lo definen.

El gráfico 1 presenta la evolución del margen durante el período muestral, para el total del sector industrial no energético (3). La evolución del margen puede dividirse en tres etapas: una primera etapa, desde 1978 a 1981, en que el margen disminuye; una segunda etapa, entre 1981 y 1985, en que el margen aumenta a tasas suaves; y, por último, la etapa de 1985 a 1988, que se caracteriza por un fuerte aumento del margen en 1986, seguido por una suave subida en 1987 y un ligero descenso en 1988.

Descomponiendo la tasa de variación del margen en las contribuciones de las variables que lo definen, para el agregado del sector industrial no energético, pueden hacerse las observaciones que se resumen a continuación:

- En la primera etapa, 1978-1981, la fuerte caída del margen en 1980 se debe al aumento de la contri-

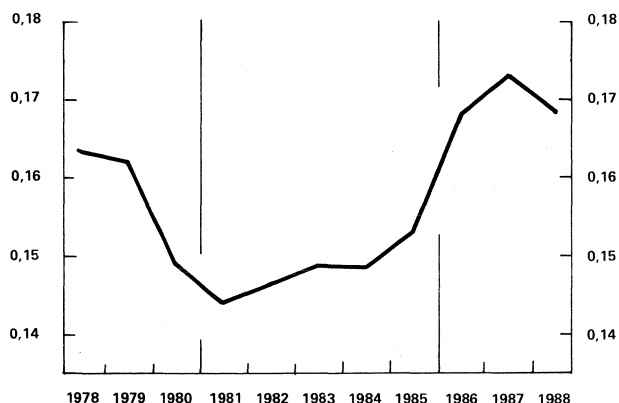
---

(1) Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo nº 9205 del Banco de España.

(2) Collins, N. R. y Preston, L. E., «Concentration and Price-Cost Margins in Manufacturing Industries», Berkeley, University of California Press, 1968.

(3) Exceptuando los sectores delegados por el INE en la elaboración de la Encuesta, que suponen en media un 13,6 % del valor de producción del total del sector industrial, sin incluir energía y agua.

### 1. Nivel del margen Total del sector industrial no energético



Fuente: Encuesta Industrial.

bución de consumos intermedios sobre valor de producción; este aumento se mantiene en 1981, aunque la contribución negativa del empleo, de importante magnitud, evita que sea mayor la disminución del margen.

- Durante la segunda etapa, 1981-1985, los márgenes aumentan a tasas suaves, fundamentalmente por la coincidencia de dos factores. En primer lugar, se observa una moderación de la contribución de consumos intermedios sobre valor de producción. En segundo lugar, a este factor se une la política de contención salarial iniciada en 1981, que tiene como consecuencia que, a partir de ese año, las contribuciones del salario real sean inferiores a las de la productividad real, lo que se mantiene hasta 1988 (exceptuando 1986). La contención salarial a partir de 1981 se debe a que los salarios nominales aportan contribuciones inferiores o aproximadamente iguales a las de los precios hasta 1985, año desde el cual vuelven a ser superiores las contribuciones de salarios nominales. Esto ocurre a pesar de que la etapa se caracteriza por contribuciones positivas de precios, de elevada magnitud.
- En 1986, la implantación del Impuesto sobre Valor Añadido (IVA), el desarme arancelario como consecuencia de la incorporación de España a la CEE y la disminución mundial de precios energéticos tienen como resultado tasas de variación negativas para los precios de bienes intermedios, tanto nacionales como importados. Esto hace que la contribución del consumo intermedio sobre valor de producción sea negativa y de importante magnitud, por lo que el margen aumenta a una tasa muy elevada. Con la información de que se dispone, no es posible separar el efecto de los

tres factores que se señalan como causantes de la subida del margen, pero parece que la coincidencia del desarme arancelario y de la disminución del precio de la energía con la implantación del IVA pudo frenar el efecto inflacionario del cambio impositivo.

- Los cambios de 1986 parecen continuar en 1987, año en que la contribución de consumos intermedios sobre valor de producción, aunque positiva, es de menor magnitud que en los años anteriores a 1986, lo que permite una nueva subida del margen.
- Pero, ya en 1988, comienza el descenso del margen. Esta caída se debe, por una parte, a la ruptura de la contención salarial, que se observa desde 1986: el salario nominal tiene una contribución superior a la de los precios, bien por una inercia en los salarios, puesto que los precios disminuyen sus tasas de crecimiento a partir de 1986, bien porque los salarios están indiciados con precios de consumo, que en este período aumentan a tasas superiores a las de los precios industriales no energéticos. Por otra parte, en la caída del margen en 1988 influye también la recuperación del empleo, iniciada en 1987, cuya disminución deja de actuar como freno al aumento de los costes laborales sobre valor de producción. Y, por último, influye, asimismo, el aumento en la magnitud de la contribución de consumos intermedios sobre valor de producción, una vez pasado el efecto de 1986.

Cuando se analiza el margen desagregando la muestra en los sectores de Contabilidad Nacional con base en 1980, destaca el comportamiento muy heterogéneo de los diferentes sectores, que se acentúa en los últimos años del período que se considera.

20-I-1992.

# Inversión, valor bursátil y restricciones financieras

*Este artículo ha sido elaborado por César Alonso, del Centro de Estudios Monetarios y Financieros, y Samuel Bentolila, del Servicio de Estudios (1).*

## 1. INTRODUCCION

La inversión empresarial en capital fijo es una variable fundamental tanto para la senda de crecimiento de una economía a largo plazo como para la propagación de los ciclos económicos. Entre las teorías elaboradas para explicar la inversión, la dominante desde el punto de vista empírico es la llamada «teoría neoclásica con acelerador», en la que aquélla depende esencialmente del coste de uso del capital y de la variación de la producción.

