

boletín económico

noviembre 1993

BANCO DE ESPAÑA

Abreviaturas y signos utilizados

- M1 Oferta monetaria = Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
- M2 M1 + Depósitos de ahorro.
- M3 Disponibilidades líquidas = M2 + Depósitos a plazo.
- ALP Activos líquidos en manos del público = M3 + OAL (otros activos líquidos en manos del público).
- ALP2 ALP + Pagarés de empresa en manos del público.
- MM3 Media móvil trimestral.
- 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.
- T_j^i Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
- Ø Referido a datos anuales (1970 Ø) o trimestrales, indica que éstos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que éstos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
- ... 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.
- *
- Indica que la serie se refiere a datos desestacionalizados.

Índice

	<i>Página</i>
Evolución monetaria y financiera	5
Los mercados de valores españoles ante el espacio financiero común. Evolución reciente y perspectivas	11
El mercado de bonos matador	27
Un sistema de determinación de los tipos de interés de liquidación de los FRA	35
Las sociedades de garantía recíproca en 1992 ..	45
Indicadores de política fiscal en los países de la CE	53
Información del Banco de España	61
Tipos de interés activos libres declarados por bancos, cajas de ahorros y entidades oficiales de crédito. Situación a 31 de octubre de 1993	63
Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España	67
Registros oficiales de entidades. Variaciones producidas durante el mes de noviembre de 1993 ..	68
Registros oficiales de entidades. Entidades pendientes de baja en el Registro Oficial. Variaciones producidas durante el mes de noviembre de 1993	69
Publicaciones recientes del Banco de España	70
Indicadores económicos	71
Artículos y publicaciones del Banco de España ..	119

Evolución monetaria y financiera

Según la información disponible, los activos líquidos en manos del público aumentaron en octubre un 12,2 %, en tasa intermensual anualizada, con lo que el crecimiento acumulado en el año se sitúa en el 8,1 %, ligeramente por encima del extremo superior de la banda de objetivos. Este crecimiento, aunque algo más moderado que el registrado el mes anterior, sigue siendo elevado y contrasta con la tendencia descendente del gasto nominal. No obstante, y como se ha señalado en informes anteriores, esta expansión, en gran parte, responde a factores financieros que han alentado la demanda de ALP, compensando sobradamente el efecto depresivo del menor crecimiento del gasto. Entre estos factores hay que destacar el aumento de la preferencia del público por el corto plazo en la colocación de sus recursos financieros y, sobre todo, la mejora en la posición de tesorería de las empresas y del ahorro de las familias en la parte transcurrida del año, que han tendido a materializarse en activos incluidos en ALP.

Entre los componentes de ALP, destaca la desaceleración en el ritmo de crecimiento de los depósitos y otros activos líquidos computables, que alcanzaron una tasa del 7,4 % en octubre, frente al 13,9 % registrado en septiembre. Esta desaceleración se ha producido como consecuencia de la caída en los depósitos de la banca (-8,6 %), mientras que los de las cajas de ahorros mantuvieron un crecimiento muy dinámico (25 %). Con todo, los activos líquidos computables, con una tasa acumulada del 9,3 %, constituyen el componente más expansivo de los ALP en la parte transcurrida del año.

El saldo de los activos líquidos no computables se incrementó en 293 mm, debido al aumento de valores del Estado en manos del público, fruto de las abultadas emisiones de letras del Tesoro en el mes. Así,

CUADRO 1

Agregados monetarios. 1993 (Ø)

	Saldos mm	Variación intermensual (T _t ¹) (%)			Variación acumulada desde DIC 1992 (%)		
		OCT	AGO	SEP	OCT	AGO	SEP
Activos líquidos en manos del público (ALP)	61.279	5,1	14,7	12,2	6,8	7,7	8,1
Disponibilidades líquidas (M3)	55.718	4,1	11,8	8,7	7,1	7,6	7,7
<i>Efectivo</i>	6.175	4,9	10,9	6,4	7,5	7,9	7,7
<i>Depósitos de la banca</i>	18.460	7,0	6,8	-8,6	10,0	9,7	7,7
<i>Depósitos de las cajas</i>	18.573	12,7	21,7	24,7	8,0	9,5	10,9
<i>Resto (a)</i>	12.510	-11,1	6,0	15,8	1,6	2,0	3,3
Otros activos líquidos (b)	5.561	16,3	51,0	55,3	4,2	8,6	12,5
PRO MEMORIA:							
ALP más pagarés de empresa (ALP2)	63.508	3,4	12,8	10,6	6,1	6,8	7,2

Fuente: Banco de España.

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

(b) 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.

el saldo de estos activos en las carteras del público aumentó en 306 mm, en tanto que las cesiones de deuda cayeron en 9 mm. Por su parte, el crecimiento intermensual anualizado del efectivo en manos del público, en octubre, fue del 6,4 %, lo que significa un crecimiento más moderado que el registrado en septiembre (10,9 %), y sitúa en el 7,7 % su tasa acumulada de crecimiento en la parte transcurrida del año.

El crédito interno concedido por el sistema crediticio a empresas y familias registró, en el mes de octubre, una tasa de crecimiento negativa del -1,3 %, acentuándose con ello el estancamiento que este agregado viene registrando en los últimos meses. De esta forma, el crecimiento acumulado en el período enero-octubre es del 2 %. Este reducido ritmo de expansión no se ha visto suficientemente compensado, como en el año anterior, por la utilización de otras fuentes de financiación, no incluidas en la definición habitual del crédito interno, como son los pagarés de empresa o los créditos exteriores directos. En el caso de los pagarés de empresa —variable para la que se dispone de información hasta octubre—, la atonía del mercado en la parte transcurrida de 1993 ha determinado que la tasa de aumento del crédito interno más la financiación captada a través de la emisión de estos activos, en el período enero-octubre, fuera tan solo del 1,2 %.

El crédito interno a las Administraciones Públicas registró en octubre una tasa de variación del 15 %, lo que sitúa en el 9,5 % su crecimiento en los diez primeros meses del año. Esta expansión se explica, principalmente, por el incremento de la cartera de deuda del Estado en poder del sistema crediticio, que fue de 239 mm, y del saldo vivo de letras del Tesoro

en poder del público residente, que alcanzó un montante de 469 mm. Sin embargo, la apelación del Tesoro al Banco de España disminuyó en 152 mm. La aceleración del crédito interno a las Administraciones Públicas coincidió, además, con un aumento muy moderado en las carteras de deuda pública de no residentes, que en el mes de octubre se cifró en 131 mm, y en la primera quincena de noviembre, en 78 mm.

Pese a este desarrollo más reciente, en el conjunto del año el sector público ha obtenido cuantiosos fondos a través de vías de financiación no incluidas en el crédito interno. Así, si junto a esta variable se consideran los fondos captados a través de las colocaciones de deuda pública en firme en poder del público residente, y la financiación obtenida de no residentes mediante la contratación de créditos exteriores directos o la adquisición de valores, la tasa de crecimiento de este conjunto de recursos financieros, desde que comenzó el año, se sitúa en el 21,8 %.

A lo largo del mes de octubre, la peseta ha mostrado gran estabilidad, manteniéndose detrás del florín holandés y del marco. Esta firmeza, que se vio reforzada tras el descenso de tipos de intervención operado por el Bundesbank el día 21, tuvo lugar en un contexto de reducción gradual de los tipos de intervención por parte del Banco de España.

A lo largo de la primera quincena de noviembre, y ante la aparición de indicadores económicos desfavorables, la peseta mostró ciertos síntomas de debilitamiento, llegando a alcanzar el día 15 una cotización de 81,3 pesetas por marco, nivel que representaba una depreciación del 2,7 % en relación con su paridad central frente a esta divisa. No obstante, a partir de esa fecha registró una nueva recuperación.

CUADRO 2

Financiación a empresas y familias. 1993

	Saldos en mm			Tasas de crecimiento (a) (%)			Variación acumulada desde DIC 1992 (%)		
	AGO	SEP	OCT	AGO	SEP	OCT	AGO	SEP	OCT
SERIE DESESTACIONALIZADA:									
Crédito interno	49.244	49.358	49.303	5,0	2,8	-1,3	2,3	2,4	2,0
SERIES ORIGINALES:									
Crédito interno	49.236	49.048	49.195	3,6	3,3	2,4			
Crédito	46.461	46.264	46.394	3,4	3,0	2,0			
Banca	24.300	24.129	24.173	0,4	—	-1,3			
Cajas	14.117	14.144	14.237	11,4	10,7	9,8			
Resto	8.044	7.991	7.985	-0,3	-0,5	-0,4			
Valores y mercados monetarios	2.775	2.784	2.801	7,3	9,1	9,5			
PRO MEMORIA:									
Crédito interno más pagarés de empresa (desestacionalizado)	51.589	51.641	51.552	3,0	1,2	-2,0	1,6	1,6	1,2

Fuente: Banco de España.

(a) Tasa intermensual anualizada (T_1^1) para el crédito interno desestacionalizado y crédito interno más pagarés de empresa. Tasa interanual (T_1^2) para el resto de partidas.
Información adicional: Indicadores económicos anejos, núms. 13, 14 y 15. Boletín estadístico, cuadro 1.8.

CUADRO 3

Tipos de interés (Ø)

	Plazo d = día m = mes a = año	Medias mensuales				Medias decenales			
		1992	1993		OCT 1993		NOV 1993		
		DIC	AGO	SEP	OCT	2.ª dec	3.ª dec	1.ª dec	
BANCO DE ESPAÑA:									
Subasta de CBE (a)	10 d	13,7	10,5	10,0	9,6	9,5	9,3	9,3	
Compras de CBE	1 d	14,0	10,5	10,1	9,6	—	9,6	9,4	
Préstamos de regulación monetaria	1 d	14,6	10,6	10,6	30,0	—	30,0	—	
TESORO:									
Subasta de letras (a)	3 m	14,5	—	—	—	—	—	—	
	6 m	14,0	—	—	—	—	—	—	
	12 m	13,7	9,8	9,2	9,0	—	8,8	8,7	
Subasta de bonos (a)	3 a	—	9,9	8,7	8,6	—	—	—	
	5 a	—	10,0	8,8	8,8	—	—	—	
Subasta de obligaciones (a)	10 a	—	—	9,0	9,0	—	—	—	
INTERBANCARIO:									
Depósitos	1 d	15,0	10,7	10,2	10,7	9,8	11,8	9,9	
	3 m	15,2	10,6	10,0	9,6	9,6	9,2	9,5	
	6 m	14,8	10,3	9,8	9,4	9,4	9,0	9,2	
Dobles con letras del Tesoro	1 d	14,2	10,6	10,1	9,9	9,8	9,5	10,1	
	3 m	14,3	10,1	9,8	9,4	9,4	9,0	9,2	
Letras del Tesoro al vencimiento	6-12 m	13,8	9,7	9,3	8,9	9,0	8,7	8,8	
BANCARIOS:									
Depósitos de la banca	1-2 a	10,3	9,0	8,6	8,2	—	—	—	
Depósitos de las cajas	1-2 a	10,3	9,5	9,3	8,7	—	—	—	
Crédito de la banca residente	<i>A interés fijo</i>	1-3 a	16,7	14,1	13,8	13,0	—	—	—
		<i>A interés variable mensualmente</i>	16,1	11,7	11,1	10,6	—	—	—
	<i>Preferencial</i>	3 m	14,0	12,4	11,8	11,3	—	—	—
	Crédito de las cajas a interés fijo	1-3 a	16,5	14,5	14,0	13,2	—	—	—
OTROS:									
Deuda pública anotada	2 a o más	13,0	9,1	8,9	8,4	8,4	8,2	8,4	
Obligaciones eléctricas	2 a o más	12,9	10,4	10,1	9,5	9,6	9,3	9,0	

Fuente: Banco de España.

(a) Tipo de interés marginal.

Información adicional: Indicadores económicos anejos, núms. 1 a 4. Boletín estadístico, capítulos 20 a 22.

Respecto a la evolución del resto de las monedas pertenecientes al SME, se distinguen dos períodos claramente diferenciados, antes y después del recorte de tipos efectuado por el Bundesbank el día 21, que afectó al tipo lombardo, con un descenso de 50 puntos básicos, hasta situarse en el 6,75 %, y al tipo de descuento, que, tras una reducción en la misma cuantía, se situó en el 5,75 %.

Con anterioridad al descenso de los tipos del Bundesbank, el franco francés y el franco belga habían registrado presiones depreciatorias, suscitadas, principalmente, por la incompatibilidad entre sus altos tipos de interés y la situación interna de sus economías. En el caso del franco belga, esta situación se veía agravada, además, por los problemas del gobierno para cerrar con los sindicatos un pacto salarial y de gasto social, con el fin de reducir el voluminoso déficit público. Tales tensiones, aunque concentradas en solo dos monedas, impidieron que los mercados monetarios y de deuda de los países del SME mostraran signos de distensión en la primera mitad del

mes, y que los diferenciales de interés con respecto al marco se estrecharan significativamente en este mismo período.

Tras el descenso de los tipos oficiales del Bundesbank, que fue seguido por las autoridades del resto de los países cuyas divisas integran el SME, las tensiones cambiarias se redujeron sensiblemente, y tanto los tipos de interés de las distintas divisas como sus diferenciales respecto a Alemania disminuyeron de forma significativa. La mayor estabilidad en la evolución del franco francés se vio reforzada, además, tras los resultados de la cumbre franco-alemana, celebrada el 2 de noviembre, en la que se reforzó el compromiso común de alcanzar los criterios de convergencia establecidos en el Tratado de Maastricht. Por su parte, el cierre de las negociaciones sociales y salariales de forma unilateral por el gobierno belga y la aprobación por éste de un plan de austeridad, el día 16, ejercieron un efecto estabilizador adicional sobre el franco belga. Este cambio de situación, unido al recorte en 0,09 puntos porcentuales efectuado un día antes

Intervención del Banco de España. 1993

	OCT	AGO	SEP	OCT	OCT		
					1.ª dec	2.ª dec	3.ª dec
	Saldos				VARIACIONES ABSOLUTAS (a)		
Activos de caja	827	-5	-140	-242	3	—	16
CONTRAPARTIDAS:							
Circulación fiduciaria (b)	-6.546	15	34	9	-131	85	91
Otros factores	1.925	-851	-594	315	247	-162	556
Sector exterior	5.521	51	-157	159	89	1	94
Crédito al sector público	-33	-764	-484	-195	69	-208	58
Cartera de letras del Tesoro	6	1	-4	3	—	14	-18
Cartera de bonos y obligaciones	407	12	43	23	2	1	-13
Certificados del Banco de España (b)	-2.851	—	27	124	84	—	—
Cuentas diversas (b)	-1.126	-151	-21	199	4	30	435
Operaciones con las instituciones financieras	5.449	830	420	-566	-113	76	-632
Préstamos de regulación monetaria (c)	5.310	851	416	-555	-96	58	-613
Cesiones temporales de activos monetarios (b)	-2	-6	4	3	1	1	1
Otros	140	-14	—	-14	-18	18	-19
NIVELES MEDIOS EN PORCENTAJES							
EXCEDENTE DE CAJA:							
Total		0,025	0,027	0,045	0,029	0,027	0,068
Bancos		0,032	0,046	0,059	0,038	0,045	0,084
Cajas		0,010	0,008	0,029	0,021	0,009	0,048
Entidades oficiales de crédito		0,097	0,011	0,069	0,012	0,032	0,137

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: Indicador económico anejo, núm. 5. Boletín estadístico, cuadros 2.21 a 2.24 y 2.41 a 2.51.

por el Bundesbank en los *repos* a una semana, ha permitido al Banco de Bélgica reducir en 1,15 puntos su tipo de intervención diario. En el caso de la peseta, la reducción en los diferenciales de rentabilidad frente al marco ha sido especialmente significativa. Éstos se sitúan, en el plazo de tres meses, en 2,9 puntos, y en el de diez años, en 2,5 puntos, en este caso por debajo del diferencial que se alcanzó en mayo de 1992.

Fuera del SME, el acontecimiento más sobresaliente fue el cambio de tendencia del dólar, que, a partir de la segunda quincena de octubre, comenzó a experimentar una mayor fortaleza. En el período comprendido entre el 12 de octubre y el 10 de noviembre, la divisa norteamericana se llegó a apreciar un 5,6 % frente al marco, un 4,5 % frente a la peseta y un 1,3 % frente al yen. Esta recuperación se explica tanto por el estrechamiento del diferencial negativo de tipos de interés frente al marco alemán, especialmente en el largo plazo, como por el carácter favorable de los distintos indicadores de actividad publicados recientemente. Entre éstos destaca la cifra provisional de crecimiento del PIB para el tercer trimestre del año, que es del 2,8 % en términos trimestrales anualizados, frente a una tasa del 1,9 % en el segundo trimestre.

La estabilidad mostrada por la peseta, junto con la moderación de la tasa de inflación y la mejora de las perspectivas del esquema global de política económica, tras la aprobación del Presupuesto para 1994, permitió al Banco de España reanudar, durante el mes de octubre, la senda de reducción progresiva de los tipos de intervención. De esta forma, el día 14, recortó en 50 puntos básicos el tipo marginal de la subasta decenal de certificados, hasta el 9,5 %. Esta reducción fue seguida de un recorte adicional, de 25 puntos básicos, el día 22, tras la rebaja instrumentada por el Bundesbank el día anterior, de forma que el tipo de intervención decenal quedó situado en el 9,25 %.

Los tipos de interés del mercado interbancario de depósitos, que a lo largo de septiembre y durante los primeros días de octubre habían ido moderando el ritmo de descenso iniciado en agosto, reaccionaron a la baja, rápida y significativamente, a partir del día 14. Desde entonces, y hasta finales de octubre, los tipos en este mercado experimentaron descensos que totalizaron 1,33 puntos porcentuales para las operaciones a un día, en torno a 75 puntos básicos en las relativas a uno, tres y seis meses, y 50 puntos en las de un año.

Tipos de cambio. 1993 (Ø)

	Situación en OCT	Variaciones (%) (a)					
		Mensuales			Mensuales acumuladas desde DIC de 1992		
		AGO	SEP	OCT	AGO	SEP	OCT
TIPOS DE CAMBIO NOMINALES:							
Del dólar frente a:							
Marco	1,64	-1,1	-4,3	1,2	7,2	2,6	3,8
Yen	107,01	-3,4	1,4	1,5	-16,2	-15,0	-13,7
Países desarrollados (b) (c)	66,70	-0,3	-1,3	1,2	0,9	-0,4	0,7
CEE (b) (c)	67,88	0,5	-3,6	1,4	9,0	5,1	6,6
Sistema Monetario Europeo (b) (c)	60,21	0,3	-4,3	1,3	9,6	4,9	6,3
De la peseta frente a:							
Dólar	132,23	-3,1	6,2	-1,2	-18,6	-13,6	-14,6
Franco suizo	91,64	-4,3	0,7	0,5	-14,3	-13,7	-13,3
Marco	80,61	-4,2	1,6	-0,1	-12,7	-11,3	-11,4
Yen	123,57	-6,4	7,7	0,3	-31,8	-26,5	-26,3
Libra esterlina	198,62	-2,8	4,0	0,3	-15,5	-12,1	-11,9
Franco francés	22,97	-1,6	1,6	0,2	-10,5	-9,0	-8,8
Países desarrollados (b) (c)	91,51	-2,9	3,4	—	-13,8	-10,9	-10,9
CEE (b) (c)	87,19	-2,7	2,4	0,3	-11,2	-9,1	-8,9
Sistema Monetario Europeo (b) (c)	78,28	-2,8	1,7	0,1	-11,0	-9,5	-9,4
Principales acreedores (d) (e)	88,02	-4,2	4,2	-0,3	-19,0	-15,6	-15,8
TIPOS DE CAMBIO REALES (f):							
De la peseta frente a:							
Dólar (d)	...	-2,7	6,6	...	-17,6	-12,2	...
Países desarrollados (b) (c)	110,92	-2,5	3,9	-0,1	-12,9	-9,5	-9,6
CEE (b) (c)	105,53	-2,2	2,8	0,1	-10,3	-7,9	-7,7
Sistema Monetario Europeo (b) (c)	101,49	-2,3	2,1	0,4	-10,1	-8,2	-7,9

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 1980/1982 = 100.

(e) Media de siete monedas ponderadas por su participación en la deuda exterior [véase nota (a) del cuadro 6].

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

Información adicional: Indicadores económicos anejos, núms. 23 a 25. Boletín estadístico, cuadros 19.21 a 19.24.

Este proceso se ha visto interrumpido en la parte transcurrida de noviembre, período durante el cual las rentabilidades en el mercado interbancario de depósitos han experimentado, incluso, un cierto repunte. Esta evolución puede atribuirse, en parte, al propio agotamiento del impulso bajista derivado del descenso en los tipos oficiales de intervención, en un contexto en el que la aparición de noticias relativas a la debilidad de la actividad interna ha generado nuevos episodios de incertidumbre. El repunte de rentabilidades ha sido el resultado, asimismo, de la propia reacción de las entidades sujetas a coeficiente de caja, que, tras la acusada tensión que registró el mercado interbancario el día 2 de noviembre, último día de la tercera decena de activos de caja del mes de octubre, han tendido a anticipar la cobertura de sus necesidades y a reducir al máximo la obtención de fondos al final de la decena.

Como resultado, en el promedio de la primera decena de noviembre, la curva de rendimientos asociada al mercado interbancario de depósitos experimentó un ascenso de nivel respecto a la

correspondiente a la tercera decena de octubre, para todos los plazos a partir de un mes. Esta elevación fue máxima para este mismo plazo, en el que se registró un incremento de 50 puntos básicos.

No obstante, el cierre de la primera decena de activos de caja del mes de noviembre (día 11) presentó una mayor tranquilidad, lo que permitió que los tipos de interés del mercado interbancario de depósitos registraran descensos graduales, situándose al cierre de este boletín en niveles prácticamente iguales a los vigentes con anterioridad al inicio de este episodio de inestabilidad: del 9,40 % para los depósitos a un día y a un mes, y del 9,16 %, 8,90 % y 8,70 % para los de tres, seis y doce meses, respectivamente.