Una teoría alternativa, con una mejor fundamentación microeconómica, es la del *ratio Q*, originalmente apuntada por Tobin (1969) y desarrollada formalmente por Hayashi (1982). De ella se deriva una relación unívoca entre la tasa de inversión y el cociente entre el valor para la empresa de una unidad adicional de capital y su coste de reposición, al que se denomina *Q*. La principal implicación de la teoría es que resulta óptimo para la empresa invertir si dicho cociente es superior a la unidad.

Bajo ciertas condiciones, *Q* puede aproximarse empíricamente por el cociente entre el valor de mercado del *stock* de capital físico ya instalado y su coste de reposición. Así, *Q* tiene el atractivo de que, al calcularse a partir de la valoración bursátil de la empresa, incorpora explícitamente las expectativas de los agentes sobre la rentabilidad futura de las inversiones de ésta.

Los estudios empíricos realizados para otros países han hallado que *Q* es una variable estadísticamente significativa para explicar la inversión, pero con un escaso poder explicativo (2). Cabe esperar que esto sea aún más cierto en España, cuyo mercado bursátil está menos desarrollado que el de otros países. Para confirmar esta presunción, en el trabajo aquí resumido se estiman ecuaciones de inversión en capital fijo para una muestra de 68 empresas españolas industriales y privadas, que cotizan en bolsa y están recogidas en la Central de Balances del Banco de España durante el período 1983-1987 (3).

---

(1) Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo nº 9203 del Servicio de Estudios del Banco de España.

(2) Véanse, por ejemplo, Hoshi y Kashyap (1989), para Japón; Blundell, *et al.* (1991), para el Reino Unido, o Schaller (1990), para los Estados Unidos.

(3) Un trabajo reciente [Giner (1991)], también estima la relación entre inversión y *Q*, pero con una muestra de empresas, un período y unos criterios de cálculo de *Q* distintos de los aquí empleados.

El segundo objetivo del trabajo es investigar la importancia de las restricciones financieras sufridas por las empresas. Es bien sabido que el paradigma de Modigliani y Miller, según el cual es irrelevante para las empresas la elección entre fondos internos y externos para la financiación de sus proyectos de inversión, no se cumple en la realidad. Esto implica que existe una relación entre las decisiones de inversión y la disponibilidad para la empresa de fuentes de financiación, cada una de las cuales acarrea, en principio, un coste distinto. En particular, es habitual suponer que los fondos internos presentan costes menores y por ello serían preferidos a los externos, es decir, que existe una «jerarquía financiera».

Esta relación entre inversión y financiación ha sido confirmada anteriormente con datos de empresas españolas recogidas en la Central de Balances, en ecuaciones de inversión del tipo «neoclásico con acelerador» [Mato (1989) y Hernando y Vallés (1991)]. En éstas, las variables que captan la situación financiera de las empresas tienen un poder explicativo independiente del coste de uso del capital y de su producción. El trabajo también persigue confirmar la relevancia de las restricciones financieras en el modelo del *ratio Q*, donde la inclusión de variables financieras sirve, además, como contraste de la validez del propio modelo.

Por último, nos proponemos, también, llevar a cabo otro contraste habitual de la versión más simple del modelo del *ratio Q* —que supone que la empresa opera en un medio de competencia perfecta—, consistente en la inclusión del nivel de ventas de la empresa. La significación estadística de esta variable puede interpretarse como un indicio de que la empresa opera en un mercado no competitivo.

## 2. MARCO ANALITICO

Como se señala en la introducción, el modelo de la *Q* postula que la tasa de inversión, es decir, el cociente entre la inversión bruta y el *stock* de capital (del año anterior), depende del *ratio Q*. La lógica de este planteamiento es sencilla. *Q* es el cociente entre el valor de mercado de una unidad adicional de capital y el coste de reposición de la misma. Un valor de *Q* mayor que la unidad implica que el valor para la empresa de una unidad marginal de capital es mayor que lo que le cuesta comprarla e instalarla, por lo que sería óptimo invertir.

Una consecuencia importante del modelo es que *Q* incorpora toda la información relevante acerca de la rentabilidad futura de la inversión de la empresa y, por tanto, una vez incluida, otras variables no deberían tener poder explicativo adicional.

La *Q* es un cociente de valores marginales no observables. Sin embargo, aceptando algunos supuestos restrictivos (4), esta *Q marginal* es igual a la *Q media*, es decir, al valor de mercado medio del *stock* de capital instalado dividido por su coste de reposición. Operativamente, *Q* se calcula de la siguiente forma:

$$Q = \frac{\text{Deuda neta} + \text{capital social} - \text{terrenos} - \text{existencias}}{\text{Valor de los bienes de capital físico amortizable}}$$

donde se emplean los valores de mercado de todas las partidas, calculados según la información contable de las empresas y mediante series de precios y de depreciación. En particular, obsérvese que, para calcular el numerador, se emplea el valor en bolsa del capital social y se deducen los valores de los activos considerados no depreciables (terrenos y existencias). De esta forma, se obtiene el valor de mercado de los bienes de capital depreciables. Los criterios seguidos en estos cálculos se explican en el apéndice de Alonso y Bentolila (1992). También se realiza una serie de ajustes que tiene en cuenta los impuestos que gravan a la empresa, y se expresa *Q* en términos de los precios de los bienes de capital.