En el mercado secundario de deuda pública, las rentabilidades negociadas registraron disminuciones a lo largo de todo el mes de octubre, si bien más acentuadas a partir del día 14. De esta forma, el día 29 de octubre, los bonos a tres y cinco años se negociaban al 8 %, mientras que las obligaciones a diez

años lo hacían al 8,46 %, niveles que suponían descensos de 70 puntos básicos, aproximadamente, en relación con los de la última decena de septiembre. Las tensiones producidas en el mercado interbancario de depósitos en los primeros días de noviembre tuvieron cierta repercusión en los mercados secundarios de deuda, en los que las rentabilidades negociadas experimentaron elevaciones de 20 puntos básicos, aproximadamente, para todos los plazos, respecto a las existentes a finales de octubre. También en este caso, la mayor tranquilidad en el mercado interbancario de depósitos a partir del día 11 se reflejó en una tendencia al descenso de estas rentabilidades.

Siguiendo la tónica de los mercados monetarios y de deuda pública, los tipos activos y pasivos de las entidades bancarias experimentaron nuevos descensos en el mes de octubre. Las mayores reducciones dentro de los tipos de activo se dieron en los preferenciales a corto plazo (-0,5 en la banca y -0,6 en las cajas), y en los tipos de los créditos entre uno y tres años (-0,7 en la banca y -0,8 en las cajas). La caída en los tipos de pasivo fue algo más moderada, aunque también significativa: en torno a 0,4 puntos porcentuales para ambos tipos de instituciones.

En el período analizado, la evolución bajista de las rentabilidades negociadas en el mercado secundario de deuda pública permitió al Tesoro efectuar cuantiosas colocaciones de valores públicos en los mercados primarios, especialmente en los de letras del Tesoro, y continuar el proceso de reducción de los tipos de emisión.

En el mercado primario de letras del Tesoro a un año, la colocación bruta, en las cuatro subastas celebradas entre los días 6 de octubre y 17 de noviembre, ascendió a 1.945 mm nominales, frente a unas amortizaciones de 1.471 mm. Mientras que en la pri-

mera de estas emisiones el Tesoro mantuvo el tipo marginal en el 9,19 % alcanzado en la subasta anterior, en las emisiones siguientes efectuó recortes de 36, 20 y 12 puntos básicos, respectivamente, situando el nivel del mismo en el 8,54 % en la última subasta.

Por lo que se refiere al mercado primario de deuda a medio y largo plazo, en la subasta correspondiente al mes de octubre, resuelta el 30 de septiembre, la emisión bruta fue de 385 mm. Los tipos de interés marginales de emisión se mantuvieron prácticamente invariables respecto a los de la subasta anterior, situándose en el 8,63 % y 8,78 % para los bonos a tres y cinco años, respectivamente, y en el 9,02 % para las obligaciones a diez años. En la subasta de noviembre, resuelta el 28 de octubre, estos niveles experimentaron un recorte de 55, 64 y 49 puntos básicos, respectivamente, casi igual al diferencial acumulado a lo largo del mes entre las rentabilidades del mercado primario y las del secundario. La emisión bruta ascendió a 354 mm. Dado que en estos dos meses se amortizaron 260 mm de deuda a medio y largo plazo, la emisión neta en el período alcanzó 480 mm.

En el mercado primario de pagarés de empresa, la emisión bruta en el mes de septiembre (último mes para el que se dispone de información) fue superior a la registrada en meses anteriores; sin embargo, dado el fuerte crecimiento de las amortizaciones, la emisión neta fue negativa, por valor de -52 mm. Por otro lado, la cifra de negociación en el mercado secundario fue de 9 mm en septiembre y de 4 mm a lo largo de las dos primeras decenas de octubre, frente a una negociación media mensual de 29 mm en los ocho primeros meses del año. Los tipos de emisión de los pagarés de empresa a un año evolucionaron a la baja, tanto en septiembre como en octubre, hasta situarse en niveles del 9,30 % y del 9,11 %, respectivamente.

En el mercado secundario bursátil, se apreció en octubre un creciente optimismo inversor, a partir del descenso de tipos de intervención del día 14, que se vio acentuado tras el recorte de tipos del día 22, y que se reflejó en una evolución alcista de las cotizaciones. Así, el índice de la Bolsa de Madrid aumentó a lo largo del mes de octubre un 7,3 %, hasta situarse en el nivel de 308. Sin embargo, en la parte transcurrida de noviembre, dicho índice experimentó una cierta caída, aproximándose al nivel de 300. Este descenso vino explicado, en parte, por los repuntes experimentados en el mercado interbancario de depósitos, en este mismo período, pero también pudo verse influido por la publicación de los resultados de las empresas que cotizan en bolsa, peores que los esperados, y por el agotamiento del impulso alcista que tuvo lugar en octubre. Con todo, en los días posteriores volvió a recuperarse, de forma que el nivel actual del índice de la Bolsa representa una revalorización del 7,4 % desde finales de septiembre, y del 43,6 % desde el comienzo del año.

CUADRO 6

Tipos de interés extranjeros (Ø)

	Medias mensuales			
	1992	1993		
	DIC	AGO	SEP	OCT
EUROMERCADO A TRES MESES:				
Dólar	3,5	3,1	3,1	3,3
Franco suizo	6,1	4,5	4,6	4,4
Marco	8,8	6,5	6,5	6,5
Yen	3,7	2,9	2,5	2,3
Franco francés	10,9	7,5	7,1	6,8
Libra esterlina	7,1	5,8	5,8	5,7
Ecu	10,8	7,5	7,6	7,4
Media ponderada (a)	6,9	4,9	4,9	4,8
Diferencial medio (b)	8,3	5,6	5,1	4,8

Fuente: Banco de España.

(a) Medias de los tipos de interés 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.

19.11.1993.

Los mercados de valores españoles ante el espacio financiero común. Evolución reciente y perspectivas

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

1. INTRODUCCIÓN

La actividad, la regulación, las prácticas, y las propias instituciones y mercados financieros han estado sometidos a una profunda transformación para adaptarse a las condiciones y exigencias comunitarias del proceso de modernización y apertura al exterior de la economía española.

En el período más reciente, la creación de un *espacio financiero común* ha impulsado los procesos de globalización y liberalización de los mercados financieros en los países de la CE, al tiempo que el proyecto de Unión Económica y Monetaria ha condicionado las expectativas y el comportamiento de los mercados de valores. Este espacio financiero común, si bien constituye una estructura integrada, tiene, al menos, tres ámbitos diferenciados: los mercados únicos bancarios, de seguros y de valores. Precisamente este artículo pretende analizar los cambios estructurales en los mercados de valores españoles ante el desarrollo de este proceso, y hacer un examen de sus efectos sobre el comportamiento de sus participantes, así como sobre su actividad en los mercados primarios y secundarios. Para ello, se ha escogido, tomando como punto de referencia el inicio de nuestros compromisos con la CE, el período 1985-1993, si bien se dedica una mayor atención a los dos últimos años.

En el epígrafe 2, se describe el nuevo marco normativo resultante de las recientes directivas comunitarias sobre la industria de valores. En el siguiente, se resumen las principales transformaciones institucionales y operativas realizadas en los ocho últimos años. En el apartado 4, se analiza el desarrollo reciente de los distintos mercados de valores españoles y de sus participantes: emisores, inversores, intermediarios y órganos rectores. En el quinto y último, se resumen las conclusiones más sobresalientes y las perspectivas ante el mercado único de servicios de inversión.

2. EL MARCO NORMATIVO COMUNITARIO

Los sistemas financieros internacionales se encuentran inmersos en un amplio proceso de *globalización* de sus actividades y de *liberalización* de sus normativas nacionales. Puede afirmarse que, en el período reciente, ambos procesos se alimentaron mutuamente, dando lugar a una rápida y profunda transformación de las estructuras, del funcionamiento y de las prácticas de sus mercados financieros, con el objeto de adaptarse a las nuevas condiciones de competencia internacional.

Algunos de los hechos claves que, en el ámbito comunitario, marcaron esta rápida transformación

son: las sucesivas reformas de los mercados de valores en Europa —incluyendo la de la Bolsa de Londres en 1986 y la de España en 1989—, la libertad plena de movimientos de capital en 1992 y la creación del Mercado Único en 1993, que significa el establecimiento de un espacio financiero común. Las sucesivas directivas comunitarias, en el ámbito de los valores negociables (véase anejo I), marcaron las líneas básicas de la armonización legislativa necesaria para crear un mercado único de valores. En este sentido, el paso más importante dado por la CE fue la aprobación, en los pasados meses de marzo y mayo, de las directivas sobre adecuación de capital de las empresas de inversión y de las entidades de crédito (en adelante, DAC) y sobre servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables (en adelante, DSI), respectivamente. Ambas directivas armonizan los aspectos relativos a la actividad en la industria de valores, dando un soporte común tanto a las entidades y mercados de valores como a los servicios financieros susceptibles de contratarse, al igual que, con anterioridad, hizo la segunda directiva de coordinación bancaria en el ámbito de las entidades y los mercados de crédito.

La DSI desarrolla, al menos, dos aspectos básicos para la organización de un entorno competitivo homogéneo. En primer lugar, liberaliza plenamente el establecimiento de entidades de valores (1) y la prestación de servicios de inversión (2) en todos los países de la CE, al tiempo que aplica el principio de reciprocidad de trato para las entidades pertenecientes a países terceros. Esta regulación se basa en la concesión de una sola autorización en el país de origen —lo que se ha venido en denominar pasaporte comunitario—, que tiene como rasgos básicos la consideración de licencia única, el reconocimiento mutuo de las autorizaciones y la supervisión prudencial por el Estado miembro de origen.

En segundo lugar, la DSI armoniza determinados aspectos de los mercados de valores negociables, entre los que cabe destacar la libertad de acceso a la condición de miembro tanto de un mercado regulado como de un organismo de compensación y liquidación, con la excepción de las entidades liquidadoras de los mercados de futuros y opciones. Por otro lado, se establecen unas normas mínimas de difusión de

(1) Denominadas *empresas de inversión* en la normativa comunitaria.

(2) Se consideran *servicios de inversión* aquellas actividades realizadas por entidades de valores —o de crédito, en su caso— relacionadas, fundamentalmente, con cualquiera de los instrumentos financieros específicos de los mercados de valores, si bien se contemplan otros servicios auxiliares. En particular, la Directiva menciona como servicios típicos la recepción, transmisión y ejecución de órdenes en mercados regulados, la gestión de carteras y el aseguramiento de emisiones. Como instrumentos típicos, se apuntan los valores negociables, instrumentos de mercado monetario, participaciones de inversión colectiva, los instrumentos derivados —incluyendo los *swaps* y los *FRA*—. Entre los servicios auxiliares, se mencionan la custodia y administración de valores, alquiler de cajas de seguridad, asesoramiento de empresas y créditos para compra-venta de valores.

información —en particular, de precios y volúmenes ejecutados— y la exigencia de canalizar ciertas operaciones de instrumentos negociables a través de los mercados regulados. Finalmente, fija un registro de operaciones, con el fin de facilitar la transparencia entre los inversores y el control de las autoridades supervisoras.

La DAC, por su parte, complementa a la DSI, coordinando, al menos, tres elementos esenciales relativos a las entidades de valores (3): los fondos propios, los capitales mínimos y la extensión de algunas directivas ya aprobadas en el ámbito de las entidades de crédito.

Respecto a la definición de los fondos propios, la DAC se inspira en la directiva sobre fondos propios de entidades de crédito, si bien incorpora, por un lado, el concepto de riesgo de mercado —esto es, de posición, de liquidación y de contrapartida— para la cartera de negociación, y, por otro, el concepto de riesgo cambiario para el conjunto de la actividad.

En cuanto a la fijación de los capitales mínimos, el cuadro 1 ilustra los niveles mínimos requeridos para la constitución de las nuevas entidades de valores, en función de las actividades para las que pueden o no estar autorizadas: la operativa por cuenta propia y/o el aseguramiento de emisiones. En este sentido, hay que destacar que esta Directiva exige que los fondos propios en ningún caso podrán ser inferiores al 25 % de los gastos de estructura.

(3) Obviamente, esta Directiva engloba también a las entidades de crédito que intervienen o que median en los mercados de valores, especialmente en lo que se refiere a la denominada «cartera de negociación».

CUADRO 1

Capital inicial para las entidades de valores

Capital mínimo (a) (ecus)	Actividades restringidas
50.000 ecus (aproximadamente, ocho millones de pesetas)	— Depósitos de efectivo o de valores — Negociación por cuenta propia — Aseguramiento de emisiones
125.000 ecus (aproximadamente, 20 millones de pesetas)	— Negociación por cuenta propia — Aseguramiento por cuenta propia
730.000 ecus (aproximadamente, 120 millones de pesetas)	— Ninguna
EXCEPCIONES: Las entidades de valores que estén constituidas antes de la entrada en vigor de la Directiva: 31 de diciembre de 1995.	

Fuente: Banco de España.

(a) Los fondos no serán, en ningún caso, inferiores al 25 % de los gastos de estructura.

Por último, la DAC extiende a las entidades de valores las normas comunitarias en vigor para las entidades de crédito, en lo que se refiere a la supervisión en base consolidada y a la supervisión y control de grandes riesgos, considerando la plena homologación de ambas entidades en el marco de un espacio financiero común.

En resumen: estas directivas comunitarias aportan varios aspectos (4) que afectarán, en mayor o menor medida, al desarrollo de los mercados de valores españoles. Como novedades más sobresalientes, hay que mencionar: la posibilidad de participación directa (5) de las entidades de crédito como miembros de un mercado regulado o de un organismo de compensación y liquidación (salvo en el caso de mercados derivados); la extensión de esta participación directa como miembro de mercado a cualquier entidad financiera —de crédito o de valores— reconocida como tal mediante una autorización en el país comunitario de origen; la reducción de los capitales mínimos exigidos para la constitución de entidades de valores (si bien ésta no es una actuación obligatoria, ya que la Directiva es de mínimos, parece razonable no penalizar la creación de intermediarios financieros en el ámbito doméstico); la armonización de determinadas condiciones en la difusión de información (tanto en lo que se refiere al medio de difusión como a la velocidad de la información), y, por último, el establecimiento obligatorio de un registro de operaciones.

3. CAMBIOS RECIENTES EN LOS MERCADOS ESPAÑOLES DE VALORES

En el caso de España, la transformación de los mercados financieros ha sido más rápida que la realizada en otros Estados miembros de la CE, como consecuencia del menor desarrollo inicial de los mercados españoles y de la premura en la equiparación con los países de su entorno económico. Por otro lado, los cambios han sido más intensos en el caso de los mercados de valores que en los mercados crediticios, dada la diferente situación de partida y las mayores posibilidades de automatización de los sistemas de comunicación y de los procesos de información de la industria de valores.

Una idea de la intensidad de la transformación de los mercados de valores españoles puede obtenerse de la siguiente relación de los cambios —institucionales y técnicos— más relevantes en el período 1985-1993 (6).

(4) Alguno de ellos deberá todavía trasponerse a la normativa española, si bien existe un período transitorio hasta enero de 1996.

(5) Hasta ahora, las entidades de crédito pueden participar indirectamente como miembros en las bolsas a través de entidades filiales: sociedades de valores y bolsa. Éste no es el caso del mercado de deuda anotada, en el que se admite como miembro directo cualquier institución financiera reconocida en un registro oficial nacional.

(6) Para conocer con más detalle las transformaciones operadas en los mercados bursátiles, ver García-Vaquero (1990 y 1992).

Entre los *cambios institucionales* que generaron un avance en la industria de valores, cabe señalar, en primer lugar, el desarrollo de nuevos instrumentos financieros y de nuevos mercados de valores, entre los que destacan:

- El mercado de deuda pública anotada (1987), en el que se introdujeron sucesivamente: las letras y pagarés del Tesoro, los bonos del Estado a tres y cinco años, las obligaciones a diez años y, en el período más reciente, las letras del Tesoro a tres y seis meses. Asimismo, hay que destacar, a lo largo de 1993, el sensible aumento de otros valores de deuda anotada perteneciente a Administraciones Territoriales y organismos públicos (7).
- El mercado de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (en lo sucesivo, AIAF) (8), en el que coexisten, al menos, tres segmentos distintos de negociación: bonos matador, pagarés de empresa —segmento que experimentó un considerable auge en 1989 y 1990, como consecuencia del período de restricción crediticia—, y renta fija privada a medio y largo plazo, que comprende, fundamentalmente, cédulas hipotecarias y obligaciones privadas.
- Los mercados derivados de instrumentos financieros (9), en los que, después de una reordenación de sus estructuras en 1991, se negocian contratos de futuros y opciones de renta fija —preferentemente, sobre valores de deuda pública a tres y diez años, y sobre depósitos interbancarios a 90 días—, separadamente de los de renta variable. Las novedades más relevantes durante 1993 fueron la negociación de opciones sobre acciones individuales (enero) y un nuevo contrato de futuros sobre tipos de interés: MIBOR 360 (octubre).

Esta ampliación de instrumentos y modalidades de contratación tiene un efecto positivo en el conjunto del sistema financiero, ya que, por un lado, cubre nuevas necesidades de financiación y de inversión entre los distintos agentes económicos, y, por otro, introduce cierta competencia entre los distintos intermediarios de valores, lo que tiende a reducir las comisiones de mediación y mejora la calidad de los servicios prestados. No obstante, esta ampliación de instrumentos y servicios se ha realizado a través de nuevos mercados, con la implantación de nuevos sistemas de contratación y de liquidación, y con la constitución de órganos rectores diferentes. Debe señ

(7) En noviembre de 1993, el saldo vivo del conjunto de estas emisiones se sitúa en torno a los 300 mm.

(8) Se establece en 1987 como mercado paralelo o no-organizado de renta fija privada, y adquiere, en julio de 1991, la condición de mercado secundario organizado no oficial de valores.

(9) Los mercados de futuros y opciones se establecen en 1989, y adquieren la condición de mercados secundarios oficiales de valores en julio de 1991.

larse que una multiplicidad excesiva de organizaciones comporta un aumento de los costes de estructura y no favorece, en general, la competitividad del sector, dadas las economías de escala que presenta la industria de valores, en un contexto más amplio de libertad de movimientos de capital y de constitución de un espacio financiero común.

En segundo lugar, la profunda reforma de las instituciones de compensación y liquidación de valores propició una reducción del coste de depósito y custodia, y, por consiguiente, del coste global de transacción de valores negociables. Ello fue posible en un primer momento (1987) a través de la creación de una Central de Anotaciones para los valores del Estado, y, posteriormente, mediante la *integración* de las distintas y dispersas entidades de compensación y liquidación privadas (10) en una sola entidad: el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores. Como se detallará más adelante, la *desmaterialización* de los títulos físicos en anotaciones en cuenta alcanzó un papel decisivo en la implantación de esta reforma.

En tercer lugar, la libertad de acceso a la condición de miembro de un mercado regulado y la libertad de comisiones, unidas a la transformación de los agentes mediadores de los mercados de valores en entidades de valores más capitalizados, contribuyeron a la mejora de la comercialización y distribución de valores negociables entre la comunidad inversora y el aumento de la competencia entre los intermediarios de valores. Este cambio se consiguió mediante la creación, en 1987, de las entidades gestoras integradas en el mercado de deuda anotada y la transformación, a partir de 1989, de los agentes bursátiles individuales en sociedades y agencias de valores.

En cuarto lugar, la extraordinaria expansión de la inversión colectiva, y con especial intensidad de los fondos de inversión, a partir de septiembre de 1991, provocó una creciente transformación de los activos y pasivos típicamente bancarios en valores negociables (11) y en participaciones de fondos de inversión, respectivamente, lo que, a su vez, tuvo un efecto favorable sobre los mercados primarios y secundarios de valores —en especial, de valores del Estado—. En paralelo, esta expansión cambió tanto la remuneración del ahorro del público en general —ya que la retribución de las participaciones se realizó, preferentemente, a través de incrementos de capital, en vez de flujos de rentas periódicas— como el comportamiento en la captación de pasivo por parte de las entidades de crédito.

(10) El proceso de reforma de las bolsas en 1988 impulsó la integración de los cuatro centros de liquidación de las bolsas y del servicio de coordinación bursátil. Más adelante, la entidad resultante adquirió la agencia de valores Espaclear, organismo encargado de la liquidación de valores negociados en el mercado de renta fija de la AIAF.

(11) Este proceso se pretende impulsar a través del desarrollo de los fondos de titulización hipotecaria.

En quinto lugar, la reforma de tributación de inversores no residentes en valores negociables (12), a partir de enero de 1991, y la libertad plena de emisión de valores extranjeros, a partir de julio de 1992 (13), impulsaron la demanda y la oferta de valores del sector no residente y aumentaron la vinculación de los mercados domésticos con los mercados financieros internacionales. En este sentido, hay que destacar la creciente participación de no residentes en las operaciones con deuda pública (14) y, en menor medida, con renta variable (15) —al haberse incorporado los valores negociables españoles dentro de las carteras institucionales de los inversores internacionales—, el aumento de las emisiones denominadas en pesetas por parte de entidades no residentes —en especial, de bonos matorador—, las emisiones en divisas por parte de las entidades residentes, así como la admisión a negociación de valores extranjeros en las bolsas españolas.

Finalmente, habría que señalar que la elevada participación de no residentes en el capital de las entidades de valores —preferentemente, sociedades de valores— contribuyó a impulsar las operaciones con los agentes no residentes.

Por lo que se refiere a los *cambios operativos* instrumentados en los últimos años, que han supuesto un aumento de la negociación y de la transparencia de las operaciones, cabe mencionar:

- La automatización de los sistemas de negociación, de difusión de información —tanto en la cotización como en la ejecución de precios— y de canalización de órdenes —mediante procesos informáticos que permiten el envío y la confirmación de órdenes—. En este sentido, las innovaciones técnicas más recientes tuvieron lugar en las bolsas, con la incorporación (octubre 1991) de un nuevo sistema de cotización y negociación electrónico centralizado —dirigido por órdenes— para la renta fija privada y para la deuda pública anotada bursátil (febrero de 1992), así como en el mercado de deuda anotada, con la posibilidad de hacer *repos* sobre *repos* con bonos y obligaciones, unido a la supresión de trámites administrativos en las operaciones a plazo (lo que ha impulsado fuertemente las operaciones simultáneas). Por último, el mercado de AIAF ha modificado sensiblemente su modelo de mercado, en mayo de 1993 (16) —con una organización similar al mer-

(12) La exención de tributación por rendimientos obtenidos por inversores no residentes se aplica tanto a valores privados como a valores públicos. No obstante, estos últimos fueron los grandes beneficiados de la demanda de no residentes, por haberse instrumentado una devolución inmediata para los instrumentos de deuda del Estado anotada.

(13) Si bien la libertad de movimientos de capital entra en vigor en febrero, la liberalización de la emisión de valores extranjeros no se desarrolla reglamentariamente hasta julio.

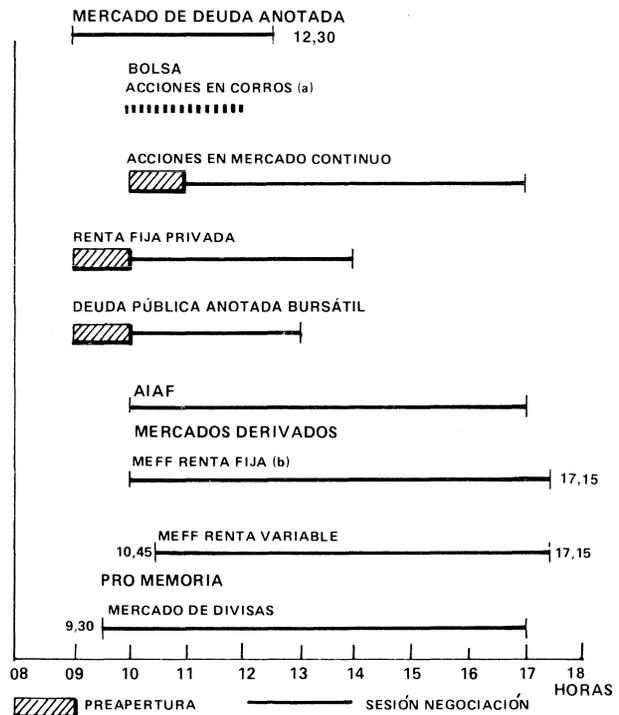
(14) Véanse Quirós (1993) y Santillán (1993).

(15) Véase Galmés (1993).

(16) La Orden de 11 de mayo de 1993 aprueba la modificación del Reglamento y los Estatutos de la AIAF.

GRÁFICO 1

Horarios de negociación en los distintos mercados de valores españoles



Fuente: Banco de España.

- (a) Corros de 10 minutos.
- (b) Los viernes, de 9 a 15 horas.

cado de deuda anotada—, en torno a unos miembros adheridos y otros especializados, con un sistema de negociación dirigido por precios, a través de posiciones vinculantes de creadores de mercado, con difusión de información más transparente en tiempo real de las cotizaciones y con conexión directa electrónica al SCLV.

- La racionalización y simplificación de los procesos y procedimientos de compensación y liquidación de valores bursátiles a través de la liquidación diaria —frente a la liquidación a fecha fija—, la reducción de los periodos de liquidación —que, en la actualidad, en el caso de la deuda anotada, puede tener fecha-valor día siguiente en operaciones con terceros, y de siete días hábiles en el caso de acciones cotizadas—, de comunicación entre las bolsas, miembros del mercado y miembros liquidadores, y la reducción del coste de liquidación.

- La interconexión de los centros de contratación: en el caso de las cuatro bolsas, con la creación del mercado continuo bursátil, la reciente comunicación del mercado de deuda anotada y las bolsas, con la constitución de un nuevo sistema de negociación bursátil de deuda pública, y, finalmente, la integración de los mercados derivados en un organismo único —si bien todavía subsisten dos sociedades rectoras y dos sistemas de negociación y de liquidación independientes—. En este orden de cosas, la ampliación de los horarios de contratación (véase gráfico 1), pese a la diversidad de sistemas de negociación, permitió no solo la interconexión de los mercados españoles, sino la superposición de sesiones con los mercados de valores nacionales e internacionales.

- Finalmente, el desarrollo de distintos tipos de operación en los mercados secundarios: como las operaciones con pacto de recompra (1987), el préstamo de valores (1981 en bolsa y 1987 en deuda anotada), las operaciones a plazo (1989), los contratos de futuros y de opciones, y las simultáneas (1990).

Indudablemente, estas transformaciones técnicas tuvieron sus efectos sobre la actividad de los mercados de valores. Los resultados más notables se dejaron ver, principalmente, en los mercados secundarios de valores y, en menor medida, en los mercados primarios.

4. LA ACTIVIDAD RECIENTE DE LOS MERCADOS DE VALORES

La evolución de los mercados de valores en los ocho últimos años estuvo vinculada, no solo por las transformaciones estructurales y operativas antes descritas, sino también por la actividad de la economía española, por la coyuntura monetaria y financiera, por la expansión de la inversión colectiva —especial-

mente vigorosa a partir de 1991— y por el comportamiento de los mercados de valores internacionales, principalmente, comunitarios.

En este contexto, los mercados de valores españoles experimentaron un comportamiento irregular. No obstante, puede afirmarse que, mientras los mercados primarios se mantuvieron relativamente estables a lo largo del periodo 1985-1993, los mercados secundarios experimentaron un crecimiento espectacular de su actividad, afectando positivamente a los niveles de liquidez y profundidad de los mismos. Simultáneamente, las entidades de valores —sociedades y agencias— y órganos rectores estuvieron sometidos a una fuerte competencia —en especial, desde julio de 1989—, lo que favoreció sensiblemente a los inversores —especialmente, institucionales y no residentes—, tanto por la disminución de las comisiones de intermediación como por la mejora en el suministro y prestación de servicios financieros.

4.1. Los emisores

La oferta neta de valores, a lo largo de los ocho últimos años, tuvo un perfil relativamente estable, dentro de una banda que se situó entre los 3.000 mm y los 5.000 mm al año, si bien evolucionó (véase cua-

dro 2) según dos tendencias. La primera, más errática, entre 1985 y 1989, con unas emisiones entre los 3.000 mm y los 5.000 mm; y la segunda, claramente descendente, desde los 4.500 mm de 1990 hasta los 2.800 mm de 1992. No obstante, a lo largo de 1993 se advierte una sensible expansión de la emisión conjunta de valores, que incluso supera la cifra máxima correspondiente al año 1986 (5.100 mm), como consecuencia del fuerte crecimiento de las emisiones de deuda del Estado.

Las oscilaciones interanuales de la oferta neta de valores tuvieron, a nivel agregado, un rasgo característico: una cierta sustitución entre los mercados de valores y los mercados de crédito. Este comportamiento no es ajeno a la mayor sensibilidad ante los tipos de interés de los valores negociables frente a los créditos, de suerte que en los periodos de expectativas bajistas de tipos de interés existió una mayor preferencia por el endeudamiento con valores negociables, frente a los créditos bancarios, y viceversa. No obstante, esta caracterización general debe matizarse, por el efecto de la restricción crediticia entre 1989 y 1990, y por la posterior reintermediación bancaria, en 1991.

El cuadro 3 muestra cómo la oferta de valores de *emisores públicos* se mantiene relativamente estable a lo largo del período 1985-1989, y a partir de este año se aprecia una tendencia descendente, que parece finalizar en 1992. En efecto, a lo largo de los meses transcurridos de 1993, se percibe un aumento espectacular (casi 4.800 mm) de las emisiones públicas, preferentemente del Estado.

El Estado emitió, entre 1985 y 1987, más del 50 % del total de valores, mientras que en los cinco años siguientes el porcentaje se situó en torno al 40 %. Por el contrario, las emisiones de Comunidades Autónomas y Corporaciones Locales no tuvieron, a excepción de 1989, un peso significativo en la oferta neta de valores negociables. Sin embargo, en los meses transcurridos de 1993 se apreció —además del fuerte avance del Estado, ya comentado anteriormente— un renovado interés por la emisión de valores a medio y largo plazo de las otras Administraciones Públicas —unos 95 mm entre enero y octubre de 1993, frente a una caída de 175 mm en 1992—, quizás en un intento de aprovechar el descenso significativo de los tipos de interés en el mercado primario y las ventajas de cotizar sus valores en un mercado secundario amplio y profundo como el mercado de deuda anotada —por la elevada demanda inducida que supone—.

Los motivos del reciente comportamiento expansivo del mercado primario de deuda pública deben buscarse en las elevadas necesidades de financiación del Estado, en la decidida voluntad del Tesoro de apelar recursos a los mercados de valores frente a los de crédito y en la existencia de un amplio mercado secundario de deuda anotada suficientemente líquido y profundo. A todo ello ayudó, en el período más reciente, la elevada demanda de deuda pública —especialmente intensa en entidades de crédito y en inversores no residentes—, inducida por las arraigadas expectativas bajistas de los tipos de interés y por las sucesivas caídas de éstos en los mercados monetarios.

CUADRO 2

Evolución de las variables macroeconómicas y los mercados de valores

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	ENE-SEP 1993	
TASAS DE VARIACIÓN ANUAL										
PIB Real	2,6	3,2	5,6	5,2	4,7	3,7	2,3	1	-1	(a)
Resultado neto de las empresas no financieras	91,4	122,6	110,7	52,1	11,7	-28,7	-37,0	-19,4	-66,0	(b)
Variaciones de tipos de interés a largo plazo (c)		-2,5	1,3	0,5	1,6	0,5	-2,6	1,1	-4,2	
Índice general Bolsa de Madrid	35,6	108,4	9,6	20,9	8,2	-24,8	11,1	-12,9	43,4	(d)
VARIACIONES EN MM										
Mercado primario de valores	3.237	5.113	2.722	4.012	3.218	4.486	3.421	2.803	5.421	
Mercado de crédito	2.863	2.125	2.637	3.837	6.915	2.819	5.349	2.932	1.405	
TOTAL MERCADOS DE VALORES Y DE CRÉDITO	6.100	7.238	5.359	7.849	10.133	7.305	8.770	5.735	6.826	

Fuente: Banco de España.

(a) Estimación para el año 1993.

(b) Datos de la CNMV correspondientes al primer semestre de 1993.

(c) De deuda pública a más de cuatro años.

(d) Datos a noviembre de 1993.

Emisiones de valores por agrupaciones institucionales

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	ENE-SEP 1992	ENE-SEP 1993
TOTAL	3.237	5.113	2.722	4.012	3.189	4.491	3.419	2.782	970	5.421
Valores privados	1.460	2.255	495	2.081	803	3.123	2.381	1.674	932	643
Instituciones de crédito	416	572	4	415	-35	128	431	44	53	280
Empresas de seguros	17	33	49	67	66	66	39	13		
Empresas no financieras	908	1.407	370	1.398	505	2.484	1.307	1.092	712	96
No residentes	119	243	74	202	266	446	604	524	168	267
Valores públicos	1.777	2.859	2.227	1.932	2.385	1.363	1.038	1.108	37	4.778
Estado	1.722	2.715	2.241	1.829	1.517	1.702	1.289	1.295	211	4.684
Otras Administraciones Públicas	55	144	-15	103	868	-334	-251	-187	-174	94
PRO MEMORIA:										
Participaciones de fondos de inversión	49	248	61	262	92	266	2.690	2.366	2.281	2.052

Fuente: Banco de España.

Los *emisores privados*, por su parte, estuvieron más vinculados al ciclo económico, a la coyuntura monetaria y bursátil, y a las transformaciones estructurales de los mercados de valores privados. Así, el irregular comportamiento entre 1985 y 1989 dio paso, en 1990, a un considerable crecimiento de las emisiones (3.100 mm), como consecuencia de las restricciones crediticias, para seguir una tendencia claramente contractiva, fruto del fuerte descenso de la actividad económica y de los beneficios empresariales (véase cuadro 2). A lo largo de 1993, este perfil parece acentuarse, ya que en el período enero-octubre las emisiones netas de valores privados descendieron casi 300 mm respecto a las del mismo período de 1992.

La flexibilidad de los mercados primarios de valores privados adquirió una importancia decisiva en el episodio de restricción crediticia que tuvo lugar entre junio de 1989 y diciembre de 1990. Así, el mercado mayorista de la AIAF y la distribución minorista a través de la red bancaria contribuyeron a que los pagares de empresa experimentaran una expansión espectacular —con una emisión neta de 1.700 mm—, de modo que, a lo largo de 1990, el mercado primario se consolidó como el más importante entre los mercados de valores españoles.

Sin embargo, ni la elevada capacidad de ajuste de los mercados a corto, ni la reforma de las bolsas contribuyeron, en términos globales, a ampliar las emisiones de valores privados, quizás como resultado de la desaceleración económica y del descenso de los beneficios empresariales.

El sector de empresas no financieras fue el principal emisor de valores privados en los ocho últimos años. No obstante, como se aprecia en el cuadro 3, el volumen de estas emisiones se redujo sin interrupción entre 1990 y 1993, de forma que, en el período enero-octubre de este año, las empresas no financie-

ras apenas alcanzaron los 100 mm emitidos, situándose en el último lugar como institución emisora privada.

Los no residentes contribuyeron moderadamente a la expansión de las emisiones de valores negociables, en el marco de una mayor interdependencia de las economías europeas. En los cinco últimos años, la nota más sobresaliente de este colectivo fue la progresiva expansión de los bonos matador —frente a una moderación de la renta variable—, dada la fortaleza de la demanda de valores en pesetas, como resultado del amplio diferencial positivo de tipos de interés frente a otras monedas y de las expectativas de fortaleza del tipo de cambio y de convergencia de tipos de interés. Por el contrario, en el período más reciente —básicamente, a partir de septiembre de 1992—, la inestabilidad de los mercados cambiarios y la crisis del SME indujeron una sensible contracción de la demanda y, consecuentemente, de las emisiones de bonos matador, que comenzaron a remitir a partir de mayo de 1993.

Por último, las entidades de seguros y de crédito no allegaron un volumen relevante de recursos a través de valores negociables. Tan solo los procesos de concentración bancaria, en 1988 y en 1991, contribuyeron, con 415 mm y 430 mm, respectivamente, a impulsar la oferta neta —de acciones—. La moderada emisión de valores de ambas entidades, durante 1992 y los meses transcurridos de 1993, no fue ajena a la fuerte competencia surgida frente a las instituciones de inversión colectiva.

Como recoge el cuadro 3, las participaciones de fondos de inversión experimentaron, en el período más reciente, un crecimiento espectacular, desde los 260 mm de 1990 a los más de 2.600 mm y 2.300 mm de 1991 y 1992, respectivamente, que parece continuar durante 1993, a pesar de la menor promoción

por parte de bancos y cajas, y de la mayor madurez del ciclo de la inversión colectiva.

4.2. Los inversores

Los desarrollos institucionales y los cambios operativos en los mercados financieros españoles influyeron decisivamente en la demanda de valores negociables. Por un lado, la organización del mercado de deuda anotada, bajo una estructura en cascada (17), favoreció la distribución de valores del Estado entre el público. Por otro, el intenso avance en los mercados de capitales españoles contribuyó a eliminar la preferencia histórica de los inversores residentes y no residentes hacia los valores a corto plazo. Este extremo se ha podido contrastar con mayor intensidad en los valores del Estado.

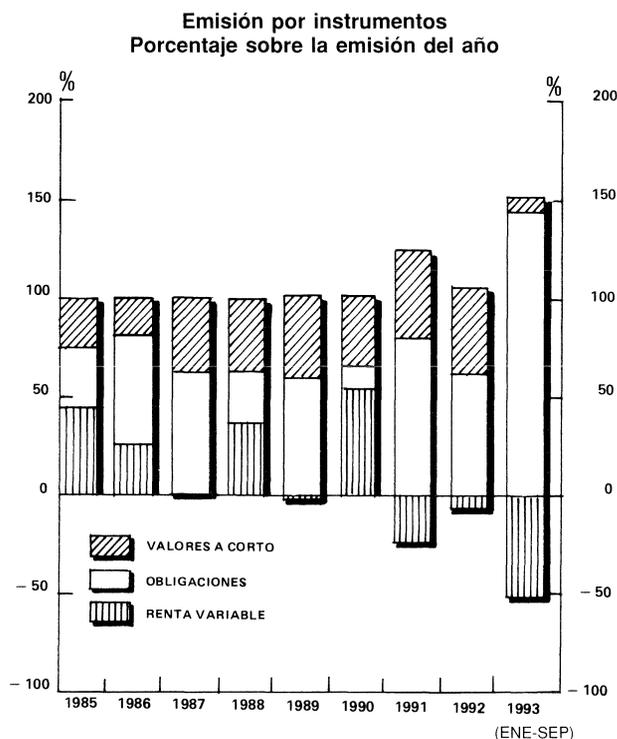
Por instrumentos, se aprecia en los ocho últimos años una preferencia de los inversores por la renta fija frente a la renta variable, si excluimos de ella las participaciones de fondos de inversión. Como ilustra el gráfico 2, los valores a corto plazo son los más demandados entre 1985 y 1990, mientras que, en los dos años siguientes, la tendencia se invierte —con un trasvase de los plazos cortos hacia los más largos—, sin duda como resultado del rápido desarrollo de los mercados a medio y largo plazo —preferentemente, de valores del Estado—, del proceso de regularización fiscal y del cambio de la pendiente de la curva de rendimientos, que manifestaba unas arraigadas expectativas bajistas de tipos de interés, especialmente intensas en el primer semestre de 1991 y en el de 1992. Este comportamiento parece que se intensifica a lo largo de 1993 —como ya se comentó anteriormente—, toda vez que, en el período enero-octubre, más del 140 % de las emisiones corresponde a renta fija a medio y largo plazo.

La renta variable, por su parte, se mantuvo, en términos relativos, en un segundo plano, quizás por el menor desarrollo de las bolsas españolas —si bien presentaron un avance técnico y operativo significativo a partir de la reforma—, frente al mercado de deuda anotada, y por la baja rentabilidad y elevada volatilidad de las acciones cotizadas entre 1987 y 1992, que debe ponerse en relación con los episodios de fuerte inestabilidad bursátil internacional. Por el contrario, a lo largo de 1993, el panorama es bien distinto, y parece que los inversores —tanto institucionales como no residentes e individuales— han vuelto a aumentar sus tenencias de acciones.

Como revela el cuadro 4, las distintas instituciones mostraron una menor preferencia por los valores ne-

(17) Los creadores de mercado trasladan, a nivel mayorista, sus saldos hacia otras entidades gestoras, y éstas, a través de la red bancaria minorista distribuyen, preferentemente valores del Estado, hacia el público.

GRÁFICO 2



Fuente: Banco de España.

gociables, en períodos de expectativas alcistas de tipos de interés, de caída de los precios —tanto de deuda como de acciones cotizadas— y de inestabilidad en los mercados cambiarios. Por el contrario, en etapas de expectativas bajistas de tipos de interés, de auge de los índices de cotización y de mayor estabilidad del tipo de cambio, los inversores presionaron, en términos globales, la demanda de valores.

Respecto a las *colocaciones* por instituciones, el aspecto más sobresaliente fue el aumento progresivo de las compras del sector no residente, desde un mínimo, en 1985, de 250 mm hasta un máximo, en 1991, de 2.900 mm (véase cuadro 4). El año 1992 puede considerarse como atípico para los no residentes, con solo 800 mm —a diferencia de las entidades de crédito, que tomaron el liderazgo de las compras netas de valores negociables—, mientras que en 1993 —preferentemente, entre mayo y agosto— parece que la inversión extranjera volvió a incrementar con fuerza sus carteras.

El ingreso, en 1986, de España en la CE —y el consiguiente aumento de las expectativas de rentabilidad empresarial—, la política monetaria restrictiva —con elevados niveles de tipos de interés, respecto a los países de nuestro entorno, y expectativas de un tipo de cambio fuerte— y la incorporación de España a las corrientes de inversión internacional fueron elementos decisivos de las crecientes colocaciones de valores por parte del sector no residente. Precisamente, el período de inestabilidad cambiaria y las du-

CUADRO 4

Colocaciones de valores por agrupaciones institucionales

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Total	3.237	5.113	2.722	4.012	3.189	4.491	3.419	2.782
Instituciones de crédito	1.301	2.586	1.295	2.020	803	1.111	-91	1.156
<i>Del cual: fondos de inversión (a)</i>	44	237	40	186	88	226	1.550	1.052
Empresas de seguros	102	175	307	540	157	416	447	704
Administraciones Públicas	149	187	-29	213	156	131	183	182
Familias y empresas no financieras	1.427	1.642	247	367	445	1.265	-20	-83
No residentes	257	524	902	873	1.629	1.568	2.900	825
PRO MEMORIA:								
Participaciones en fondos de inversión	49	248	61	262	92	266	2.690	2.366
<i>Familias</i>	42	209	53	224	68	237	2.377	2.118
<i>Resto</i>	7	39	8	38	24	29	313	248

Fuente: Banco de España.

(a) Corresponde a posiciones en firme. La diferencia entre estas cifras y el total de participaciones corresponde a adquisiciones temporales de deuda pública.

das en torno al proceso de Unión Económica y Monetaria fueron los responsables, entre junio y diciembre de 1992, de los episodios más importantes de salidas de capital foráneo.

Las empresas no financieras y, especialmente, las familias fueron agentes tomadores netos de valores en el período analizado. No obstante, entre 1991 y 1992, las favorables condiciones fiscales, unidas a la masiva comercialización de participaciones de fondos de inversión —básicamente, a través de la red bancaria—, determinaron el cambio de signo de las carteras de este sector.