## 3. LA IMPORTANCIA DEL VALOR BURSÁTIL DEL CAPITAL Y DE LAS RESTRICCIONES FINANCIERAS

Se cuenta con una muestra de 82 empresas privadas industriales que cotizaron en bolsa entre los años 1983 y 1987, y que contestaron todos los años a la encuesta de la Central de Balances (5). Sin embargo, la aplicación de los criterios de valoración da lugar a resultados atípicos, por lo que la mayor parte del estudio empírico se lleva a cabo con una submuestra de 68 empresas.

Los estadísticos descriptivos se muestran en el cuadro 1. La tasa de inversión presenta una senda decreciente, poco acorde con la senda de aumento de *Q*, variable que supera el valor unitario en 1986. Por su parte, las tasas de autofinanciación y ventas (es decir, estas variables reescaladas por el *stock* de capital) muestran sendas moderadamente crecientes en 1986-1987.

(4) Competencia perfecta y homogeneidad de grado uno de las funciones de producción y de costes de ajuste del capital.

(5) Los cálculos para asignar el valor en bolsa de cada empresa a sus datos contables se realizaron en el seno de la Central de Balances para salvaguardar la confidencialidad.



## 1. Estadísticos descriptivos (a)

	1984	1985	1986	1987
Inversión bruta	7.386	10.579	5.239	5.033
Stock de capital	89.399	101.297	107.306	110.292
Tasa de inversión	0,13	0,08	0,10	0,09
Tasa de autofinanciación	0,08	0,07	0,08	0,09
Tasa de ventas	1,38	1,26	1,27	1,27
Ratio Q	0,84	0,98	1,32	1,43

(a) La inversión y el capital están expresados en millones de pesetas corrientes. Las tasas y Q son medias no ponderadas

La estimación econométrica de la ecuación de inversión proporciona varios resultados. El primero es que Q contribuye a explicar la evolución de la inversión. Sin embargo, la sensibilidad de la inversión respecto a Q es inferior a la obtenida para otros países, como pone de manifiesto el cuadro 2. En particular, se obtiene que un aumento de dicho cociente en un 1 % conduce a un aumento de la inversión del 0,02 %.

El segundo resultado de la estimación es que la tasa de autofinanciación (*cash-flow*) de la empresa constituye una variable importante para explicar su inversión (incluso cuando se emplea la autofinanciación desfasada un período), lo que rechaza la implicación de que Q contiene toda la información necesaria para explicar la inversión. Además, empíricamente la autofinanciación tiene un poder explicativo muy superior al de Q y, al ser introducida como regresor, hace caer la elasticidad de la inversión con respecto a Q (véase el cuadro 2).

En tercer lugar, la tasa de ventas no resulta ser significativa en absoluto, una vez que se han tenido en cuenta Q y la tasa de autofinanciación. Este resultado es, en principio, desfavorable a la idea de que las empresas tienen poder de mercado en la fijación de precios (en otras palabras, es favorable al supuesto de competencia perfecta), si bien debe tomarse con precaución por la existencia de problemas en la construcción de la variable de ventas.

## 2. Comparación internacional de la elasticidad de la inversión a Q

Autores	País	Período	Nº de empresas	Elasticidad estimada
Schaller (1990)	EEUU	1951-85	188	0,06
Fazzari <i>et al.</i> (1988)	EEUU	1970-84	334	0,06
Incluyendo <i>cash-flow</i>				0,03
Blundell <i>et al.</i> (1991)	R. Unido	1975-86	532	0,09
Incluyendo <i>cash-flow</i>				0,07
Giner (1991)	España	1963-88	76	0,05
Alonso y Bentolilla	España	1985-87	68	0,02
Incluyendo <i>cash-flow</i>				0,01

Por último, en el trabajo de referencia se realiza una serie de estimaciones orientada a comprobar la sensibilidad de los resultados de la especificación básica, modificando la medición de la variable de autofinanciación, del *stock* de capital y de la propia Q, y, finalmente, empleando la muestra total de 82 empresas.

En general, los parámetros estimados son distintos pero las conclusiones cualitativas se mantienen. Es interesante destacar el resultado obtenido al variar la definición de Q. En efecto, en el numerador de Q se incluye la deuda neta de la empresa, pero no es obvio qué partidas deben considerarse como deuda y cuáles como capital. En la especificación básica, parte de las reservas se consideran como deuda. Sin embargo, algunas de ellas (en concreto, la plusvalía por revalorización de activos y la partida de «Otras reservas») probablemente deben considerarse como capital. Así, su valor debería estar incluido en el valor en bolsa de la empresa y, por tanto, ignorarse en el cálculo de Q.

Estimar la relación entre la inversión y esta definición alternativa de Q puede interpretarse como un contraste débil de la hipótesis de eficiencia informativa de la bolsa (con la hipótesis mantenida de que el modelo de la Q es correcto), pues esta medida de Q debería tener una relación más fuerte con la inversión. El resultado es el opuesto: Q deja de ser significativa, lo que es desfavorable a la hipótesis de la eficiencia del mercado.

En definitiva, nuestros resultados econométricos indican que la Q de Tobin es una variable significativa para explicar el comportamiento de la tasa de inversión de las empresas industriales españolas que cotizan en bolsa. Sin embargo, las estimaciones indican que Q tiene un poder explicativo bajo, mientras que el de la autofinanciación es elevado. Esto sugiere que existen imperfecciones en los mercados financieros que someten a las empresas a importantes restricciones financieras.