Como se aprecia en el cuadro 4, una de las consecuencias más notables de esta explosión de la inversión colectiva española es la considerable presión de la demanda de valores del Estado a corto plazo —instrumentada, en especial, a través de *repos* y, últimamente, a través de simultáneas—, lo que sitúa a estas instituciones colectivas como los primeros inversores de deuda anotada, en términos ajustados.

4.3. Análisis de los mercados secundarios e intermediarios

Los mercados secundarios españoles de valores experimentaron, al contrario que los primarios, un crecimiento sostenido de sus volúmenes de contratación (véase gráfico 3), al tiempo que sus precios e índices estuvieron sometidos a una variabilidad —más intensa en el caso de las acciones que en el de la renta fija—, en gran parte como resultado de la elevada inestabilidad de los mercados de valores internacionales.

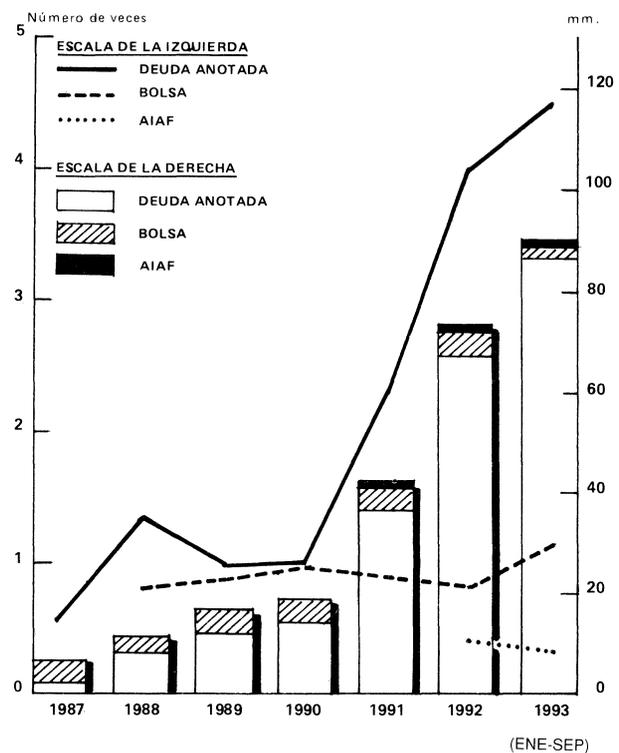
El efecto más relevante de este comportamiento fue, por un lado, un aumento significativo de la rotación (véase gráfico 3) y profundidad de los valores negociables, en términos globales, y, por otro, un aumento de las primas de riesgo de las cotizaciones de

los mercados de contado —especialmente, de acciones—, que, no obstante, fueron susceptibles de cobertura en los mercados derivados.

Como se aprecia en el cuadro 5, el avance de la contratación a lo largo de los ocho últimos años de los mercados al contado fue espectacular, desde los 900 mm de 1985 hasta los más de 80 billones de 1992. Este comportamiento parece intensificarse

GRÁFICO 3

**Contratación en los mercados secundarios
Volumen y rotación (a)**



Fuente: Banco de España.

(a) Saldos negociados / saldos admitidos.

Mercados secundarios de valores negociables

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	ENE- OCT 1992	ENE- OCT 1993	Variación 1993/1992	
											mm	%
TOTAL MERCADOS	880	2.739	7.383	12.652	18.121	20.722	46.174	80.270	60.059	150.531	90.472	150,6
Mercado de deuda anotada (a)	—	—	2.296	9.116	13.093	15.679	40.046	73.710	55.307	143.909	88.603	160,2
Valores del Estado	—	—	2.296	9.116	13.092	15.679	40.406	73.707	55.307	143.724		
Letras del Tesoro	—	—	1.119	2.454	7.238	6.806	14.749	13.453	10.682	14.936		
Pagarés del Tesoro	—	—	780	475	933	1.076	1.787	549	402	82		
Deuda del Estado	—	—	397	6.187	4.291	7.796	23.510	59.705	44.222	128.707		
Otras Administraciones Públicas	—	—	—	—	1	—	—	3	—	185		
Bolsa	880	2.739	5.087	3.536	5.028	5.043	5.371	5.669	4.055	5.557	1.502	37,0
Valores del Estado	121	309	160	59	52	45	28	133	118	108		
Otras Administraciones Públicas	7	5	17	25	44	99	168	340	206	249		
Renta fija privada	131	158	155	166	264	443	437	738	520	867		
Acciones	621	2.266	4.756	3.287	4.678	4.456	4.738	4.457	3.211	4.333		
AIAF	—	—	—	—	—	—	758	891	697	1.065	367	52,7
Pagarés de empresa	—	—	—	—	—	—	542	397	306	239		
Bonos matador	—	—	—	—	—	—	195	211	182	283		
Renta fija privada	—	—	—	—	—	—	20	282	209	543		
PRO MEMORIA:												
Mercados derivados	—	—	—	—	1	2.511	9.986	14.534	10.566	36.022	25.456	240,9
Sobre renta fija	—	—	—	—	1	2.511	9.986	13.307	9.780	33.597		
Sobre renta variable	—	—	—	—	—	—	—	1.227	786	2.425		

Fuente: Banco de España.

(a) Operaciones simples al contado.

durante 1993, ya que, en el período enero-octubre, la contratación superó los 150 billones, lo que supone multiplicar por más de 2,5 veces la correspondiente al mismo período del año anterior.

El avance más notable, en términos absolutos, se produjo en el mercado de deuda pública anotada, con un crecimiento ininterrumpido desde su creación, en 1987, hasta 1993. Este comportamiento es consecuencia de la elevada actividad en instrumentos a medio y largo plazo, que no solo sustituyeron progresivamente a los valores a corto, sino que, en la actualidad, representan la mayor parte (cerca de un 90 %) del mercado de deuda anotada. Precisamente, en los diez primeros meses de 1993, la contratación de bonos y obligaciones casi duplicó la negociación correspondiente a todo el mercado de deuda en 1992.

Por el contrario, las cuatro bolsas españolas, después de progresar sensiblemente entre 1985 y 1987, sufrieron un cierto estancamiento de su actividad en los cinco años siguientes, con una negociación anual en torno a los 5.000 mm, si bien, gracias a las condiciones monetarias más favorables y a los avances operativos más recientes, la negociación bursátil durante 1993 podría superar los 7.000 mm. La operativa con acciones, en el período analizado, supone el grueso del negocio bursátil; no obstante, hay que destacar el reciente avance de la contratación de ren-

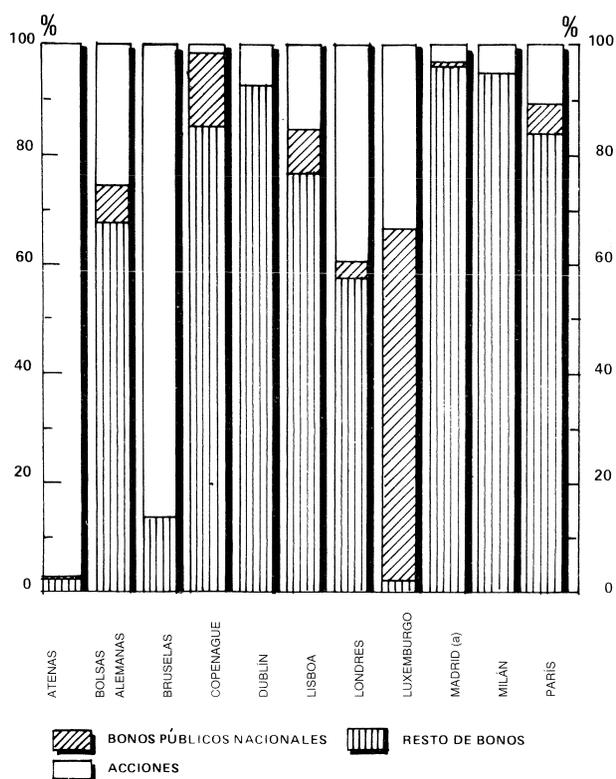
ta fija, principalmente de la privada, que durante 1993 ya supera el 20 % del total de bolsa. Este comportamiento no ha sido ajeno a los desarrollos estructurales operativos realizados en el mercado de renta fija bursátil.

El mercado mayorista de renta fija privada de la AIAF, por su parte, siguió un perfil creciente en el período analizado, si bien en niveles más moderados. El rasgo más destacable de este mercado secundario, a lo largo de los dos años de vida como mercado secundario organizado no oficial, fue el progresivo descenso de la participación de la negociación de pagarés de empresa, en beneficio del segmento de renta fija a medio y largo plazo y, en menor medida, de bonos matador. Esta evolución parece acentuarse durante 1993, como resultado, por un lado, de la transformación del modelo de mercado, en mayo de 1993, y, por otro, de la preferencia de los inversores por los valores a plazos más largos. Con todo, en el período enero-octubre de 1993, la contratación de la AIAF alcanzó más de 1.000 mm, lo que supone casi un 20 % del mercado bursátil.

Los mercados derivados, por su parte, fueron, probablemente, los de mayor crecimiento relativo, desde su constitución en 1989, y representan en la actualidad un porcentaje significativo respecto a los mercados de contado —en torno a un 20 % y un

GRÁFICO 4

**Estructura de negociación
Bolsas comunitarias. Bonos y acciones
Enero-junio 1993**



Fuente: Banco de España.

(a) Incluye negociación en mercado de deuda pública anotada.

50 % de la renta fija y de la renta variable, respectivamente—, en los que se contratan sus valores subyacentes. A este respecto, debe matizarse que estas proporciones no son estrictamente comparables con las de los mercados de contado, y las cifras que recoge el cuadro 5, correspondientes a los mercados de futuros y opciones, deben tomarse como orientativas, dado que los volúmenes efectivos de contratación para los mercados derivados se han calculado como producto del número de contratos por su nominal.

El panorama así descrito muestra una distribución de la actividad de los mercados secundarios muy desequilibrada en favor del de deuda pública anotada, gestionado por el Banco de España. Los motivos que han podido inducir a esta concentración podrían ser: una estructura de mercado que favorece la distribución de los valores en torno a unos intermediarios mayoristas —creadores de mercado— y a otros minoristas —entidades gestoras, unidas a la red amplia de bancos y cajas— (18); un sistema de liquidación rápido y ágil, que permite, para las operaciones minoristas, la liquidación de valores y efectivo al día siguiente de contratación; un mercado sobre el que se han venido realizando, en una proporción creciente, operaciones de mercado abierto, y, por último, una decisiva participación de los inversores no residentes, en un contexto más amplio de reforma de su tributación y de creciente interdependencia de los mercados de valores europeos.

No obstante, esta distribución de los mercados españoles no es muy distinta de la que configuran los mercados comunitarios. Como ilustra el gráfico 4, en el conjunto de las bolsas comunitarias, la negociación de bonos es muy superior a la de acciones. En este sentido, la elevada concentración de la renta fija en España es muy semejante a la estructura que presentan los mercados de Dinamarca, Italia, Francia, Irlanda y Portugal. Asimismo, en este gráfico se aprecia que en todos los mercados de valores de la CE un porcentaje mayoritario de la negociación de renta fija —en torno al 85 %— corresponde a bonos públicos, a excepción de Luxemburgo, que se considera una plaza financiera muy atípica.

Por lo que se refiere a la estructura de negociación de la renta variable en la bolsa española, hay que apuntar que el fuerte sesgo hacia los valores nacionales también es compartido por el resto de las bolsas comunitarias. Éste no es el caso de la Bolsa de Londres, que ostenta una clara vocación internacional, y, en menor medida, de las de Bruselas y Luxemburgo, si bien estas dos últimas se sitúan en niveles absolutos poco relevantes.

(18) Esta distribución-cesión de deuda pública está desplazándose indirectamente mediante la comercialización de fondos de inversión promovidos por su propio grupo bancario.

En este sentido, el cuadro 6 muestra el tamaño de los mercados de valores comunitarios. La Bolsa de Madrid se sitúa en el sexto lugar, a una distancia apreciable de la de Londres, Frankfurt o París, y representa el 5 % de la capitalización comunitaria total. No obstante, en términos relativos, la bolsa española supone un 21 % del PIB, en unos niveles semejantes a otros países con sistemas financieros más amplios, como Francia y Alemania.

La baja capitalización bursátil del mercado madrileño es producto de la baja capitalización media de las empresas cotizadas, más que del pequeño número de sociedades admitidas, como ocurre en las plazas de Amsterdam o Milán, que tienen un tamaño semejante a la de Madrid.

Finalmente, los intermediarios financieros participaron activamente en el proceso de transformación de los mercados de valores y en el desarrollo de los nuevos productos y servicios de inversión. En particular, las *entidades de valores* estuvieron directamente afectadas por las transformaciones institucionales y técnicas operadas en los mercados de valores, al menos, en dos aspectos.

CUADRO 6

Estructura de capitalización bursátil
Bolsas comunitarias. Acciones nacionales

	Junio 1993		Capitalización bursátil/PIB (1992)	Capitalización bursátil por sociedad
	Millones de ecus	% s/total		
Londres	851.349	43,3	93,2	529
Bolsas alemanas	317.480	16,1	19,9	747
París	312.476	15,9	26,6	625
Amsterdam	129.781	6,6	57,2	525
Milán	115.935	5,9	10,1	539
Madrid	108.542	5,5	21,7	277
Bruselas	60.151	3,1	31,6	376
Copenhague	31.979	1,6	24,6	125
Luxemburgo	12.213	0,6	121,5	207
Dublín	11.147	0,6	23,6	214
Lisboa	8.459	0,4	11,1	91
Atenas	8.051	0,4	12,7	66
Total	1.967.563	100,0		

Fuentes: Bolsa de Madrid y Federación Europea de Bolsas de Valores.

En primer lugar, las sociedades y agencias participaron, de una forma creciente, en la intermediación y distribución de la deuda pública hacia la inversión colectiva y no residente. Como se aprecia en el cuadro 7, las posiciones activas y pasivas de deuda pública crecen progresivamente desde 1989 hasta septiembre de 1993, de forma que el crecimiento de 29 puntos porcentuales de la cartera de deuda en este período fue financiado con un avance de casi 32 puntos porcentuales de las cesiones temporales. La distribución de éstas fue, mayoritariamente, hacia instituciones financieras y fondos de inversión, y, en menor medida, hacia inversores no residentes.

En segundo lugar, se apreció un aumento de la competencia entre entidades de valores, que se ha manifestado de forma más directa en un descenso de las comisiones de intermediación en valores bursátiles. Este efecto se pudo intensificar a lo largo de 1992, como consecuencia de la liberalización plena respecto al establecimiento de entidades de valores —con un aumento del número de ellas— y de un descenso de la actividad bursátil, tanto en el volumen de contratación como en las cotizaciones. No obstante, este proceso parece estabilizarse a lo largo de 1993, dado el cambio en las condiciones monetarias y financieras.

El cuadro 7 refleja el sensible descenso del coste de la negociación, que pasa de casi un 0,6 por mil en 1990, hasta un 0,3 por mil en el tercer trimestre de 1993. Asimismo, se puede apreciar el sensible descenso de los beneficios en 1992, como resultado de la fuerte competencia entre entidades, comentada anteriormente, que se agravó por la caída de la actividad bursátil. Por el contrario, durante 1993, la evolución de los resultados es moderadamente creciente,

en un contexto más expansivo de los mercados de valores.

5. CONCLUSIONES

El desarrollo de los mercados de capitales españoles en los últimos años estuvo marcado por un proceso de transformación de sus estructuras y de su operativa, en un entorno internacional más amplio, de liberalización de las normativas y de globalización de los intermediarios y de sus actividades. En este contexto, algunas de las transformaciones estructurales que, en el período 1985-1993, supusieron un avance en los mercados de valores fueron el desarrollo y ampliación de nuevos instrumentos y mercados financieros —en particular, destaca el mercado de deuda pública anotada como el más amplio y líquido—, la profunda reforma de los procesos e instituciones de compensación y liquidación —tanto por lo que se refiere al mercado de deuda anotada como a los mercados de valores privados—, la capitalización de los intermediarios y la libertad de acceso a la condición de miembro de los mercados oficiales y no oficiales de valores —adelantándose, incluso, a la implantación Mercado Único—, y, finalmente la expansión de la inversión colectiva como vehículo de la titulación de los flujos financieros.

Estos avances no hubieran tenido lugar con tanta rapidez e intensidad en España sin el concurso de una serie de transformaciones técnicas, entre las que destacan la automatización de los procesos de contratación y cotización, la simplificación de los procedimientos de compensación y liquidación —básicamente, a través de la desmaterialización de los títulos físicos en anotaciones en cuenta—, la ampliación de los horarios de contratación y la interconexión de los centros de contratación —así como de los centros de liquidación internacionales—, y, por último, las innovaciones operativas de los mercados secundarios —como las transacciones con pacto de recompra, el préstamo de valores, las operaciones a plazo y las simultáneas—.

Respecto a los efectos de estas transformaciones sobre los emisores, inversores, intermediarios y órganos rectores, y sobre la evolución a lo largo de los últimos años de los mercados primarios y secundarios de valores, pueden obtenerse algunas conclusiones.

En primer lugar, el desarrollo institucional de los mercados de capitales —tanto de deuda como de acciones— permitió a las instituciones emitir valores a plazos más largos, si bien se observó una mayor estabilidad de la oferta de valores públicos, frente a un descenso de los valores privados, quizás éstos más influidos por el curso de actividad económica y condiciones monetarias y crediticias. Los avances operativos favorecieron una significativa expansión de la negociación de los mercados secundarios, lo que, unido

Sociedades y agencias de valores

	1989	1990	1991	1992	1993		
					MAR	JUN	SEP
PORCENTAJE							
BALANCE:							
Activo							
Total cartera deuda pública	46,5	64,9	58,0	70,7	76,7	75,5	74,7
<i>Adquisiciones temporales</i>	28,5	43,1	43,4	63,6	63,3	65,5	60,2
<i>Cartera en firme</i>	18,0	21,7	14,6	7,1	13,4	10,0	14,5
Valores privados	12,8	9,6	11,9	6,5	6,5	6,3	6,1
Sector exterior	—	0,1	0,9	1,7	1,6	1,4	1,4
Inmovilizado	3,4	3,5	3,7	2,1	1,9	1,6	1,6
Resto activo	37,3	21,9	25,5	19,0	13,3	15,1	16,2
Pasivo							
Cesiones temporales	30,5	44,6	46,3	64,0	64,7	62,3	64,5
<i>Instituciones financieras</i>	12,1	15,5	6,7	35,0	26,2	30,9	31,6
<i>Fondos de inversión</i>	2,1	11,0	28,7	22,4	28,2	21,1	22,7
<i>Otros sectores residentes</i>	16,2	18,1	10,9	6,6	10,3	10,3	10,2
Capital	32,8	30,4	29,7	17,3	16,7	14,9	14,5
Resto pasivo	36,7	25,1	24,0	18,7	18,6	22,7	20,9
PRO MEMORIA:							
Total balance (mm)	170	268	327	580	616	755	785
MILES DE MILLONES DE PESETAS							
CUENTA DE RESULTADOS:							
Margen ordinario	—	49	63	48	16	19	21
Resultado después de impuestos	—	10	14	2	5	8	99
PRO MEMORIA:							
Tramitación y ejecución de órdenes miembros de Bolsa [1]	—	26	30	20	5	6	7
Coste de negociación [2] (%)	—	0,52	0,56	0,35	0,31	0,33	0,34

Fuentes: Comisión Nacional del Mercado de Valores y Banco de España.

[2] = [1] / Contratación bursátil total.

a la estabilidad del mercado de emisiones, favoreció los niveles de liquidez y profundidad de los valores negociables.

En segundo lugar, la demanda de valores estuvo marcada por la política monetaria restrictiva, instrumentada a lo largo de todo el período, y por la estabilidad del tipo de cambio, lo que se tradujo en unas mayores colocaciones de valores de renta fija, en detrimento de los de renta variable. Los avances en la liquidez, agilidad y profundidad de los mercados de valores rompieron la tendencia histórica hacia el corto plazo, en favor de los valores a medio y largo plazo. A ello contribuyeron, asimismo, los descensos y las expectativas bajistas de tipos de interés entre enero 1991 y agosto 1993 —con las excepciones de los episodios de turbulencia cambiaria y monetaria—.

Por instituciones, resulta destacable el comportamiento del sector no residente, que incrementó sensiblemente sus carteras de valores españoles, más concentradas en instrumentos de renta fija. El sector de familias y empresas, por su parte, desplazó sus te-

nencias de valores negociables hacia participaciones de fondos de inversión, en cuantías muy significativas a partir de 1991, como resultado de unas condiciones fiscales favorables y de una comercialización masiva de bancos y cajas, en un marco de renovada competencia bancaria en este segmento de la inversión colectiva.

En tercer lugar, los mercados secundarios experimentaron un avance espectacular de sus negociaciones, con un desplazamiento significativo hacia los valores a largo plazo, frente a los de corto plazo; en particular, se apreció una fuerte concentración en bonos y obligaciones del Estado. Esta circunstancia es el resultado de la mayor amplitud y profundidad del mercado de deuda anotada. Los mercados derivados oficiales, por su parte, fueron los de mayor crecimiento, en términos relativos, desde su creación en 1989. Probablemente, este comportamiento no fue ajeno a los episodios recientes de inestabilidad monetaria y cambiaria y a la creciente participación de la inversión colectiva, resultado de su liberalización como agentes inversores.

Respecto a los mercados de valores privados, hay que destacar el efecto positivo de la reforma de las bolsas y, en el período reciente, los grandes avances en la transparencia y en la difusión de información, y en la liquidación y compensación de valores. No obstante, el curso de la actividad económica y la reciente coyuntura recesiva de las empresas no financieras, unidos a la tradicional reticencia del empresario español a cotizar en las bolsas, no han inducido el establecimiento de una masa crítica suficiente para iniciar un despegue comparable al de los mercados de deuda.

Por último, la competencia creciente en el ámbito de las entidades de valores —sociedades y agencias— se tradujo en un descenso de las comisiones de intermediación —especialmente relevante en transacciones mayoristas de deuda pública anotada y de acciones cotizadas—, lo que se tradujo, en un primer momento, en una caída de los ingresos por mediación, que, sin embargo, pudo ser compensada con la participación en otros mercados emergentes y en otras actividades relacionadas con industria de valores, como el depósito y la custodia, la comercialización de fondos de inversión, el aseguramiento de emisiones y el asesoramiento financiero.

Ante el panorama aquí descrito, y a la vista de la regulación comunitaria reciente sobre los mercados y entidades de valores, a continuación se desarrollan algunas perspectivas sobre el futuro de los mercados de valores españoles.

Parece previsible que se intensifique la competencia entre los intermediarios financieros, lo que redundaría en beneficio de los emisores e inversores —principalmente, institucionales y no residentes—, a través de una reducción de los costes de intermediación y de una mejora en la prestación de los servicios de inversión y financiación.

Esta competencia podría tener lugar a través de una doble vía. Por un lado, como resultado de la libertad de acceso de *entidades de crédito* a la condición de miembro en los mercados organizados, si bien la competencia añadida podría ser moderada, ya que ésta se desarrolló ya con cierta intensidad a partir de julio de 1989, a través de las entidades de valores participadas por bancos y cajas de ahorros. Por otro lado, como consecuencia de la libertad de establecimiento y de prestación de servicios de inversión transfronterizos a aquellas *entidades autorizadas de la CE* —de crédito o de valores—.

En lo que se refiere a los emisores e inversores domésticos, es probable que el nuevo contexto normativo comunitario tenga un impacto adicional limitado, ya que el proceso de liberalización de movimientos de capitales desarrollado en España —con carácter pleno a partir de febrero de 1992— afectó totalmente a las operaciones de inversión y financiación con valores negociables. En este sentido, no obstan-

te, sí parece factible una mayor convergencia de las prácticas comunitarias, por lo que se refiere a procedimientos de emisión y colocación, de forma que la armonización de estas prácticas —unida al mayor desarrollo de los mercados de renta fija— impulse nuevos servicios de inversión —por ejemplo, de calificación y de aseguramiento de valores—.

Por otra parte, no parece previsible que se llegue, a corto plazo, a la constitución de un mercado europeo de valores único —en el sentido estricto del término—. Más bien habrá una profunda armonización y homologación de los distintos intermediarios, emisores, inversores, prácticas y operativas comunitarias dispersas en torno a un sistema integrado de mercados de valores nacionales existentes.

Es clara, sin embargo, la tendencia hacia la concentración de operaciones en un número reducido de plazas financieras —en particular, por lo que se refiere a las transacciones mayoristas de intervención monetaria con operaciones de mercado abierto—. Con todo, el resto de los centros financieros podría mantener una cierta importancia respecto de la distribución y comercialización minorista de los valores negociables, al tiempo que gozará de ciertas ventajas comparativas en torno al acceso y difusión de la información de los emisores e inversores de su área de influencia. Por ello, las plazas financieras con vocación minorista no deberían ser muy vulnerables a la competencia internacional, en el caso de que concentrasen sus esfuerzos en la especialización de este tipo de actividades.

Por último, parece previsible que la actividad, en el conjunto del sistema integrado de mercados de valores comunitarios, esté mayoritariamente concentrada en instrumentos de renta fija, y, de ellos, principalmente, en valores públicos.

22.11.1993.

A N E J O

NORMATIVA COMUNITARIA

A) Mercados de valores

* *Recomendación de la Comisión 77/534/CEE, de 25 de julio de 1977, por la que se establece un código de conducta europeo relativo a las transacciones referentes a valores mobiliarios.*

1. *Directiva del Consejo 79/279/CEE, de 25 de marzo de 1979, sobre coordinación de las condiciones de admisión de valores mobiliarios y a cotización en una bolsa de valores.*
2. *Directiva del Consejo 80/390/CEE, de 27 de marzo de 1980, sobre la coordinación de las*

condiciones de elaboración, control y difusión del prospecto que se publicará para la admisión de valores mobiliarios a la cotización oficial en una bolsa de valores.

3. *Directiva del Consejo 82/121/CEE, de 15 de febrero de 1982*, relativa a la información periódica que deben publicar las sociedades cuyas acciones sean admitidas a cotización oficial en una bolsa de valores.
4. *Directiva del Consejo 82/148/CEE, de 3 de marzo de 1982*, por la que se modifican la Directiva 79/279/CEE, sobre coordinación de las condiciones de admisión de valores mobiliarios a cotización oficial en una bolsa de valores, y la Directiva 80/390/CEE, sobre coordinación de las condiciones de elaboración, control y difusión del prospecto que se publicará para la admisión de valores mobiliarios a cotización oficial en una bolsa de valores.
5. *Directiva del Consejo 87/345/CEE, de 22 de junio de 1987*, por la que se modifica la Directiva 80/390/CEE, sobre la coordinación de las condiciones de elaboración, control y difusión del folleto que se publicará para la admisión a cotización oficial en una bolsa de valores.
6. *Directiva del Consejo 88/627/CEE, de 12 de diciembre de 1988*, sobre las informaciones que han de publicarse en el momento de la adquisición y de la cesión de una participación importante en una sociedad cotizada en bolsa.
7. *Directiva del Consejo 89/298/CEE, de 17 de abril de 1989*, por la que se coordinan las condiciones de la elaboración, control y difusión del folleto que debe publicarse en caso de oferta pública de valores negociables.
8. *Directiva del Consejo 89/592/CEE, de 13 de noviembre de 1989*, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada.
9. *Directiva del Consejo 90/211/CEE, de 23 de abril de 1990*, por la que se modifica la directiva 80/390/CEE en lo referente al reconocimiento mutuo de los folletos de oferta pública con arreglo al folleto para la admisión a negociación oficial en bolsa.
10. *Directiva del Consejo 93/6/CEE, de 15 de marzo de 1993*, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito.
11. *Directiva del Consejo 93/22/CEE, de 10 de mayo de 1993*, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables.

B) Instituciones de inversión colectiva

- * *Recomendación del Consejo 85/612/CEE, de 20 de diciembre de 1985*, relativa al segundo párrafo del apartado 1 del artículo 25 de la Directiva 85/611/CEE.
- 1. *Directiva del Consejo 85/611/CEE, de 20 de diciembre de 1985*, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM).
- 2. *Directiva del Consejo 88/220/CEE, de 22 de marzo de 1988*, que modifica la Directiva 85/611/CEE, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), en lo relativo a la política de inversión de determinados OICVM.

PROPUESTAS Y DICTÁMENES COMUNITARIOS

A) Mercados de valores

- Propuesta modificada de decimotercera directiva del Consejo en materia de derecho de sociedades, relativa a las ofertas públicas de adquisición. Documento COM (90) 416 final.
- Dictamen del Comité Económico y Social, sobre la propuesta modificada de decimotercera directiva del Consejo en materia de derecho de sociedades, relativa a las ofertas públicas de adquisición. Documento CES (91) 277.
- Propuesta de directiva del Consejo, por la que se modifica la Directiva 80/390/CEE, sobre la coordinación de las condiciones de elaboración, control y difusión del prospecto que se publicará para la admisión de valores mobiliarios a la cotización oficial en una bolsa de valores. Documento COM (92) 566 final.
- Dictamen del Comité Económico y Social, sobre la propuesta de directiva del Consejo, por la que se modifica la Directiva 80/390/CEE, sobre la coordinación de las condiciones de elaboración, control y difusión del prospecto que se publicará para la admisión de valores mobiliarios a la cotización oficial en una bolsa de valores. Documento CES (93) 474.
- Propuesta de directiva del Consejo, por la que se lleva a cabo la modificación de las Directivas 77/780/CEE y 89/646/CEE, relativas a las entidades de crédito; las Directivas 73/239/CEE y

92/49/CEE, relativas al seguro directo distinto del seguro de vida; las Directivas 79/267/CEE y 92/96/CEE, relativas al seguro directo de vida, y la Directiva 93/22/CEE, relativa a las empresas de inversión, con objeto de reforzar la supervisión de las entidades de crédito.

B) Instituciones de inversión colectiva

- Propuesta de directiva del Consejo, que modifica la Directiva 85/611/CEE, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM). Documento COM (93) 37 final.
- Dictamen del Comité Económico y Social, sobre la propuesta de directiva del Consejo, que modifica la Directiva 85/611/CEE.

C) Fondos de pensiones

- Propuesta de directiva del Consejo, relativa a la libertad de gestión e inversión de los fondos de los organismos de previsión para la jubilación. Documento COM (91) 30 final.
- Propuesta modificada de directiva del Consejo, relativa a la libertad de gestión e inversión de los fondos de los organismos de previsión para la jubilación. Documento COM (93) 237 final.

BIBLIOGRAFÍA

- GALMÉS, S. (1993). *Inversiones en bolsa de no residentes*. Boletín económico, Banco de España, marzo.
- GARCÍA-VAQUERO, V., y GUTIÉRREZ, F. (1990). *Evolución reciente del mercado bursátil: desarrollo y resultados de la reforma*. Boletín económico, Banco de España, marzo.
- GARCÍA-VAQUERO, V. (1992). *Evolución reciente de la bolsa española: 1990-1992*. Boletín económico, Banco de España, noviembre.
- QUIRÓS, G. (1993). *Características de la inversión y la operativa de no residentes en el mercado español de bonos y obligaciones*. Boletín económico, Banco de España, julio-agosto.
- PÉREZ, J. (1992). *Implicaciones estructurales de los acuerdos de Maastricht para los mercados e instituciones financieras españolas*. ICE, n. 703, marzo.
- SANTILLÁN, J. (1993). *La inversión exterior en los mercados de deuda pública: el caso español*. Boletín económico, Banco de España, mayo.

El mercado de bonos matador

Este artículo ha sido elaborado por Juan Carlos Caballero, del Servicio de Estudios.

1. INTRODUCCIÓN

Los valores de renta fija emitidos en pesetas por agentes no residentes, conocidos en el ámbito financiero como «bonos matador», constituyen un segmento particularmente dinámico de los mercados de renta fija a largo plazo en pesetas, desde su aparición en 1987.

Los inversores en bonos matador han sido, básicamente, agentes no residentes. Esto ha respondido, sin duda, a la confluencia de un conjunto de factores, tales como la alta rentabilidad de los activos denominados en pesetas durante la mayor parte del período, la escasez —hasta 1991— de valores alternativos a largo plazo denominados en pesetas, el favorable trato fiscal y la elevada solvencia de los emisores.

Cabe esperar que el crecimiento del mercado de bonos matador se mantenga en el futuro, estimulado por la plena liberalización de sus emisiones y por la creciente integración de los mercados de capitales internacionales. No obstante, la mayor competencia de otros activos similares denominados en pesetas constituirá, sin duda, un factor de moderación en su desarrollo.

En este artículo se realiza una breve descripción del mercado de bonos matador, presentando, en primer lugar, la evolución de la legislación a la que ha estado sujeto. Posteriormente, se describen las características del mercado y de los participantes en el mismo. Se realiza también una comparación de estos títulos con valores alternativos denominados tanto en pesetas como en otras monedas.

2. REGULACIÓN DE LAS EMISIONES DE BONOS MATADOR

La Orden Ministerial de 3 de febrero de 1987 autorizó por primera vez la emisión, negociación y cotización en España de valores denominados en pesetas emitidos por organismos internacionales de los que España fuera miembro. No obstante, dichas emisiones quedaron sometidas al requisito de autorización previa por parte de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera. Posteriormente, en 1989, la Orden Ministerial de 14 de noviembre, aunque mantuvo el sistema de autorización previa, amplió el número de posibles emisores a todos los organismos internacionales y a los estados extranjeros, agencias e instituciones que emitiesen con garantía expresa de estos. Finalmente, en 1992, con el fin de adaptar la regulación de este tipo de emisiones al nuevo contexto liberalizador definido tras la promulgación del Real Decreto 1816/1991, se publicaron dos nuevas normas, que supusieron la plena liberalización de este mercado. Así, en el mes de julio, el Real Decreto 672/92 declaró libres las emisiones y colocaciones de valores efectuadas en España por cualquier no residente; y, posteriormente, la Orden Ministerial de 18 de diciembre de 1992 suprimió el requisito de autorización previa,

sometiendo estas emisiones a la normativa general sobre emisiones de valores. No obstante, a efectos meramente estadísticos, se estableció la obligación, por parte de los no residentes, de comunicar, con carácter previo, al Ministerio de Economía y Hacienda todas las emisiones de valores en pesetas.

3. CARACTERÍSTICAS DEL MERCADO DE BONOS MATADOR

Los bonos matador son títulos de renta fija denominados en pesetas, emitidos en España por prestatarios extranjeros. Son bonos al portador, normalmente con un cupón anual y con un plazo de vencimiento que oscila entre cuatro y diez años. El procedimiento de emisión de este tipo de valores es equivalente al de los créditos sindicados. El prestatario-emisor encarga a una entidad (banco agente) la organización de la emisión del papel y su colocación. Para ello, el banco agente constituye un sindicato de aseguradores, compuesto por diferentes bancos comerciales, los cuales se comprometen a asegurar al prestatario la disponibilidad de fondos durante el plazo establecido mediante la compra del papel que no se haya vendido o colocado entre los inversores en el mercado abierto. Tanto el banco agente como los miembros del sindicato han de ser entidades residentes. Estas emisio-

nes se han caracterizado por presentar una elevada transparencia, que resulta del funcionamiento del denominado «mercado gris», y que consiste en que los intermediarios, una vez conocidas las características básicas de la emisión, tales como tipo de interés nominal y vencimiento, inician el proceso de negociación con anterioridad a la emisión efectiva de los títulos, lo que permite que los precios se formen de manera eficiente.

En cuanto a su negociación y liquidación, hasta 1991 ambas se realizaban a través de los sistemas europeos de compensación, Euroclear y Cedel. Posteriormente, tras la puesta en funcionamiento del Mercado Mayorista de Renta Fija con la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF), en agosto de 1991, comenzó su negociación en España de forma organizada.

La mayor parte de los *emisores* de este tipo de valores, dadas las limitaciones legales que han existido para el acceso al mercado español, ha presentado, en términos generales, un elevado *rating* en materia crediticia. Se observa una importante concentración en tres emisores principales: el Banco Europeo de Inversiones, Eurofima y el Banco Mundial, los cuales representan en torno al 60 % del volumen total del mercado (véase cuadro 1).

CUADRO 1

Emisión de bonos matador. 1987-1993 (octubre)

	Número de emisiones	Cantidad emitida (mm)
I. EMISORES AUTORIZADOS SEGÚN NORMATIVA DE 1987 (a):		
Banco Europeo de Inversiones (Aaa)	25	447,5
Eurofima (Aaa)	14	160
Banco Mundial (Aaa)	14	151
Consejo de Europa (Aa1)	8	95
Corporación Financiera Internacional (Aaa)	7	66,3
Comunidad Europea del Carbón y el Acero (Aaa)	2	30
Comunidad Económica Europea (Aaa)	2	25
Banco Africano de Desarrollo (Aa1)	1	10
Total	72	984,8
II. EMISORES AUTORIZADOS SEGÚN NORMATIVA DE 1989 (a):		
Nordic Investment Bank (Aaa)	4	32,5
Banco Interamericano de Desarrollo (Aaa)	3	30
Reino de Dinamarca (Aa1)	2	25
República de Irlanda (Aa3)	2	20
Banco Nacional de Comercio Exterior, SNC (Ba2)	2	20
Kreditanstalt für Wiederaufbau (Aaa)	2	20
Reino de Suecia (Aaa)	1	20
República de Austria (Aaa)	1	15
De Nationale Investerings Bank (Aa3)	1	10
LKB Baden Württemberg Finance	1	10
Crédit Local de France (Aaa)	1	10
Société Nat. Chemins Fer (Aaa)	1	10
Banco Central de Grecia (Baa1)	1	10
Electricité de France (Aaa)	1	10
Estados Unidos Mexicanos (Ba2)	1	10
Swedish Export Credit (Aa1)	1	10
Japan Development Bank (Aaa)	1	10
Nacional Financiera, SNC (Ba2)	1	10
Deutsche S. Landrentenbank (Aaa)	1	10
Total	26	292,5
TOTAL (I + II)	98	1.287,3

Fuentes: Banco de España y AIAF.

(a) Entre paréntesis figura la calificación asignada por la agencia Moody's.

Dichos emisores se caracterizan por presentar habitualmente elevadas necesidades de financiación, derivadas del tipo de actividad que desarrollan. Las emisiones de estos activos se han instrumentado, con mucha frecuencia, mediante *swaps* de divisas con empresas residentes. Estas operaciones, que han consistido en el acuerdo entre ambas partes para intercambiar una determinada cantidad de moneda y revertir la operación a un plazo prefijado, permitía, tanto al emisor no residente, como a la contrapartida residente, aprovechar las oportunidades de arbitraje entre los respectivos mercados domésticos, derivadas de las ventajas diferenciales de cada uno de ellos. En efecto, de esta manera, la empresa española, que actuaba de contrapartida en la operación *swap*, obtenía recursos en pesetas a un coste sensiblemente inferior al que resultaba de acudir directamente al mercado monetario español, al aprovechar las mejores condiciones que en este podían obtener ciertas entidades no residentes. Paralelamente, el emisor-prestatarario no residente obtenía de la contrapartida residente fondos en moneda extranjera para sus operaciones de préstamo a un tipo de interés más favorable del que hubiera resultado en el caso de que los propios agentes no residentes emitieran directamente bonos a medio y largo plazo en los mercados exteriores. Además, mediante el intercambio de la deuda entre ambas partes, la financiación quedaba cubierta del riesgo de cambio.

Hay que señalar que estas operaciones, aunque implicaban la toma de importantes volúmenes de pasivos en moneda extranjera por parte de las entidades residentes, no computaban a efectos de los límites vigentes sobre la asunción de posiciones deudoras de divisas, según la legislación vigente hasta septiembre de 1992.

Como se observa en el cuadro 2, el mercado primario de bonos matador ha presentado un gran dinamismo desde su nacimiento, aunque se observa cierta estabilización a partir de 1989. Los mayores volúmenes de emisión se concentraron en 1991 y la primera mitad de 1992, períodos de evolución a la baja de los tipos de interés españoles. Sin embargo, en la segunda mitad de 1992, coincidiendo con la fuerte inestabilidad cambiaria de la peseta, no se realizaron emisiones de estas características.

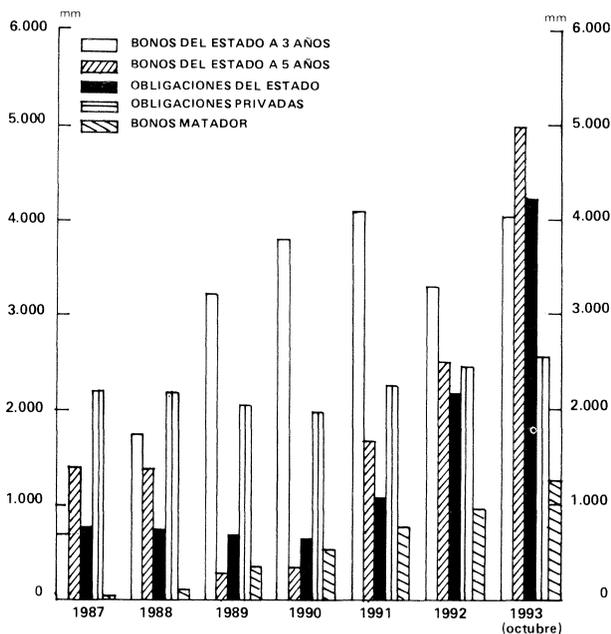
En relación con los *inversores* en bonos matador, estos son, en su mayor parte, no residentes (se estima que en abril de 1993 estos poseían, aproximadamente, el 85 % del saldo vivo). Esto se encuentra vinculado, sin duda, a la creciente internacionalización de la economía española, así como a la mayor preferencia de los inversores extranjeros por activos denominados en pesetas, en un contexto de altos tipos de interés y de arraigadas expectativas de estabilidad del tipo de cambio de la divisa española, como las preva-

lencias desde el inicio en el desarrollo de este mercado hasta mediados de 1992. Asimismo, desde el punto de vista del no residente, hasta 1991 existían claras ventajas fiscales en la inversión en bonos matador, respecto a la inversión en títulos alternativos en pesetas a largo plazo, ante la ausencia de retención fiscal en España. Además, hay que señalar que, prácticamente, hasta 1991 (véase gráfico 1) los bonos matador fueron los únicos valores de renta fija a largo plazo en pesetas emitidos por entidades no residentes de prestigio reconocido, dada la práctica ausencia de emisiones de eurobonos en pesetas, prohibidas hasta 1989, y, desde entonces, realizadas en contadas ocasiones y por volúmenes muy modestos.

El espectro de inversores residentes en el segmento de bonos matador se reduce a inversores institucionales (compañías de seguros, fondos de inversión, etc.), que tratan, mediante este tipo de inversión, de alargar el vencimiento medio de sus carteras y, a la vez, de dotarlas de títulos de alta solvencia. En este sentido, la demanda de bonos matador por parte de residentes individuales ha sido muy escasa, como consecuencia, fundamentalmente, de un tratamiento fiscal menos favorable que el recibido por títulos alternativos, como, por ejemplo, las letras del Tesoro. Asimismo, este resultado ha podido estar determinado por la mayor preferencia de los inversores por el corto plazo, así como por la menor sensibilidad al nivel de solvencia del emisor.

GRÁFICO 1

Títulos de renta fija a largo plazo en pesetas Saldos vivos



Fuente: Banco de España.