15-II-1992.

## BIBLIOGRAFIA

- ALONSO, C. y BENTOLILLA, S. (1992): «La relación entre la inversión y la "Q de Tobin" en las empresas industriales españolas», Banco de España, Documento de Trabajo nº 9203.
- BLUNDELL, R., BOND, S., DEVEREUX, M., y SCHIANTARELLI, F. (1991): «Investment and Tobin's Q: Evidence from company panel data», *Journal of Econometrics*, 51, páginas 233-257.
- GINER, E. (1991): «Inversión y ratio Q de Tobin: estudio empírico con datos empresariales españoles», tesis doctoral en curso, Universidad de Zaragoza.

- HAYASHI, F. (1982): «Tobin's marginal q and average q: A neoclassical interpretation», *Econometrica*, 50, 1, páginas 213-224.
- HERNANDO, I. y VALLES, J. (1991): «Inversión y restricciones financieras: evidencia en las empresas manufactureras españolas», Documento de Trabajo nº 9113, Banco de España (de próxima aparición en *Moneda y Crédito*, 195).
- HOSHI, T. y KASHYAP, A. (1989): «Evidence on q and investment for Japanese Firms» (mecanografiado), Board of Governors of the Federal Reserve System.
- MATO, G. (1989): «Inversión, coste de capital y estructura financiera: un estudio empírico», *Moneda y Crédito*, 188, págs. 177-201.
- SCHALLER, H. (1990): «A re-examination of the q theory of investment using U.S. firm data», *Journal of Applied Econometrics*, 5, págs. 309-325.
- TOBIN, J. (1969): «A General equilibrium approach to monetary theory», *Journal of Money, Credit and Banking*, 1, págs. 15-29.

Información del Banco de España

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

Situación al día 31 de enero de 1992

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
<b>GRANDES BANCOS</b>					
BILBAO VIZCAYA .....	13,25	32,31	29,00	32,31	29,00
CENTRAL HISPANOAMERICANO .....	13,00	32,31	29,00	32,31	29,00
ESPAÑOL DE CREDITO .....	12,50	30,47	27,50	30,47	27,50
POPULAR ESPAÑOL .....	13,00	31,25	27,50	30,47	27,50
SANTANDER .....	12,25	32,31	29,00	32,31	29,00
<i>Media simple .....</i>	<i>12,80</i>	<i>31,73</i>	<i>28,40</i>	<i>31,57</i>	<i>28,40</i>
<b>COMERCIALES</b>					
ABBEYCOR NACIONAL .....	13,95	22,00	-	22,00	-
ABEL MATUTES TORRES .....	14,17	30,39	27,00	30,39	27,00
ALBACETE .....	-	-	-	-	-
ALCALA .....	13,65	25,00	-	(4,00)	-
ALICANTE .....	12,50	32,31	29,00	32,31	29,00
ALICANTINO DE COMERCIO .....	-	-	-	-	-
ANDALUCIA .....	13,00	31,25	27,50	30,47	27,50
ASTURIAS .....	13,50	30,60	27,00	29,85	27,00
ATLANTICO .....	12,75	26,25	24,00	26,25	24,00
B.N.P. ESPAÑA .....	13,75	31,10	29,00	(3,00)	-
BANCAJA .....	13,00	27,00	-	27,00	-
BANCO 21 .....	13,25	22,00	-	24,00	-
BANIF .....	13,00	31,48	28,00	31,08	28,00
BARCELONA .....	13,00	32,30	29,00	32,30	29,00
BARCLAYS S.A.E. ....	12,00	32,31	-	32,31	-
BILBAO MERCHANT .....	12,75	-	-	-	-
CAJA POSTAL DE AHORROS .....	12,50	23,21	22,00	23,88	22,00
CASTILLA .....	13,00	31,25	27,50	30,47	27,50
CATALANA .....	13,00	32,30	29,00	32,30	29,00
CITIBANK ESPAÑA .....	14,75	29,86	27,00	(4,06)	(4,00)
COMERCIAL ESPAÑOL .....	12,55	32,31	29,00	32,31	29,00
COMERCIAL TRANSATLANTICO .....	14,75	29,85	27,00	29,85	27,00
COMERCIO .....	12,75	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 .....	14,50	24,36	22,00	23,88	22,00
CREDIT & COMMERCE .....	15,53	28,82	-	28,82	-
CREDITO BALEAR .....	13,50	31,25	27,50	30,47	27,50
CREDITO CANARIO .....	13,50	32,31	29,00	32,31	29,00
CREDITO Y AHORRO .....	14,20	28,65	26,00	28,65	26,00
DEPOSITOS .....	7,19	18,71	-	19,25	-
DEUTSCHE BANK CREDIT S.A. ....	14,20	27,44	25,00	(4,06)	(4,00)
ETCHEVERRIA .....	13,09	28,64	-	(7,00)	-
EUROHIPOTECARIA .....	14,50	20,97	-	20,97	-
EUROPA .....	13,50	32,31	29,00	32,31	29,00
EUROPEO DE FINANZAS .....	13,00	29,86	27,00	(5,00)	-
EXPORTACION .....	12,75	26,25	24,00	26,25	24,00
EXTERIOR DE ESPAÑA .....	12,50	32,31	29,00	32,31	29,00
EXTERIOR INTERNACIONAL .....	13,65	32,31	29,00	32,31	29,00
EXTREMADURA .....	13,25	32,31	29,00	32,31	29,00
FINANZAS E INVERSIONES .....	13,50	20,00	-	(2,00)	-
FINANZIA BANCO DE CREDITO .....	13,25	32,31	29,00	32,31	29,00
FINESOR .....	-	-	-	-	-
GALICIA .....	13,00	31,25	27,50	30,47	27,50
GALLEGO .....	13,25	32,31	29,00	32,31	29,00
GENERAL .....	12,50	30,47	27,50	30,47	27,50
GESTION E INVERSION FINANCIERA .....	12,50	32,31	29,00	32,31	29,00
GUIPUZCOANO .....	13,10	27,69	26,00	(7,00)	-
HERRERO .....	12,75	32,31	29,00	32,31	29,00