Emisiones netas de bonos matador: importes y tipos de interés a la emisión (a)

	1987		1988		1989		1990		1991		1992		1993	
	Importe (mm)	Tipos de interés (%)												
Enero			8,3	12,65	10	11,34	15	13,10	15	13,10	10	13,00	-8,3	
Febrero					40	11,22	10	13,45	30	13,67	40	10,12	30	11,97
Marzo			10	12	20	11,52	15	13,50	15	13,17	37,5	9,91	35	11,19
Abril							25	13,83	8	12,92	10	10,37	25	12,19
Mayo					30	12,11	6	11,38	20	12,08	10	10,33		
Junio					35	12,06	20	13,90	10	11,44	45	10,33	40	10,96
Julio					15	11,93	30	13,51	35	11,09	15	11,04	60	10,08
Agosto	10	12,5			30	11,69	10	13,27	15	10,95			20	11,08
Septiembre	10	12,25	20	10,57	15	11,46			10	14,25			40	8,30
Octubre			35	10,44	10	11,01	10	14,06	70	10,72			25	9,29
Noviembre	10	12,38			25	11,15	10	13,39	40	10,83				
Diciembre			12,5	11,4	10	12,32	35	13,01						
Total anual	30		85,5		240		186		268		167,5		266,7	
Saldo vivo	30		115,8		355,8		541,8		809,8		977,3		1.244	

Fuente: Banco de España.

(a) El tipo de interés de cada mes se calcula como una media ponderada por los importes emitidos de los tipos de interés de las emisiones realizadas en dicho mes.

4. CARACTERÍSTICAS DIFERENCIALES DE LOS BONOS MATADOR FRENTE A TÍTULOS DE CARACTERÍSTICAS SIMILARES DENOMINADOS EN PESETAS

En este epígrafe se trata de establecer las similitudes y diferencias entre los bonos matador y otros valores de renta fija denominados en pesetas, que, por sus características en cuanto a período de vencimiento, solvencia del emisor, fiscalidad aplicable y funcionamiento de los mercados correspondientes, pueden constituir instrumentos competidores en la captación de ahorro exterior. Hasta el momento de la liberalización total de las emisiones de bonos matador (diciembre de 1992), las propias características de los emisores autorizados (de elevado *rating* crediticio) y el predominio de los valores públicos en los mercados de renta fija españoles hacen que la comparación más relevante deba efectuarse entre bonos matador, por una parte, y bonos y obligaciones del Estado, por otra. A partir de diciembre de 1992, sin embargo, la comparación con los títulos de renta fija privada puede adquirir una mayor relevancia.

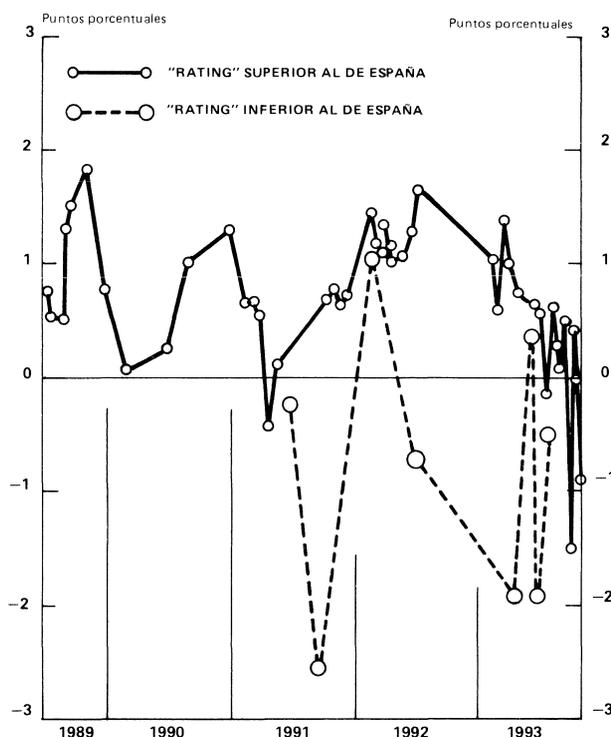
Como se observa en el gráfico 1, el saldo vivo de bonos matador ha experimentado un crecimiento ininterrumpido desde 1987, aunque en absoluto comparable con el registrado por el saldo vivo de deuda pública a medio y largo plazo. No obstante, debe señalarse que, en relación con este último saldo, se pueden distinguir dos períodos claramente diferenciados, en lo referente a la composición por vencimientos. En el primer período, que abarca hasta 1990, la actividad emisora fue escasa en los plazos más largos, concentrándose, principalmente, en los bonos a tres años. Sin embargo, a partir de 1991, el saldo vivo de deuda pública registró un fuerte aumento, fruto del espectacular crecimiento de las obligaciones a diez años y de los bonos a cinco, aproximándose a las características de emisión de los bonos matador. En todo caso, a lo largo de este período, el saldo vivo de los bonos matador solo supera al correspondiente a uno de los segmentos del mercado de deuda pública (el de los cinco años) en 1989 y 1990.

En cuanto a los tipos de interés de emisión, como se observa en el gráfico 2, los diferenciales entre ambos tipos de valores se han encontrado muy vinculados al nivel de calificación crediticia del emisor. Así, las entidades con *rating* superior al del Reino de España han emitido, generalmente, a tipos inferiores a los de la deuda pública a plazo similar, mientras que los emisores, con *rating* inferior, lo han hecho a tipos superiores (1). En este sentido, cabe esperar que, en un futuro próximo, al igual que ha ocurrido en otros países, la entrada en el mercado de emisores privados con menor nivel de solvencia pueda invertir esta

(1) Paradójicamente, hasta el momento no ha habido emisiones con un *rating* igual al del Reino de España.

GRÁFICO 2

Renta fija a largo plazo en pesetas Mercado primario. Rendimiento de bonos a cinco años menos rendimiento de bonos matador



Fuente: Banco de España.

situación, colocándose los tipos de emisión de bonos matador por encima de los relativos a la deuda pública.

Un tercer aspecto diferencial entre ambos tipos de valores es la regularidad que presentan las emisiones de deuda pública, frente a las de bonos matador, lo que permite un mayor ajuste de los tipos de emisión de las primeras a las condiciones del mercado; en el caso de los bonos matador, la estrecha vinculación de sus emisiones a situaciones coyunturales muy específicas (favorables, según el criterio del emisor) determina una mayor variabilidad en las rentabilidades ofrecidas.

Por lo que se refiere al mercado secundario, hay que señalar que el tamaño relativo del mercado de bonos matador es, en comparación con el de deuda anotada, muy pequeño (las cifras de negociación de bonos matador apenas representan un dos por mil del mercado de deuda pública en anotaciones). No obstante, el mercado de bonos matador se ha consolidado como un segmento fundamental del mercado AIAF a largo plazo: en 1991, la negociación de estos títulos supuso más del 90 % del volumen total negociado, tras cuatro años de aumento ininterrumpido en su saldo vivo, frente a la práctica paralización en las emisiones de obligaciones privadas. Sin embargo, en 1992 y en la parte transcurrida de 1993, este porcen-

CUADRO 3

Mercado secundario de renta fija a largo plazo
Importes negociados
Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF)

	1991	1992	1993	
			ENE-SEP	
Bonos matador	195	211	283	
Cédulas hipotecarias	5	61	222	
Obligaciones privadas	15	221	321	
Total	215	493	826	

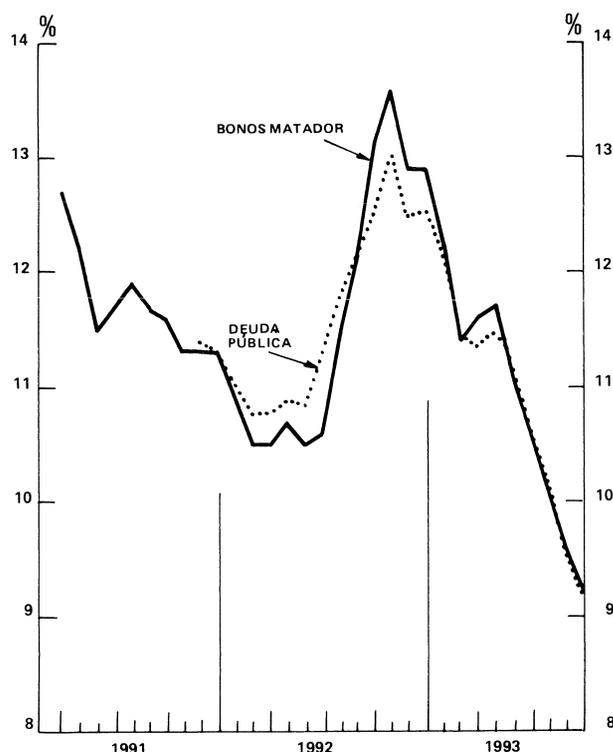
Fuente: Banco de España.

taje se ha reducido considerablemente (véase cuadro 3), como consecuencia del aumento en la negociación de obligaciones privadas.

En el gráfico 3 se recoge la evolución de los rendimientos de los bonos matador y de los títulos de deuda pública en sus respectivos mercados secundarios, desde 1991 hasta la actualidad. Como se observa en dicho gráfico, durante 1991 y la primera mitad de 1992, el rendimiento de los bonos matador se situó por debajo del correspondiente a la deuda pública, lo que podría reflejar los menores tipos de emisión de aquellos y el contexto de expectativas de estabilidad del tipo de cambio de la peseta. Por el contrario, en la segunda mitad de 1992 y durante el primer trimestre de 1993, los rendimientos asociados a ambos tipos de inversiones mantuvieron un perfil similar, si bien los relativos a los bonos matador superaron a los de la deuda pública. Este comportamiento se podría deber a la mayor sensibilidad de los inversores no residentes (que, en definitiva, representan una proporción más elevada entre los tenedores de bonos matador que entre los de deuda pública) al riesgo de cambio asociado a la moneda española, lo que, en períodos de inestabilidad cambiaría, les llevaría a exigir rentabilidades superiores.

GRÁFICO 3

Renta fija a largo plazo en pesetas
Mercado secundario. Rendimiento (a)



Fuente: Banco de España.

(a) Bonos matador: operaciones a más de seis años. Deuda pública: operaciones a diez años.

5. TÍTULOS SIMILARES A LOS BONOS MATADOR EMITIDOS EN OTRAS MONEDAS

En la mayoría de los países desarrollados se han emitido bonos denominados en sus respectivas monedas, por prestatarios no residentes (2). Como se

(2) Bonos Yankee, los denominados en dólares; Samurai, los expresados en yenes; Bulldog, los denominados en libras esterlinas, etc.

CUADRO 4

Emisiones de títulos similares a los bonos matador en otras monedas

	miles de millones de dólares				
	1990	1991	1992	ENE-AGO	
				1992	1993
Dólar USA	9,9	14,4	23,2	15,3	26,5
Franco suizo	23,2	20,2	18,1	8,2	16,8
Yen	7,9	5,2	7,4	2,4	10,0
Franco luxemburgués	4,4	5,5	5,5	3,9	2,9
Peseta	1,7	2,7	1,6	1,6	1,9
Escudo portugués	0,3	0,7	0,3	0,3	0,3
Florín holandés	0,6	0,1	0,2	—	0,9
Libra esterlina	0,3	0,1	—	—	—
Otras	1,5	1,7	1,3	1,2	0,6
Total	49,8	50,6	57,6	32,9	59,9

Fuente: OCDE.

CUADRO 5

**Títulos similares a los bonos matador
denominados en otras monedas
Saldo vivos**

miles de millones de dólares

	1987	1992
Marco alemán (a)	102,2	173,1
Dólar USA	55,1	104,0
Franco suizo	80,3	80,7
Yen	40,2	52,2
Franco belga	8,6	19,6
Peseta	0,3	8,5
Florín holandés	11,9	7,4
Libra esterlina	6,5	6,1
Franco francés	3,1	5,7
Chelín austriaco	0,8	2,4
Lira italiana	1,8	1,9
Escudo portugués	—	1,4

Fuente: Salomon Brothers.

(a) Se refiere al total de emisiones internacionales.

observa en el cuadro 4, el destino principal de estas emisiones, en el período 1990-1993, ha sido el mercado suizo. Por lo que se refiere a la evolución más reciente, se aprecia una importante recuperación de las emisiones en los mercados norteamericano y japonés, y un nuevo avance en el mercado suizo. En los dos primeros casos, como consecuencia de los bajos niveles en los tipos de interés de la emisión y de una evolución de las divisas implicadas —dólar y yen— más estable que la registrada por las monedas integrantes del SME. En el de las emisiones en francos suizos, fruto de una serie de reformas, que ha facilitado el acceso de las emisiones de no residentes a este mercado.

El volumen de emisiones de bonos matador se encuentra, en cuanto a su importancia relativa, en un punto intermedio entre las emisiones reflejadas en el cuadro. Con todo, cabe señalar la atonía registrada por este tipo de emisiones en 1992 y en parte de 1993, que es común a la ocurrida en el resto de las denominadas en otras monedas integrantes del SME y en la libra esterlina. Por último, como se observa en el cuadro 5, debe señalarse que, a lo largo de este período, el saldo vivo de bonos matador ha continuado ganando importancia, pese a su relativa novedad y al reducido número de emisiones autorizadas hasta diciembre de 1992. De esta forma, su saldo vivo representaba, a finales de 1992, aproximadamente, un 3 % del saldo vivo total asociado a las emisiones en distintas divisas (3).

12.11.1993.

(3) Una vez descontadas las emisiones en marcos, porque solo se dispone de información relativa al total de emisiones efectuadas por no residentes.

Un sistema de determinación de los tipos de interés de liquidación de los FRA

Este artículo ha sido elaborado por Soledad Núñez, de la Oficina de Operaciones.

1. INTRODUCCIÓN

Los FRA (acuerdos sobre tipos de interés futuro) son operaciones a plazo y, como tales, consisten en la firma de un contrato entre un comprador y un vendedor para intercambiar, en una fecha futura, un activo financiero a un precio o a un tipo de interés fijado hoy. Los FRA poseen dos características fundamentales (1):

- a) El activo financiero negociado es un depósito interbancario a un determinado plazo (generalmente, de uno a doce meses).
- b) Llegada la fecha futura (2), no se formaliza el depósito interbancario, sino que se liquida el contrato, pagando la diferencia que arroje el principal negociado por el tipo de interés pactado con el mismo principal por el tipo de interés vigente en el mercado interbancario de depósitos, ese día.

Este sistema de liquidación ofrece numerosas ventajas, pero presenta, como principal inconveniente, la dificultad de precisar, en el momento de la firma del acuerdo, el tipo de interés que se tomará como representativo del mercado el día del vencimiento del contrato. A dicho tipo se le denomina *tipo de interés de liquidación* de las operaciones FRA.

En la actualidad, el mercado español de FRA se caracteriza por ser un mercado descentralizado, tanto en su negociación como en su liquidación, si bien en el segmento mayorista está marcadamente mediado por *brokers* especializados. La operativa se realiza de acuerdo con un contrato marco, denominado FRACEMM (3), determinándose diariamente tipos de liquidación para doce plazos (de uno a doce meses). En cada uno de estos doce plazos, dicho tipo se calcula como el medio resultante de las cotizaciones de un conjunto de veinte entidades, prescindiéndose de las cotizaciones extremas. Los tipos de liquidación resultantes se utilizan, no solo en la liquidación de los FRA, sino también en la liquidación de SWAPS y futuros sobre el MIBOR. Además, el tipo medio de oferta resultante se usa frecuentemente como tipo de referencia del MIBOR; de ahí la importancia de contar con un sistema que garantice que el tipo de interés resultante es un buen estimador de los tipos vigentes en el mercado.

(1) Una descripción más detallada del mercado de FRA puede encontrarse en el Documento de Trabajo n.º 9211, del Servicio de Estudios del Banco de España: *FRAS, futuros y opciones sobre el MIBOR*, de Soledad Núñez.

(2) Denominada fecha de inicio de la operación FRA.

(3) En dicho contrato marco, se establecen de forma estandarizada todos los términos del contrato, excepto tipo de interés, plazo y principal del depósito interbancario y la fecha de vencimiento del contrato, términos todos ellos que se negocian entre comprador y vendedor.

La importancia adquirida por el mercado de FRA, tanto por los importes cruzados como por la posición abierta a que dan lugar, ha aconsejado que las operaciones realizadas en dicho mercado pasen a ser registradas y liquidadas a través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero (STMD), de manera análoga a la empleada, por ejemplo, con las operaciones a plazo con deuda pública. Esto permitirá al Banco de España tener una mejor información (4) sobre la naturaleza y riesgos asumidos en dicho mercado, y dotará a este de una mayor transparencia, ya que, como es habitual con las operaciones registradas a través del STMD, el Banco de España publicará los datos agregados de la operativa, posiciones y tipos de interés.

Además del registro, liquidación y compensación a través del STMD, este se encargará de la determinación de los tipos de interés de liquidación. El resto de condiciones operativas, sin embargo, seguirá realizándose de acuerdo con el contrato FRACEMM.

Con objeto de obtener tipos de interés de liquidación cercanos a los vigentes en el mercado, el Banco de España ha diseñado un sistema de determinación de dicho tipo *para los plazos más negociados (tres, seis y doce meses)*, basado en *las cotizaciones vinculantes* de un grupo de entidades, de forma que las que expresen cotizaciones notoriamente fuera de mercado tengan una penalización por ello, al poder ser cruzadas sus ofertas y demandas de depósito por los restantes cotizantes.

Ahora bien: es necesario evitar que estas operaciones de depósito, contratadas como consecuencia de las ofertas y demandas vinculantes expresadas en la cotización, comprometan líneas de crédito y estrategias de inversión de los participantes. *A este fin, la alternativa elegida para obtener los tipos de interés de liquidación de los FRA, cuyo activo subyacente sea un depósito interbancario a tres, seis o doce meses, consiste en cotizar un depósito interbancario cuyo principal, aun en el caso de que la cotización sea agredida, no se transmite, sino que se liquida únicamente el importe resultante de aplicar a dicho principal el diferencial entre el tipo de interés expresado por la entidad y el tipo de interés medio resultante de las cotizaciones manifestadas por las entidades participantes. Dicha liquidación se efectuará en el momento, desapareciendo, con ello, toda obligación o derecho sobre los depósitos contratados.*

Los tipos de interés de liquidación de las operaciones FRA se determinarán y publicarán diariamente para doce plazos: de uno a doce meses. El tipo de interés de liquidación de FRA sobre depósitos interbancarios a plazos distintos a tres, seis o doce meses

se obtendrá siguiendo los mismos criterios, si bien las cotizaciones facilitadas para su cálculo no se considerarán vinculantes. Asimismo, se calcularán y publicarán los tipos medios de las cotizaciones de oferta, con objeto de que puedan servir de referencia del tipo MIBOR.

En este artículo se presenta el nuevo sistema de obtención de los tipos de interés de liquidación y se apuntan las razones que han llevado al Banco de España a elegirlo. En el apartado 2, se describen los diferentes sistemas alternativos de determinación de los tipos de interés de liquidación de los FRA. En el apartado 3, se explican las características fundamentales del nuevo sistema. Finalmente, en el apartado 4, se ofrece un ejemplo.

2. SISTEMAS ALTERNATIVOS PARA LA DETERMINACIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LIQUIDACIÓN DE LAS OPERACIONES FRA

El procedimiento de liquidar las operaciones FRA por la «diferencia» entre el importe resultante de aplicar al principal el tipo de interés pactado y el importe resultante de aplicar al mismo principal el tipo de interés vigente en el mercado de depósitos interbancarios, ofrece ventajas tales como posibilitar la participación en el mercado de FRA de entidades no bancarias y no afectar a las líneas de crédito de las entidades implicadas en la operación. Requiere, sin embargo, que en el momento de firmar el acuerdo se defina con precisión el tipo de interés que se tomará como indicador del tipo vigente en el mercado el día de vencimiento del contrato. A este tipo de interés se le denomina «tipo de interés de liquidación de FRA».

Generalmente, cuando los mercados de FRA adquieren un cierto grado de desarrollo, los participantes optan por establecer un procedimiento estandarizado de determinación de los tipos de liquidación. Esta normalización proporciona al mercado un mayor grado de transparencia, siempre que dicho procedimiento genere tipos de liquidación que sean buenos estimadores de los vigentes en el mercado el día de vencimiento del contrato FRA.

Para la determinación de dichos tipos de liquidación caben, al menos, tres alternativas:

- a) Tomar el tipo de interés medio de las operaciones efectivamente cruzadas en el mercado interbancario de depósitos en el día de la liquidación; esto es, en la fecha de inicio del contrato FRA.
- b) Tomar el tipo medio de los cotizados en firme en el mercado, en el momento del cálculo del tipo de liquidación.

(4) Actualmente, el Banco de España solo tiene información sobre el importe mensual, mediado en este tipo de operaciones por los *brokers*, y sobre la posición abierta que aparece en el balance de cada entidad.

- c) Pedir a un conjunto de entidades que coticen, en la fecha de inicio del contrato FRA, tipos de interés, bien en firme o bien puramente nocionales, y obtener la media de los mismos o de un subconjunto de ellos.

Para el caso español, la primera alternativa no es viable, ya que en el mercado interbancario de depósitos no existe garantía de que se crucen operaciones a todos los plazos para los que se necesitan tipos de interés de liquidación (uno a doce meses). Con frecuencia, no se cruzan operaciones a cuatro, cinco, siete, nueve y diez meses, y, si se cruzan, hay numerosas ocasiones en las que no son significativas.

La segunda alternativa tampoco es posible, ya que el mercado interbancario de depósitos es un mercado descentralizado, en el que los «brokers» difunden tipos orientativos, pero no en firme, y en el que no hay seguridad de que existan cotizaciones para todos los plazos posibles. Por tanto, la única alternativa sólida es la tercera, en la que un grupo voluntario de entidades cotiza tipos de interés.

Ahora bien: si dichas cotizaciones no son vinculantes, podrían ser manipuladas, ya que los cotizantes pueden estar interesados en que el tipo medio resultante sea lo más alto o lo más bajo posible, por lo que podrían forzar su cotización hacia el extremo deseado sin que ello les suponga penalización alguna (ver anejo I).

Aun en el caso de que no haya intentos de manipulación, las cotizaciones pueden ser poco adecuadas, porque las entidades no se esfuerzan en aportar tipos afinados y, en consecuencia, el tipo medio resultante terminará siendo poco representativo de la situación del mercado. Por tanto, el sistema de determinación de los tipos de interés de liquidación, mediante la cotización no vinculante, *no garantiza* el requisito básico, esto es: que sean estimadores insesgados de los tipos de mercado.

Con objeto de aminorar el posible sesgo, se pueden tomar las siguientes medidas:

- a) Despreciar los tipos más altos y más bajos de los cotizados para el cálculo del tipo de liquidación. De esta manera, se limita el posible sesgo que cada una de las entidades cotizantes puede introducir en su cotización.
- b) Elegir, aleatoria y diariamente, dentro del grupo de entidades participantes, las cotizaciones de un subgrupo para calcular el tipo de liquidación. De esta forma, se evita que los cotizantes conozcan con exactitud el grupo de las que efectivamente van a aportar cotización. Esto disminuye el riesgo de que se formen coaliciones entre ellos y

de que establezcan estrategias que puedan originar en tipos de interés aún más sesgados (5).

- c) Elegir un número suficientemente grande de cotizantes, con objeto de neutralizar las posibles cotizaciones sesgadas, si bien es importante tener en cuenta que, cuanto más grande sea este, mayor será la probabilidad de que haya entidades poco preparadas para presentar cotizaciones afinadas.

Estas medidas aminoran la posibilidad de obtener tipos de liquidación poco adecuados, pero no desincentivan la presentación de tipos sesgados. La probabilidad de que los precios no sean adecuados, bien por manipulación o bien por descuido, disminuye notablemente si dichas cotizaciones son vinculantes, ya que una cotización sesgada podría causar una pérdida para la entidad correspondiente, puesto que otras entidades participantes podrían cerrar una operación de depósito a los tipos expresados por dicha entidad. De esta forma, la posible ganancia, resultante de sesgar el tipo medio de liquidación, no compensaría el riesgo de pérdida causado por las agresiones a la cotización expresada (ver anejo II).

3. EL SISTEMA DE DETERMINACIÓN DEL TIPO DE INTERÉS DE LIQUIDACIÓN

El sistema de determinación del tipo de interés de liquidación vigente hasta ahora en España está basado en la cotización no vinculante de tipos de oferta y demanda de un conjunto de veinte entidades. Para el cálculo de dicho tipo, se desprecian los dos máximos y los dos mínimos de oferta y de demanda. En general, el tipo de liquidación resultante es un tipo de interés razonablemente próximo al de mercado. Sin embargo, ha habido días en que se ha alejado del tipo de mercado, y no existe seguridad de que esto no vuelva a suceder en el futuro. Además, con cierta frecuencia, algunos de los participantes no presentan cotización alguna.

Por ello, el Banco de España ha diseñado un sistema de determinación del tipo de interés de liquidación de las operaciones FRA, basado en la cotización vinculante de un conjunto de entidades, que entrará en funcionamiento el 15 de diciembre de 1993, fecha en la que dichas operaciones pasarán a formalizarse a través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero. Este sistema se establecerá para aquellos contratos cuyo subyacente sea un depósito interbancario a tres, seis o doce meses.

Ahora bien: es necesario evitar que las cotizaciones expresadas comprometan líneas de crédito y estrategias de gestión de las entidades. La alternativa

(5) Esta medida se adopta en la actualidad en el *fixing* de los tipos de cambio en el Banco de España, así como en la determinación de los tipos de interés de liquidación de los futuros sobre depósitos en eurodólares en los mercados de Chicago y Londres.

elegida para evitar esta eventualidad consiste en un proceso de cotización en firme, en el que se cotiza un depósito interbancario, *cuyo principal no se transmite*, sino que solo se liquidan los intereses generados por el diferencial entre el tipo expresado y el tipo medio resultante de la cotización de todas las entidades. Dicha liquidación de intereses se efectúa inmediatamente, desapareciendo, con ello, toda obligación o derecho sobre el depósito interbancario negociado.

El sistema equivale a cotizar un FRA, con fecha de inicio en ese mismo día (es decir, de apertura cero), cuyo activo subyacente es un depósito interbancario.

El sistema elegido tiene las siguientes características:

a) Diariamente, un grupo de veinte (6) entidades cotizará tipos de oferta y demanda para doce plazos (de uno a doce meses), con un diferencial máximo entre oferta y demanda determinado diariamente por el Banco de España, atendiendo a las condiciones del mercado.

b) Una vez presentadas las cotizaciones, se procederá al cálculo del tipo de interés de liquidación para cada uno de los doce plazos. Para el cálculo de dicho tipo, se eliminarán:

- Dos cotizaciones de demanda y dos cotizaciones de oferta elegidas al azar.
- De las restantes cotizaciones, las dos más altas y las dos más bajas, tanto de oferta como de demanda. Si dichas cotizaciones extremas se repiten, se eliminan un máximo de tres veces.

El tipo de liquidación se calculará como la media simple de las restantes cotizaciones no eliminadas. También se calculará y publicará el tipo medio de las cotizaciones de oferta no eliminadas, con objeto de que pueda utilizarse como referencia del tipo MIBOR al plazo correspondiente.

c) Obtenido el tipo de liquidación correspondiente, se procederá a cruzar las distintas cotizaciones siguiendo los criterios que se detallan a continuación:

- Solo se podrán agredir las cotizaciones correspondientes a tres, seis y doce meses.
- Solo serán agredibles las cotizaciones de demanda que superen al tipo de liquidación en un determinado diferencial y aquellas cotizaciones de oferta que sean inferiores al

tipo de liquidación en más de dicho diferencial (7).

- Cada entidad podrá realizar un total de tres agresiones en cada plazo (tres, seis y doce meses), por un nominal de 100 millones cada una.
- Las liquidaciones de este conjunto de agresiones se realizarán ese mismo día, con valor día siguiente. El importe a liquidar por agresión será igual a 100 millones de pesetas por el valor absoluto del diferencial de intereses entre el tipo de liquidación y el tipo expresado por la entidad agredida.

El número de entidades cotizantes se ha establecido en veinte, pero podría haberse fijado entre diez y veinticinco. Un grupo menor que diez podría resultar en tipos pocos representativos, y un número mayor que veinticinco podría dar lugar a que presentaran cotizaciones entidades poco preparadas para ello.

Se hace necesario establecer un diferencial máximo entre el tipo de demanda y el tipo de oferta expresados por las entidades para evitar unos márgenes desmesurados, ya que la probabilidad de ser agredido disminuye a medida que crece el tamaño del diferencial (8). Dado que las condiciones del mercado de depósitos sufren importantes variaciones día a día, haciendo oscilar los diferenciales observados, la imposición de un diferencial fijo para todos los días podría dificultar la cotización. Por ello, se ha decidido que sea el Banco de España el que, en función de las condiciones de negociación observadas en el mercado de depósitos interbancarios; fije diariamente dicho máximo.

Con objeto de que las entidades que coticen tipos de mercado no se vean penalizadas, solo podrán ser agredidas las cotizaciones que se desvíen más de un determinado margen del tipo de liquidación resultante. Asimismo, se limitará el número de agresiones por entidad, con objeto de que las que coticen tipos alejados del mercado y que, por tanto, resulten agredidos, no puedan compensar sus pérdidas mediante sus propias agresiones.

El sistema requiere que todas las entidades presenten su cotización. Por ello, se ha convenido que las entidades que no lo hagan puedan recibir agresio-

(7) Dicho diferencial es de 1,5 puntos básicos para los FRA sobre depósitos a tres meses, dos puntos básicos para los de seis meses y 2,5 puntos básicos para los de doce meses.

(8) Ejemplo: Supóngase que catorce de las quince entidades cotizan 13,00 %-13,10 % para el FRA sobre depósitos a doce meses, de forma que el tipo de liquidación resultante es el 13,05 %. Por tanto, no son agredibles los tipos de demanda inferiores al 13,09 %, ni los tipos de ofertas superiores al 13,01 %. Si la entidad restante cotizara 12,60-13,50 (claramente fuera de mercado), no resultaría agredida. Sin embargo, si se la obliga a cotizar con un diferencial máximo de diez puntos básicos y cotizara 12,60-12,70 %, su tipo de oferta resultaría agredido, y si cotizara 13,40-13,50, sería agredida por el lado de la demanda.

(6) El grupo de entidades cotizantes es siempre el mismo.

nes y, por tanto, sufrir pérdidas, ya que se les asigna unas cotizaciones iguales a las de aquella entidad que presente una desviación mayor respecto al tipo de liquidación resultante.

Intuitivamente puede decirse que el sistema establecido es equivalente a simular un mercado interbancario en el que un grupo de entidades cotizan tipos de oferta y demanda. En este mercado se cruzan tres operaciones de oferta o demanda para los plazos de tres, seis y doce meses a los tipos más favorables dentro de los cotizados. Con objeto de financiar/invertir los fondos prestados/tomados, dichas entidades pueden tomar/prestar los recursos en el mercado interbancario al tipo de liquidación correspondiente. Asimismo, las entidades cuyas cotizaciones resulten agredidas pueden financiar/invertir los fondos prestados/tomados en la agresión, tomándolos/cediéndolos en el mercado al tipo de liquidación correspondiente. De esta forma, el resultado neto para el conjunto de entidades es cero.

Este sistema de determinación del tipo de interés de liquidación ofrece, a juicio del Banco de España, las siguientes ventajas:

- Son las entidades cotizantes y, por tanto, las condiciones del mercado las que determinan los tipos de liquidación. El Banco de España, a través del STMD, se limita a establecer un sistema que tiende a generar tipos insesgados, los calcula y los publica, sin que se produzca ninguna interferencia sobre el nivel de los tipos resultantes.
- El sistema disminuye el posible incentivo para distorsionar los tipos de interés cotizados.
- El sistema impone a las entidades una disciplina para cotizar los tipos más adecuados posibles y crea los incentivos para que presenten cotizaciones, ya que, de no hacerlo, podrían sufrir pérdidas.
- Si bien las cotizaciones son en firme, no se comprometen en ningún momento líneas de crédito o estrategias de inversión o financiación de los participantes, ya que no se cruzan los depósitos, sino que únicamente se liquidan diferencias de intereses.
- El sistema garantiza que aquellas entidades que expresen sus tipos de interés dentro de un intervalo razonable, respecto a la media del mercado, no tendrán pérdida alguna.
- El resultado neto diario de los intereses liquidados en estas operaciones es siempre cero, para el conjunto de entidades cotizantes.

CUADRO 1

Cotizaciones presentadas

Entidad	Demanda	Oferta
1	10,100	10,250
2	10,100	10,250
3	10,100	10,250
4	10,100	10,250
5	10,100	10,250
6	10,100	10,250
7	10,050	10,200
8	10,050	10,200
9	10,050	10,200
10	10,050	10,200
11	10,050	10,200
12	10,050	10,200
13	10,050	10,200
14	10,050	10,200
15	10,075	10,225
16	10,075	10,225
17	10,075	10,225
18	9,950	10,100
19	no cot.	no cot.
20	no cot.	no cot.

4. EJEMPLO DE DETERMINACIÓN DEL TIPO DE INTERÉS DE LIQUIDACIÓN DE FRA SOBRE DEPÓSITOS A DOCE MESES

1. Supóngase que el día 14 de julio, el Banco de España comunica, a las 10.15 h., que el diferencial máximo del día para las cotizaciones facilitadas para la determinación del tipo de interés de liquidación de FRA, con fecha de inicio ese mismo día y vencimiento doce meses después, es de quince centésimas de punto porcentual.

2. Entre las 10.30 h. y las 10.45 h. las entidades cotizantes (veinte) expresan las cotizaciones que figuran en el cuadro 1. Las entidades diecinueve y veinte no presentan cotización alguna.

3. Una vez comunicadas las cotizaciones, el Servicio Telefónico del Mercado de Dinero procede a la eliminación, por sorteo, de dos cotizaciones de oferta y dos cotizaciones de demanda. La eliminación se realiza por entidades, pudiendo ocurrir que las cotizaciones eliminadas sean iguales. En el sorteo realizado el 14 de julio las cotizaciones eliminadas figuran en el cuadro 2.

CUADRO 2

Cotizaciones expulsadas por sorteo Día: 14.7.1993. Plazo: 12 meses

Demanda		Oferta	
Entidad	Cotización	Entidad	Cotización
10	10,050	8	10,200
18	9,950	18	10,100

CUADRO 3

Cotizaciones no expulsadas por sorteo, ordenadas
Día: 14.7.1993. Plazo: 12 meses

Demanda		Oferta	
Entidad	Cotización	Entidad	Cotización
11	10,050	11	10,200
8	10,050	9	10,200
14	10,050	14	10,200
13	10,050	13	10,200
7	10,050	7	10,200
12	10,050	12	10,200
9	10,050	10	10,200
16	10,075	16	10,225
15	10,075	15	10,225
17	10,075	17	10,225
2	10,100	2	10,250
6	10,100	6	10,250
5	10,100	5	10,250
4	10,100	4	10,250
3	10,100	3	10,250
1	10,100	1	10,250

4. Una vez realizado el sorteo, se procede a la eliminación de las cotizaciones extremas. Para ello, se ordenan las ofertas y demandas no eliminadas en el sorteo (ver cuadro 3).

En este ejemplo todas las cotizaciones extremas, tanto de oferta como de demanda, se repiten más de dos veces. En consecuencia, se eliminan tres cotizaciones y no procede ir a las segundas más extremas.

Tras este doble proceso de eliminación, se presentan en el cuadro 4 las ofertas y demandas utilizadas para calcular el tipo de liquidación y el tipo medio de oferta.

5. El tipo de interés de liquidación se determina como la media simple de todos los que aparecen en el cuadro 4. El tipo de interés medio de oferta y de demanda es el promedio de cada columna. El resultado aparece en el cuadro 5.

CUADRO 4

Cotizaciones utilizadas en el cálculo de tipos medios
Día: 14.7.1993. Plazo: 12 meses

Demanda	Oferta
10,050	10,200
10,050	10,200
10,050	10,200
10,050	10,200
10,075	10,225
10,075	10,225
10,075	10,225
10,100	10,250
10,100	10,250
10,100	10,250

CUADRO 5

Tipos medios resultantes
Día: 14.7.1993. Plazo: 12 meses

Tipo de demanda	Tipo de oferta	Tipo de liquidación de FRAS
10,073	10,223	10,148

6. Una vez obtenido el tipo de interés de liquidación (10,148), se procede a calcular la desviación de los tipos cotizados. La desviación para los tipos de demanda se define como el tipo de demanda cotizado menos el tipo de liquidación. Para los tipos de oferta, la desviación se define como el tipo de liquidación menos el tipo de oferta cotizado.

En el ejemplo, la mayor desviación es de 0,048, y corresponde a la cotización de oferta de la entidad 18. Las entidades 19 y 20 no cotizaron ese día, por lo que se les asigna un tipo de oferta igual al tipo de liquidación menos la desviación máxima y una cotización de demanda igual a la de oferta menos 15 puntos básicos, ya que este es el máximo diferencial permitido.

Como se ha señalado en el apartado anterior, en el caso de los depósitos a doce meses, el diferencial máximo a partir del cual una cotización es agredible es de 2,5 puntos básicos. Las únicas cotizaciones expresadas en el cuadro 6 con una desviación mayor a 2,5 puntos básicos y, por tanto, agredibles, son las de oferta correspondientes a la entidad 18 y las de oferta que se han asignado a las entidades 19 y 20, todas ellas con la misma desviación de 0,048 puntos porcentuales.

7. El Servicio Telefónico del Mercado de Dinero procede a realizar las agresiones en nombre de las entidades. Cada una de las entidades puede llevar a cabo tres agresiones (9) en total, bien de oferta o de demanda, a distintas entidades, por cien millones, buscando el máximo beneficio.

Si se acepta una oferta de depósito, el beneficio obtenido en la agresión será idéntico al de una operación en la que se tomaran prestados cien millones de pesetas al tipo de oferta expresado por la entidad cotizante, y simultáneamente se prestara esta misma cantidad en el mercado, al tipo de interés de liquidación. Es decir:

$$\begin{aligned} \text{beneficio} &= (\text{tipo liquidación} - \text{tipo oferta}) \times \frac{\text{plazo}}{36.000} \times \\ &\times 100.000.000 = \text{desviación} \times \frac{\text{plazo}}{36.000} \times \\ &\times 100.000.000 \end{aligned}$$

(9) Las tres agresiones tienen que realizarse a distintas entidades, pero pueden efectuarse a las mismas cotizaciones.

CUADRO 6

Desviación de las cotizaciones respecto al tipo de liquidación
Día: 14.7.1993. Plazo: 12 meses

Tipo de liquidación: 10,148							
Demanda				Oferta			
Entidad	Cotización	Desviación (a)	Agredible	Entidad	Cotización	Desviación (b)	Agredible
18	9,95	-0,198	no	20	10,100	0,048	sí
10	10,050	-0,098	no	19	10,100	0,048	sí
14	10,050	-0,098	no	18	10,100	0,048	sí
13	10,050	-0,098	no	11	10,200	-0,053	no
12	10,050	-0,098	no	14	10,200	-0,053	no
11	10,050	-0,098	no	13	10,200	-0,053	no
9	10,050	-0,098	no	12	10,200	-0,053	no
8	10,050	-0,098	no	10	10,200	-0,053	no
7	10,050	-0,098	no	9	10,200	-0,053	no
15	10,075	-0,073	no	7	10,200	-0,053	no
17	10,075	-0,073	no	8	10,200	-0,053	no
16	10,075	-0,073	no	17	10,225	-0,078	no
4	10,100	-0,048	no	15	10,225	-0,078	no
2	10,100	-0,048	no	16	10,225	-0,078	no
3	10,100	-0,048	no	3	10,250	-0,103	no
5	10,100	-0,048	no	4	10,250	-0,103	no
6	10,100	-0,048	no	2	10,250	-0,103	no
1	10,100	-0,048	no	5	10,250	-0,103	no
19	9,950	-0,198	no	6	10,250	-0,103	no
20	9,950	-0,198	no	1	10,250	-0,103	no

(a) Desviación = cotización - tipo de liquidación.

(b) Desviación = tipo de liquidación - cotización.

Si se agrede una cotización de demanda, el beneficio resultante de la operación será equivalente a tomar prestados en el mercado cien millones de pesetas al tipo de liquidación y cederlos al agredido al tipo de interés expresado por este. Es decir:

$$\text{Beneficio} = (\text{tipo demanda} - \text{tipo liquidación}) \times \frac{\text{plazo}}{36.000} \times 100.000.000 = \text{desviación} \times \frac{\text{plazo}}{36.000} \times 100.000.000$$

CUADRO 7

Resultado de las agresiones
Día: 14.7.1993

Entidad	Demanda %	Desviación %	Oferta %	Desviación %	Agresiones realizadas (pesetas)				Agresiones recibidas (pesetas)	Total (pesetas)
					Primera	Segunda	Tercera	Cuarta		
1	10,100	-0,048	10,250	-0,103	48.000	48.000	48.000	0	0	144.000
2	10,100	-0,048	10,250	-0,103	48.000	48.000	48.000	0	0	144.000
3	10,100	-0,048	10,250	-0,103	48.000	48.000	48.000	0	0	144.000
4	10,100	-0,048	10,250	-0,103	48.000	48.000	48.000	0	0	144.000
5	10,100	-0,048	10,250	-0,103	48.000	48.000	48.000	0	0	144.000
6	10,100	-0,048	10,250	-0,103	48.000	48.000	48.000	0	0	144.000
7	10,050	-0,098	10,200	-0,053	48.000	48.000	48.000	0	0	144.000
8	10,050	-0,098	10,200	-0,053	48.000	48.000	48.000	0	0	144.000
9	10,050	-0,098	10,200	-0,053	48.000	48.000	48.000	0	0	144.000
10	10,050	-0,098	10,200	-0,053	48.000	48.000	48.000	0	0	144.000
11	10,050	-0,098	10,200	-0,053	48.000	48.000	48.000	0	0	144.000
12	10,050	-0,098	10,200	-0,053	48.000	48.000	48.000	0	0	144.000
13	10,050	-0,098	10,200	-0,053	48.000	48.000	48.000	0	0	144.000
14	10,050	-0,098	10,200	-0,053	48.000	48.000	48.000	0	0	144.000
15	10,075	-0,073	10,225	-0,078	48.000	48.000	48.000	0	0	144.000
16	10,075	-0,073	10,225	-0,078	48.000	48.000	48.000	0	0	144.000
17	10,075	-0,073	10,225	-0,078	48.000	48.000	48.000	0	0	144.000
18	9,950	-0,198	10,100	0,048	0	48.000	48.000	0	-912.000	-816.000
19	9,950	-0,198	10,100	0,048	0	48.000	48.000	0	-912.000	-816.000
20	9,950	-0,198	10,100	0,048	0	48.000	48.000	0	-912.000	-816.000

Con objeto de obtener el máximo beneficio, cada una de las entidades agredirá a las tres cotizaciones (bien de oferta o bien de demanda) que presenten mayor desviación, siempre y cuando dicha desviación sea superior a 2,5 puntos básicos. Además, no se admiten agresiones de una entidad a sí misma, pero sí a otras entidades con la misma cotización.

En el ejemplo solo hay tres entidades, las 18, 19 y 20, con una cotización que tenga una desviación mayor que 2,5 puntos básicos. Las tres cotizaciones son de oferta y tienen una desviación de 4,8 puntos básicos.

Las entidades 1 a 17 realizarán tres agresiones a dichas cotizaciones. El saldo resultante de cada agresión arrojará un importe de 48.000 PTA. Las entidades 18, 19 y 20 solo pueden realizar dos agresiones, ya que únicamente hay tres agredibles y no se pueden agredir a ellas mismas.

Por tanto, el tipo de oferta de 10,100 % recibe un total de 57 agresiones, por un importe total de 2.736.000 PTA. Como dicha cotización corresponde a tres entidades, cada una de ellas recibirá agresiones por un importe de 912.000 PTA.