(Continuación) 2  
Situación al día 31 de enero de 1992

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
<b>COMERCIALES</b>					
HUELVA .....	-	-	-	-	-
IBERCORP .....	15,87	28,07	25,00	23,88	22,00
INTERNACIONAL DE COMERCIO .....	13,50	29,86	27,00	29,86	27,00
INVERSION .....	-	22,50	-	22,50	-
INVERSIONES Y SERVICIOS FINANCIEROS .....	13,50	29,33	-	28,65	-
ISLAS CANARIAS .....	15,31	28,65	-	28,65	-
JEREZ .....	13,00	31,48	28,00	31,08	28,00
JOVER .....	12,50	32,31	29,00	32,31	29,00
LUSO ESPAÑOL .....	13,44	25,81	24,00	26,64	24,00
MADRID .....	13,00	32,31	29,00	32,31	29,00
MAPFRE .....	13,00	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 .....	13,00	31,48	28,00	31,08	28,00
MERIDIONAL .....	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
MURCIA .....	12,50	32,31	-	32,31	-
NATWEST ESPAÑA .....	13,00	30,60	27,00	29,85	27,00
PASTOR .....	12,55	29,85	27,00	29,85	27,00
PENINSULAR .....	-	-	-	-	-
PRIVAT BANK .....	13,50	28,07	25,00	28,07	25,00
PUEYO .....	10,66	28,65	26,00	28,65	26,00
SABADELL .....	13,10	28,65	26,00	28,65	26,00
SABADELL MULTIBANCA .....	13,92	28,65	26,00	28,65	26,00
SANTANDER NEGOCIOS .....	13,65	22,71	21,00	18,11	17,00
SEVILLA .....	-	-	-	-	-
SIMEON .....	12,50	32,31	29,00	32,31	29,00
SINDICATO DE BANQUEROS BARNA .....	15,59	32,31	29,00	32,31	29,00
TOLEDO .....	-	-	-	-	-
UNIVERSAL .....	13,80	28,65	-	28,65	-
VALENCIA .....	13,00	32,31	29,00	32,31	29,00
VASCONIA .....	13,00	31,25	27,50	30,47	27,50
VITORIA .....	12,50	30,47	27,50	30,47	27,50
ZARAGOZANO .....	13,38	33,18	29,00	33,18	29,00
<i>Media simple</i> .....	<i>13,27</i>	<i>29,15</i>	<i>27,17</i>	<i>29,28</i>	<i>27,07</i>
<b>INDUSTRIALES</b>					
BANCAPITAL .....	13,00	25,58	23,00	25,58	23,00
BANCOVAL .....	14,20	23,88	-	23,88	-
BANKINTER .....	11,50	32,30	29,00	(9,50)	-
BANKOA .....	13,00	30,47	-	30,47	-
CATALA DE CREDIT .....	13,65	30,47	27,50	30,47	27,50
DESARROLLO ECONOMICO ESPAÑOL .....	14,60	28,65	-	28,65	-
EXTERIOR DIRECTO .....	12,50	32,31	29,00	32,31	29,00
FOMENTO .....	13,65	32,31	29,00	32,31	29,00
GRANADA .....	13,25	32,31	29,00	32,31	29,00
INDUSTRIAL DE BILBAO .....	13,10	25,44	24,00	26,25	24,00
INDUSTRIAL DE CATALUÑA .....	13,00	32,30	29,00	32,30	29,00
INDUSTRIAL DEL MEDITERRANEO .....	13,00	32,30	29,00	32,30	29,00
NOROESTE .....	-	-	-	-	-
OCCIDENTAL .....	-	-	-	-	-
PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA .....	15,00	27,44	25,00	27,44	25,00
POPULAR INDUSTRIAL .....	12,00	31,25	27,50	30,47	27,50
PRIVANZA .....	15,87	32,31	29,00	32,31	29,00
PROGRESO .....	13,65	27,44	-	27,44	-
PROMOCION DE NEGOCIOS .....	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
URQUIJO .....	13,50	27,69	26,00	28,65	26,00
<i>Media simple</i> .....	<i>13,47</i>	<i>29,82</i>	<i>27,50</i>	<i>29,73</i>	<i>27,38</i>

(Continuación) 3  
Situación al día 31 de enero de 1992

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
<b>EXTRANJEROS</b>					
ABN AMRO BANK N.V. ....	13,95	21,55	-	21,55	-
AMERICA .....	11,75	27,44	25,00	(4,00)	-
ARABE ESPAÑOL .....	12,50	28,73	25,00	28,73	25,00
BANKERS TRUST .....	13,40	22,00	-	22,00	-
BARCLAYS BANK INTERNAT. ....	12,00	32,31	-	32,31	-
BRASIL .....	15,58	27,44	25,00	(3,00)	-
BRUXELLES LAMBERT .....	14,20	21,55	20,00	21,55	20,00
CAISSE N.C. AGRIC. ....	13,25	24,36	-	(2,01)	-
CHASE MANHATTAN .....	16,10	27,24	-	(3,08)	-
CITIBANK .....	14,00	25,00	-	30,00	-
COMMERCIALE ITALIANA .....	14,79	27,44	-	(2,50)	-
COMMERZBANK .....	13,37	21,55	20,00	21,55	20,00
CONTINENTAL ILLINOIS .....	-	-	-	-	-
CREDIT COMMERCIAL DE FRANCE .....	13,10	23,88	22,00	(4,06)	(4,00)
CREDIT LYONNAIS .....	14,75	23,88	22,00	(4,00)	-
CREDIT SUISSE .....	13,75	27,44	25,00	(3,03)	(3,00)
CREDITO ITALIANO .....	13,50	24,00	-	24,00	-
DEUTSCHE BANK .....	14,75	24,37	-	24,37	-
DRESDNER BANK .....	13,28	24,60	22,00	24,60	22,00
ESPIRITU SANTO Y COM. LISBOA .....	14,50	24,00	-	24,00	-
ESTADO SAO PAULO .....	12,00	26,82	24,00	26,82	24,00
EXTERIOR DE LOS ANDES .....	9,84	27,44	-	27,44	-
FIRST INTERSTATE .....	15,00	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 .....	14,75	30,49	27,50	30,49	27,50
GB BANCO BELGA .....	15,00	24,32	23,00	(3,00)	-
INDOSUEZ .....	13,60	20,00	-	20,00	-
INDUSTRIAL BANK OF JAPAN LTD. ....	13,00	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 .....	14,75	26,25	24,00	(4,06)	(4,00)
MANUF. HANNOVER TRUST .....	12,25	28,39	-	(2,02)	-
MIDLAND BANK .....	15,19	26,56	25,00	(3,03)	(3,00)
MITSUBISHI BANK .....	12,95	25,59	-	(2,00)	-
MITSUI TAIYO KOBE BANK .....	12,50	22,00	-	22,00	-
MORGAN GUARANTY .....	11,75	14,75	-	15,25	-
NACION ARGENTINA .....	15,50	24,36	22,00	(4,00)	-
NAPOLI .....	13,25	23,14	21,00	(5,10)	(5,00)
NAT. WESTMINSTER BANK .....	13,00	30,60	27,00	(6,66)	(6,50)
NATIONALE DE PARIS .....	13,75	31,10	29,00	(3,00)	-
NAZIONALE LAVORO .....	13,92	25,06	-	19,25	-
PARIBAS .....	15,30	21,55	-	(2,00)	-
PORTUGUES DO ATLANTICO .....	13,52	29,33	-	(4,07)	-
REAL .....	18,14	24,00	-	22,00	-
ROMA .....	14,93	21,00	20,00	(2,00)	-
ROYAL BANK OF CANADA .....	14,10	28,00	-	(2,00)	-
SANWA BANK .....	13,75	25,33	24,00	(2,00)	-
SAUDI ESPAÑOL .....	16,14	27,44	25,00	27,44	25,00
SOCIETE GENERALE .....	13,65	26,25	-	(3,03)	-
SUMITOMO BANK .....	12,50	21,55	20,00	(2,02)	(2,00)
THE DAI - ICHI KANGYO BANK LTD. ....	13,00	28,07	-	(2,00)	-
THE TOKAI BANK LTD. ....	14,50	21,50	-	21,50	-
TOKYO .....	13,75	24,32	-	(2,02)	-
WESTDEUTSCHE LANDESBANK G. ....	16,00	27,44	25,00	27,44	25,00
<i>Media simple</i> .....	<i>13,99</i>	<i>25,47</i>	<i>24,02</i>	<i>25,08</i>	<i>24,59</i>
<b>TOTAL</b>					
<i>Media simple</i> .....	<i>13,54</i>	<i>28,00</i>	<i>26,47</i>	<i>28,51</i>	<i>26,86</i>

(Continuación) 4  
Situación al día 31 de enero de 1992

CAJAS DE AHORRO	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
ALBACETE	14,69	25,44	24,00	26,65	24,00
ALICANTE Y VALENCIA PROVINCIAL	13,65	27,44	25,00	27,44	25,00
ASTURIAS	13,00	23,21	22,00	(4,00)	-
AVILA MONTE	13,00	25,06	-	25,06	-
BADAJOS	13,10	22,10	-	(4,00)	-
BALEARES	14,20	26,24	-	26,24	-
BILBAO VIZCAYA KUTXA	12,00	26,25	24,00	26,25	24,00
BURGOS C.C.O.	13,42	21,00	-	21,55	-
BURGOS MUNICIPAL	13,65	21,00	20,00	21,55	20,00
CANARIAS GENERAL	14,20	25,06	-	(4,00)	-
CANARIAS INSULAR	14,20	25,44	24,00	26,25	24,00
CARLET	12,68	23,88	-	23,88	-
CATALUÑA	13,52	27,44	25,00	27,44	25,00
CECA	13,00	21,00	20,00	(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	13,10	26,25	-	26,25	-
ESPAÑA DE INVERSIONES	13,10	23,21	-	(5,09)	-
EXTREMADURA	9,52	23,21	-	23,88	-
GALICIA	12,00	26,56	25,00	(4,00)	-
GERONA	13,10	26,56	-	27,44	-
GRAL. AH. DE GRANADA	14,75	26,56	25,00	27,44	25,00
GUADALAJARA	13,65	25,44	-	26,25	-
GUIPUZCOA Y SAN SEBASTIAN	13,65	25,44	24,00	25,44	24,00
HUELVA Y SEVILLA	13,50	26,56	-	27,44	-
IBERCAJA	13,64	24,00	-	24,00	-
INMACULADA DE ARAGON	12,55	23,21	-	23,88	-
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	13,00	23,88	22,00	(6,14)	-
MANLLEU	12,25	29,87	-	29,87	-
MANRESA	12,50	28,80	27,00	(3,00)	-
MEDITERRANEO	13,65	27,44	25,00	27,44	25,00
MURCIA	13,00	28,65	-	(8,00)	-
NAVARRA	14,20	25,44	24,00	26,82	24,00
ONTENIENTE	13,37	25,06	-	25,06	-
ORENSE	14,20	25,44	24,00	26,25	24,00
PAMPLONA MUNICIPAL	11,00	22,10	-	23,14	-
PENSIONES DE BARCELONA	13,65	27,44	25,00	27,44	25,00
POLLENSA	15,30	25,06	-	25,06	-
PONTEVEDRA	14,25	26,56	-	27,44	-
RIOJA	14,75	22,00	22,00	23,88	22,00
SABADELL	13,10	28,65	26,00	28,65	26,00
SAGUNTO	13,65	28,65	-	28,65	-
SALAMANCA Y SORIA	10,38	26,56	-	27,44	-
SANTANDER Y CANTABRIA	14,75	21,00	21,00	(6,00)	(6,00)
SEGOVIA	13,64	21,55	20,00	21,55	20,00
SEVILLA SAN FERNANDO	13,25	25,06	23,00	(5,09)	(5,00)
TARRAGONA	12,00	22,00	-	(5,00)	-
TARRASA	14,00	26,84	-	26,84	-
TOLEDO	12,00	25,44	-	25,44	-
UNICAJA	13,25	26,56	25,00	27,44	25,00
VALENCIA, CASTELLON Y ALICANTE	12,77	27,44	25,00	27,44	25,00
VIGO	13,25	26,56	25,00	27,44	25,00
VILLAFRANCA DEL PENEDES	12,01	27,44	-	(3,00)	-
VITORIA Y ALAVA	13,65	24,32	23,00	25,06	23,00
<b>TOTAL</b>					
<i>Media simple</i>	13,24	25,32	23,72	26,04	23,99

(Continuación) 5  
Situación al día 31 de enero de 1992

ENTIDADES DE CREDITO DE CAPITAL PUBLICO ESTATAL	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
BANCO DE CREDITO AGRICOLA .....	13,75	21,00	–	(6,5)	–
BANCO HIPOTECARIO .....	13,75	27,69	26,00	28,65	26,00
BANCO DE CREDITO LOCAL .....	–	18,81	18,00	19,25	18,00
<i>Media simple .....</i>	<i>13,75</i>	<i>22,50</i>	<i>22,00</i>	<i>23,95</i>	<i>22,00</i>

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



## CIRCULARES Y COMUNICACIONES VARIAS PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

### CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULAR	CONTENIDO	PUBLICACION EN EL «BOE»
1/92, de 15 de enero	Residentes, titulares de cuentas bancarias en el extranjero.	22 enero 1992
2/92, de 15 de enero	Préstamos y créditos exteriores.	22 enero 1992
3/92, de 15 de enero	Cuentas de no residentes abiertas en España. Operaciones con billetes y efectos. Entidades registradas.	22 enero 1992
4/92, de 28 de enero	(Modificaciones de la circular 4/1991). Entidades de crédito.	30 enero 1992
5/92, de 30 de enero	Entidades de crédito. Coeficiente de caja.	31 enero 1992

### COMUNICACIONES VARIAS DEL BANCO DE ESPAÑA

COMUNICACIONES VARIAS	CONTENIDO
Instrucción de 24 de enero de 1992 (Ref. Int. CV 1/92)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Obligaciones del Estado, al 11,30 % a diez años, emisión de 15 de noviembre de 1991. Subastas de febrero y marzo de 1992.
Instrucción de 24 de enero de 1992 (Ref. Int. CV 2/92)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Bonos del Estado, al 11,60 % a cinco años, emisión de 15 de noviembre de 1991. Subastas de febrero y marzo de 1992.
Instrucción de 24 de enero de 1992 (Ref. Int. CV 3/92)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Bonos del Estado, al 11,80 % a tres años, emisión de 15 de noviembre de 1991. Subastas de febrero y marzo de 1992.

## REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas durante el mes de febrero de 1992

Código	Nombre	Fecha	Concepto
<b>BANCOS</b>			
0194	ISTITUTO BANCARIO SAN PAOLO DI TORINO. Sucursal en España	04.02.92	Cambio de denominación social por ISTITUTO BANCARIO SAN PAOLO DI TORINO, S.p.A. Sucursal en España.
0201	BANCO DI NAPOLI. Sucursal en España	04.02.92	Cambio de denominación social por BANCO DI NAPOLI, S.p.A. Sucursal en España.
0004	BANCO DE ANDALUCIA, S.A.	05.02.92	Cambio de domicilio social a Fernández y González, 4-12.-41001 Sevilla.
0029	BANCO COMERCIAL ESPAÑOL, S.A.	07.02.92	Cambio de denominación social por CREDIT LYONNAIS ESPAÑA, S.A., y de número de codificación al 0208.
0212	COMPAGNIE BANCAIRE. Sucursal en España	11.02.92	Alta con domicilio social en Antonio Maura, 4, 4º.-28014 Madrid.
0141	BANCAPITAL, S.A. (BANCO FINANCIERO PRIVADO)	12.02.92	Cambio de denominación social por BANCAPITAL, S.A.
<b>OFICINAS DE REPRESENTACION DE BANCOS EXTRANJEROS</b>			
1199	OFICINA DE REPRESENTACION EN ESPAÑA DE CASSA DI RISPARMIO DI GENOVA E IMPERIA	05.02.92	Cambio de denominación social por OFICINA DE REPRESENTACION EN ESPAÑA DE BANCA CARIGE S.p.A. - CASSA DI RISPARMIO DI GENOVA E IMPERIA
1206	OFICINA DE REPRESENTACION EN ESPAÑA DE BIKUBEN INTERNATIONAL BANK, S.A.	07.02.92	Alta con domicilio social en Avenida de Suel, Puebla Lucía, Local 6.-29640 Fuengirola (Málaga).
1207	OFICINA DE REPRESENTACION EN ESPAÑA DE BFG BANK AG	17.02.92	Alta con domicilio social en Paseo de Recoletos, 19.-28004 Madrid.
1208	OFICINA DE REPRESENTACION EN ESPAÑA DE THE LONGTERM CREDIT BANK OF JAPAN, LTD.	26.02.92	Alta con domicilio social en Paseo de la Castellana, 60.-28046 Madrid.
1209	OFICINA DE REPRESENTACION EN ESPAÑA DE ALLIED BANKING CORPORATION	27.02.92	Alta con domicilio social en Mayor, 4-3, Planta 7.-28013 Madrid.
<b>CAJAS DE AHORRO</b>			
2081	CAJA DE AHORROS DEL PENEDES	17.02.92	Cambio de denominación social por CAIXA D'ESTALVIS DEL PENEDES.
<b>DEMÁS ENTIDADES (Ley 26/1988)</b>			
8739	UNION FINANCIERA INDUSTRIAL, S.A. DE FINANCIACION	03.02.92	Cambio de denominación social por UNION FINANCIERA INDUSTRIAL, SOCIEDAD ANONIMA, ENTIDAD DE FINANCIACION.
4799	SOCIEDAD DE LEASING PARA VEHICULOS MERCEDES-BENZ EN ESPAÑA, S.A.	03.02.92	Cambio de denominación social por SOCIEDAD DE LEASING PARA VEHICULOS MERCEDES-BENZ EN ESPAÑA, SOCIEDAD ANONIMA DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO.
4813	ESFINGE LEASING, S.A.	03.02.92	Cambio de denominación social por ESFINGE LEASING, SOCIEDAD ANONIMA, SOCIEDAD DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO.
4403	INTA, SOCIEDAD ANONIMA, SOCIEDAD DE TASACIONES	03.02.92	Alta con domicilio social en Avda. de Pío XII, 28.-46015 Valencia.

## REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas durante el mes de febrero de 1992

(continuación)

Código	Nombre	Fecha	Concepto
<b>DEMÁS ENTIDADES (Ley 26/1988) (continuación)</b>			
4404	ARQUITASA SOCIEDAD DE TASACIONES DE COLEGIOS DE ARQUITECTOS DE ESPAÑA, CAJA DE ARQUITECTOS Y ASEMAS, S.A.	03.02.92	Alta con domicilio social en Plaza Nueva, 5.-08002 Barcelona.
8414	FICEN, S.A. (FINANCIERA CENTRO, S.A.), E.F.	05.02.92	Cambio de domicilio social a Orense, 11.-28020 Madrid.
8903	HELLER FACTORING ESPAÑOLA, S.A.	05.02.92	Cambio de denominación social por HELLER FACTORING ESPAÑOLA, SOCIEDAD ANONIMA, ENTIDAD DE FINANCIACION Y FACTORING.
4808	CAPITAL LEASING, S.A	06.02.92	Cambio de domicilio social a Camino Monte Valdeoliva, Polígono San Agustín de Guadalix (Madrid).
8675	CORPORACION HIPOTECARIA, S.A. ENTIDAD DE FINANCIACION	07.02.92	Baja por cambio de objeto social.
8783	CONAFIN, SOCIEDAD ANONIMA DE FINANCIACION	10.02.92	Baja por cambio de objeto social.
4318	COVIVIENDAS, S.A.	13.02.92	Baja.
4405	IBERAPPRAISAL, S.A.	13.02.92	Alta con domicilio social en Génova, 17.-28004 Madrid.
4759	MASTER LEASING, SOCIEDAD DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO, S.A.	14.02.92	Baja por fusión por absorción por Cofiber Leasing, S.A.F., S.A.
8775	PROGRESO BARCELONA, SOCIEDAD ANONIMA, S.F.	14.02.92	Cambio de denominación por URQUIJO FINANCIACION, SOCIEDAD ANONIMA, ENTIDAD DE FINANCIACION, y de domicilio social a Juan Bravo, 3 C, 3º.-28006 Madrid.
8711	CAJA ESPAÑOLA FINANCIERA, S.A., E.F.	20.02.92	Cambio de domicilio social a Velázquez, 113.-28006 Madrid.
8565	ENTIDAD FINANCIERA DE DESCUENTOS Y REDESCUENTOS, S.A.	20.02.92	Cambio de denominación social por CENTROBAN, ENTIDAD DE CREDITO Y FINANCIACION, S.A.