En resumen (ver cuadro 7), las entidades 1 a 17 ingresarán de $48.000 \times 3 = 144.000$ PTA y las entidades 18, 19 y 20 pagarán $912.000 - 96.000 = 816.000$ PTA. Obviamente, el total de abonos ($144.000 \times 17 = 2.448.000$) será igual al total de adeudos ($816.000 \times 3 = 2.448.000$).

10.11.1993.

ANEJO I

COTIZACIÓN NO VINCULANTE Y SESGO DEL TIPO MEDIO RESULTANTE

Supongamos que el tipo de liquidación de las operaciones FRA sobre depósitos a doce meses se determina como la media de las cotizaciones no vinculantes sobre depósitos a doce meses de k entidades.

Analicemos el problema al que se enfrenta una entidad cualquiera de las cotizantes, la entidad A, a la hora de dar una cotización del tipo de liquidación del FRA el día t .

Supongamos que la entidad A tiene una posición compradora (tomadora de fondos) de Q millones en contratos FRA que vencen en t (fecha de inicio de la operación FRA = t), a un tipo de interés f . El día t , el mercado de depósitos interbancarios a doce meses está al tipo m , siendo $m < f$. Por tanto, si el tipo de liquidación de los FRA resulta ser m , la entidad A tendrá una pérdida de $(f - m) Q$ millones (10). Ante

(10) Para simplificar el análisis, se supone que en la liquidación del FRA no se actualizan los intereses.

esta situación, la entidad A se plantea la posibilidad de forzar su cotización al alza.

Suponemos que la entidad A conoce cuál es el tipo de mercado m , pero no tiene ninguna información sobre la posición en FRA del resto de las entidades cotizantes (11), por lo que se supone que cotizará, en media, el tipo de mercado: m ($m - d$, como tipo de demanda, y $m + d$, como tipo de oferta).

Si A cotiza el tipo de mercado ($m + d$, de oferta, y $m - d$, de demanda), la media resultante será m y su pérdida en FRA será igual a:

$$(f - m) \frac{Q}{100} \quad [1]$$

Ahora bien, si altera la cotización dando un tipo de oferta $r + d$ y un tipo de demanda $r - d$, tal que $r > m$, el tipo medio resultante será:

$$\frac{r + (K - 1) m}{K} \quad [2]$$

y su pérdida en FRA, en este caso, será:

$$\left(f - \frac{r + (K - 1) m}{K} \right) \frac{Q}{100} \quad [3]$$

La mejora obtenida al forzar el tipo de liquidación cotizado será $[3] - [1]$, es decir:

$$\frac{(r - m)}{K} Q > 0 \quad [4]$$

Por tanto, existe un incentivo por parte de la entidad A para forzar su cotización, ya que con ello consigue aminorar su pérdida en FRA, sin perder nada por ello (excepto, en todo caso, reputación y credibilidad). El incentivo será tanto mayor cuanto menor sea K y cuanto mayor sea su posición en FRA.

Al igual que la entidad A, todas aquellas entidades cotizantes con posiciones compradoras en FRA a tipos inferiores a m tendrán incentivos a cotizar para tipos más altos que m . También tendrán incentivos para cotizar tipos más altos aquellas entidades con posiciones vendedoras en FRA a tipos más altos o iguales que m , ya que de esta manera aumentarán su ganancia. Llamemos a estas entidades grupo A.

Por el contrario, tendrán incentivos para cotizar a tipos más bajos que m aquellas entidades con posiciones vendedoras en FRA a tipos más bajos que m ,

(11) Téngase en cuenta que el día t se liquidarán todos los FRAS negociados en cualquier fecha anterior a t . Por otra parte, en el conjunto de entidades cotizantes puede haber entidades con posiciones compradoras o vendedoras, o ninguna.

y aquellas entidades con posiciones compradoras a tipos más bajos o iguales que m . Llamemos a estas entidades grupo B.

No tendrán incentivos para falsear la información aquellas entidades que no tengan posiciones en FRA. El tipo medio resultante estará sesgado a la baja o al alza en la medida en que la posición conjunta del grupo B o del A, respectivamente, sea superior al de las restantes.

Por tanto, el sistema de determinación de los tipos de interés de liquidación de los FRA mediante la cotización, sin compromiso, por parte de un grupo de entidades, no garantiza la obtención de tipos de interés insesgados, ya que las entidades cotizantes pueden aminorar las pérdidas esperadas (o aumentar las ganancias) en sus respectivas posiciones en FRA, forzando la cotización. Puede disminuirse la probabilidad de que las entidades logren sesgar los tipos de liquidación con la expulsión de las cotizaciones extremas, pero ello no elimina el incentivo por parte de las entidades para presentar cotizaciones sesgadas.

ANEJO II

COTIZACIÓN VINCULANTE Y SESGO DEL TIPO DE INTERÉS DE LIQUIDACIÓN

Supongamos que el sistema de determinación de los tipos de liquidación para los FRA sobre depósitos a doce meses tiene las siguientes reglas:

- K entidades presentan cotizaciones vinculantes de oferta y demanda.
- El diferencial máximo permitido entre la cotización de demanda y la de oferta es de $2d$ puntos básicos (centésimas de punto porcentual).
- El tipo de liquidación se determina como la media entre las cotizaciones de oferta y demanda.
- Podrán ser agredidas todas las cotizaciones de demanda que sean superiores al tipo de liquidación resultante, y todas las de oferta que sean inferiores a dicho tipo.
- Cada entidad puede realizar tres agresiones por un principal de N millones de pesetas.

Volviendo al ejemplo del anejo I, suponemos que el tipo en el mercado, ese día, es m . La entidad A supone que el resto de las entidades cotizarán, en media, un tipo de demanda $m - d$ y un tipo de oferta $m + d$. Con objeto de forzar el tipo medio resultante a su favor, la entidad cotiza un tipo de demanda ($r - d$) y un tipo de oferta ($r + d$), donde:

$$r = m + e, \text{ siendo } e > d \frac{K}{K-1}$$

Bajo estos supuestos, la entidad A espera que el tipo de liquidación resultante sea

$$l = \frac{m+e-d+m+e+d+(k-1)(m+d)+(k-1)(m-d)}{2K} = m+e \frac{1}{K}$$

Ahora bien, bajo los supuestos realizados, su cotización de demanda puede ser agredida, ya que:

$$r - d - l = e \frac{K-1}{K} - d > 0$$

Por tanto, tiene una probabilidad positiva de recibir agresiones por un total (en millones de pesetas) de:

$$(K-1)(r-d-l) \frac{N}{100} = (K-1) \left(e \frac{K-1}{K} - d \right) \frac{N}{100}$$

Aun en el supuesto de que mediante sus tres agresiones consiguiera compensar tres de las recibidas (12), tendría una probabilidad positiva de pérdida de:

$$(K-4) \left(e \frac{K-1}{K} - d \right) \frac{N}{100} \text{ millones}$$

mientras que la mejora esperada obtenida en la liquidación de su posición de Q millones en FRA, por cotizar r en vez de m , es:

$$\frac{r-m}{K} \cdot \frac{Q}{100} = \frac{e}{K} \cdot \frac{Q}{100}$$

Por ejemplo, si $e = 0,50$; $d = 0,10$; $K = 20$; $N = 100$ millones; $Q = 5.000$ millones, tendría una probabilidad positiva de perder seis millones de pesetas y obtendría una mejora en la liquidación de FRA de 1,25 millones de pesetas.

Por tanto, si la entidad A es suficientemente aversa al riesgo no tendría incentivos para forzar su cotización. Solo desviando su cotización con un e menor o igual a $dk/k-1$, la entidad A asignará probabilidad nula a ser agredida. El incentivo a forzar su cotización será aún menor si se expulsan las cotizaciones extremas en el cálculo del tipo de liquidación.

Bajo este sistema puede esperarse que el tipo de liquidación resultante se encuentre en el intervalo

$$\left(m - \frac{dK}{K-1}, m + \frac{dK}{K-1} \right)$$

(12) Este cálculo implica suponer que las entidades a las que la entidad A agrede cotizan a un tipo con desviación respecto a la media igual a la suya.

Obsérvese que es necesario establecer un d máximo, pues de otra manera las entidades podrían evadir las agresiones cotizando oferta y demanda con *spreads* suficientemente altos.

En conclusión, en un sistema de cotización en firme, los incentivos para falsear la cotización son notablemente menores que cuando dicha cotización solo es notional, por lo que existen mayores garantías de que el tipo de liquidación resultante sea un estimador insesgado del vigente en el mercado.

Las sociedades de garantía recíproca en 1992

1. INTRODUCCIÓN

La creación, en 1978, de las sociedades de garantía recíproca (en adelante, SGR) trató de ofrecer un cauce jurídico idóneo para facilitar el acceso al crédito bancario de las pequeñas y medianas empresas, favoreciendo su asociación en un tipo especial de personas jurídicas de carácter mutualista y capital variable, con un objeto social exclusivo: la concesión de avales a sus socios. Para aumentar la seguridad de las garantías otorgadas, se dotó a las sociedades de una completa regulación financiera, que alcanza desde su estatuto personal, o el modo normal de hacer frente a sus compromisos (con la constitución obligatoria de un fondo de garantía), hasta la limitación de sus dividendos. Al mismo tiempo, se sometió a las SGR a un régimen de supervisión pública, que, desde 1988, ha sido encomendado al Banco de España.

Durante los años transcurridos desde su creación, y dentro del mismo marco de política industrial, los poderes públicos, tanto estatales como autonómicos, han favorecido diversas medidas de apoyo, institucional y financiero, a las SGR, tales como la instrumentación específica de sociedades de reafianzamiento o segundo aval, participaciones directas en el capital, ayudas a la gestión, aportaciones al fondo de garantía, subvenciones al coste de los avales otorgados o de los créditos garantizados, etc.

Recientemente, se ha publicado en el Boletín Oficial de las Cortes Generales un Proyecto de Ley de Sociedades de Garantía Recíproca aprobado por el Gobierno (también presentado en la anterior legislatura), que, respetando sus características fundamentales, pretende actualizar su regulación, favorecer su desarrollo, y reforzar su solvencia y liquidez.

El objetivo de este trabajo es ofrecer la información financiera existente sobre el sector, y analizar, en el marco que permiten los datos agregados disponibles, las características de su actividad y situación patrimonial, y su evolución en los últimos cuatro años.

La información rendida al Banco de España por las SGR comprende las cuentas anuales y ciertas informaciones estadísticas, sobre avales y otras cuentas del balance, con periodicidad trimestral o semestral (1). En este artículo se utilizan, además, algunos datos procedentes de la Confederación Española de Sociedades de Garantía Recíproca (CESGAR), de la que forma parte la inmensa mayoría de estas entidades.

2. CARACTERÍSTICAS BÁSICAS DEL SECTOR

A 31 de diciembre de 1992 existían 29 SGR inscritas en el Registro a cargo del Banco de España, nú-

(1) Los problemas contables detectados en algunas entidades hacen que algunos datos y conclusiones, especialmente los relacionados con la cobertura de los riesgos, deban ser considerados con precaución.

mero que no se ha alterado en los últimos años (una ha sido baja en abril de 1993); no obstante, de ellas, ocho no presentan actividad, cuatro de las cuales están en liquidación o saneamiento. En resumen, tan solo 21 entidades, de las 42 que llegaron a autorizarse, pueden considerarse actualmente operativas. El volumen de negocio aparece muy concentrado en cinco entidades.

El riesgo asumido por las SGR alcanzaba, a 31 de diciembre de 1992, casi 86 mil millones de pesetas, lo que supone un 2 % de los avales concedidos por las entidades de depósito.

La contribución del sector público a su capital, especialmente a través de las Comunidades Autónomas, es elevada; directa o indirectamente, es socio mayoritario en 17 de las 21 entidades operativas, y en tres de las cuatro en saneamiento.

La situación financiera de las SGR operativas se ha debilitado durante los últimos dos años, en los que se ha reducido significativamente su nivel de solvencia, y su ya escasa rentabilidad se ha agravado, hasta el extremo de presentar pérdidas agregadas en 1992. La principal causa de esta evolución es el aumento de la morosidad, consecuencia de la crisis económica, pero también el escaso crecimiento del volumen de negocio y las dificultades de las entidades para captar nuevo capital.

3. ESTRUCTURA DEL CAPITAL Y PARTICIPACIÓN DEL SECTOR PÚBLICO EN EL MISMO

Existen dos tipos de socios en las SGR, los socios partícipes, beneficiarios de las garantías de la sociedad, y los socios protectores. En las 26 SGR de las que se dispone de datos a 31 de diciembre de 1992, los socios protectores, aunque muchos menos que los partícipes (900 frente a más de 39.500) aportaban el 64,3 % del capital desembolsado, más de 8 mil millones de pesetas (cuadro 1), y eran mayoritarios en 22 entidades, entre ellas cinco no operativas. Desde 1989, su participación relativa se ha reducido en más de cinco puntos porcentuales (del 69,8 % al 64,3 %), como consecuencia, principalmente, de las amortizaciones de pérdidas con cargo a capital soportadas por las sociedades en saneamiento.

Los partícipes solo son mayoría en cuatro entidades, aunque éstas (entre las que se encuentran dos de las más importantes por tamaño) mantienen el 38 % del riesgo vivo del sector, porcentaje que ha aumentado cuatro puntos desde 1989. Al mismo tiempo, en esas entidades, el capital medio aportado por los partícipes, cifrado en torno a las 300 mil pesetas, triplica la participación media de este tipo de socios en las restantes sociedades.

Entre los socios protectores, los más importantes proceden del sector público, cuyos organismos os-

Estructura de capital de las Sociedades de Garantía Recíproca, en porcentaje de total desembolsado

	1989	1992
Socios protectores	69,8	64,3
Sector público	57,6	50,7
Comunidades Autónomas	27,9	34,6
Administración del Estado	21,5	7,5
Administraciones Locales	8,2	8,6
Entidades privadas	11,2	13,6
Entidades financieras		
(EC + seguros)	7,7	8,7
Asociaciones empresariales y otros	3,5	4,8
Socios partícipes	30,2	35,8
TOTAL	100,0	100,0
PRO MEMORIA:		
Capital medio en miles de pesetas:		
Socios protectores	8.748,7	9.033,1
Socios partícipes	98,9	114,9
Número de socios protectores	899	906
Número de socios partícipes	34.349	39.529
Socios protectores por sociedad	34,6	34,8
Socios partícipes por sociedad	1.321,1	1.520,3

Fuentes: CEGGAR y estimación propia.

tentan el 50,7 % del capital total (6,5 mil millones de pesetas), frente a un 13,6 % de entidades privadas y personas físicas (1,7 mil millones). El sector público es el socio protector más importante en 21 de las 22 SGR donde este tipo de socios es mayoritario, llegando a ostentar más de la mitad del capital en 12, o 19, si se añaden las participaciones de algunos intermediarios financieros —esencialmente, cajas de ahorros—, que parecen ir ligadas a los mismos objetivos de política económica; los protectores privados solo son mayoritarios en una entidad, no operativa.

Entre las entidades públicas, las Comunidades Autónomas (CCAA), con 4,5 mil millones en aportaciones (34,6 % del total), son las más relevantes. Prácticamente, participan en todas las SGR, casi siempre con participaciones superiores al 20 %. Desde 1989, las CCAA han aumentado su participación en siete puntos, sustituyendo el papel promotor que el Instituto para la Pequeña y Mediana empresa (IMPI) había desempeñado hasta entonces.

Las Administraciones Locales, con una aportación que alcanza el 8,6 % del total, y que se mantiene estable desde 1989, suelen complementar las aportaciones de las CCAA. La práctica totalidad de aquellas aportaciones ha sido realizada por las Diputaciones, que participan en el capital de 14 de las 26 entidades existentes, siendo mínima la contribución de los Ayuntamientos.

Las participaciones procedentes de la Administración Central se concentran en sociedades en saneamiento o poco activas, ya sea con carácter mayoritario,

caso de las del Patrimonio del Estado, ya minoritario, en el caso del IMPI. En conjunto, los dos organismos mantienen el 7,5 % del capital de las SGR, con una pérdida de 14 puntos desde 1989, atribuible al IMPI.

De los socios protectores privados, las entidades financieras son las más importantes, concentrando un 8,7 % del capital. El 4,8 % restante se reparte entre asociaciones de empresarios (2,6 %) y socios individuales, normalmente empresas.

Entre las entidades financieras, las cajas de ahorros, con un 6,5 %, son las que han hecho una mayor contribución al capital de las SGR. Esa contribución alcanza a la mayor parte de las SGR y, allí donde es significativa, suele completar, hasta alcanzar la mayoría del capital, la realizada por las CCAA. De las restantes entidades financieras, solo interesa citar a las entidades de crédito de capital público estatal (0,7 %), cuya única participación, mayoritaria, es, no obstante, equivalente al conjunto de las realizadas por la banca privada, y triple del total de las procedentes del sector asegurador.

4. EVOLUCIÓN DE LOS AVALES Y GRADO DE CONCENTRACIÓN DE LA ACTIVIDAD

A 31 de diciembre de 1992, el riesgo vivo de las SGR alcanzaba los 85.900 millones de pesetas (cuadro 2), con un incremento del 6 % respecto al año anterior, que consolida la reducción progresiva en su crecimiento. Esa cifra supone el 2 % del conjunto de avales mantenidos por las entidades de depósito, nivel prácticamente igual al de cuatro años antes, y muestra, junto con el importe absoluto de los avales solicitados, indicativo de la demanda de sus servicios, la escasa significación relativa de la actividad de estas entidades, en cifras agregadas.

El reducido crecimiento del riesgo vivo de estas entidades no parece ser consecuencia de una disminución en la demanda de avales (los solicitados en los dos últimos años han aumentado significativamente respecto al bienio precedente), sino de la política de riesgos seguida, con una reducción relevante, centrada, sobre todo en 1991, tanto en el porcentaje como en el importe medio de los avales concedidos respecto a los solicitados.

A la misma política parece responder la disminución experimentada por el plazo medio (ahora cinco años) al que se conceden los avales, dato que también es coherente con el aumento de los destinados a circulante y fianzas, en detrimento de los destinados a inversiones.

El 65,3 % del riesgo vivo se concentra en las cinco SGR más grandes (cuadro 3) (con riesgo vivo superior a 7 mil millones pesetas). El porcentaje es mucho menor, el 47,8 %, para el peso relativo de la suma de fondos propios y de garantía, en coherencia con la mayor capitalización aportada por el sector público a las entidades en saneamiento. Las SGR restantes tienen el 34,7 % del importe de los avales vigentes, situándose el riesgo medio por entidad en torno a los 1.500 millones.

El grado de concentración del sector ha aumentado desde 1989, fecha en la que las cinco mayores solo mantenían el 55 % del riesgo vivo. Parte de ese comportamiento obedece a la falta de actividad en muchas de las entidades pequeñas, algunas ancladas en procesos de reestructuración de larga duración.

5. DISTRIBUCIÓN DEL RIESGO VIVO

En la distribución sectorial del riesgo vivo de las SGR, el sector industrial absorbe un 38,5 %. Este sector es, además, el único que aumenta su participación desde 1989, recogiendo la pérdida que expe-

CUADRO 2

Datos generales sobre avales

	1989	1990	▲	1991	▲	1992	▲
1. Riesgo vivo	65.747	72.934	10,9	80.965	11,0	85.852	6,0
2. Concesión de avales							
2.1. Solicitados	57.920	55.430	-4,3	64.972	17,2	69.695	7,3
2.2. Concedidos	41.073	41.079	0,1	40.251	-2,0	46.715	16,1
2.3. (2.2/2.1 * 100)	70,9	74,1		62,0		67,0	
PRO MEMORIA:							
Importe medio:							
Avales solicitados	10,42	11,87		14,58		13,57	
Avales concedidos	9,57	10,77		12,04		12,01	
Plazo medio (meses):							
Avales concedidos	65	62		63		60	

Fuente: Banco de España.

Concentración de las Sociedades de Garantía Recíproca

	Riesgo vivo		Fondos propios y Fondo de garantía	
	1989	1992	1989	1992
	%			
Cinco medianas	55,0	65,3	51,8	47,8
Resto	45,0	34,7	48,2	52,2
Total (en millones de pesetas)	65.747	92.872	16.201	21.728

Fuente: Banco de España.

rimentan el sector primario y, en menor medida, el terciario, que es todavía el principal beneficiario de los avales de las SGR. La participación del sector de la construcción está estabilizada.

No obstante, este mayor crecimiento del sector industrial no parece asentarse en una mayor dedicación al aseguramiento de nuevas inversiones. Según datos facilitados por CESGAR, y aunque las garantías concedidas a créditos cuyo destino es la inversión siguen siendo las más importantes, con un 64 % del riesgo vivo, los avales a créditos a capital circulante y las fianzas técnicas son los destinos más dinámicos en los últimos años, y alcanzan ya el 34,6 %.

Por prestamistas, los créditos concedidos por las cajas de ahorros son los que reciben más avales, un 44 % (cuadro 4), lo que se explica por la vinculación de las SGR a la política autonómica de fomento a las PYME y por la común colaboración de las cajas en esa estrategia. Ahora bien, los avales a créditos de la banca han aumentado sensiblemente en los cuatro últimos

años, llegando casi a duplicar su importe, reduciendo a la mitad la diferencia que los separaba de los de las cajas.

Las garantías complementarias dominantes en los avales vigentes siguen siendo las personales (45,4 %), si bien las reales han aumentado en los últimos años, pasando de un 25 % en 1989 a casi un 34 % en 1992 (cuadro 4). Ese comportamiento y la ligera reducción de los avales sin garantía son consistentes con una política de riesgo más rigurosa, cuya existencia ya han sugerido otros indicadores.

6. ESTRUCTURA Y EVOLUCIÓN DEL BALANCE (2)

El cuadro 5 muestra la estructura patrimonial de las SGR en los cuatro últimos ejercicios. Dado el negocio especializado de estas entidades, esa estructu-

(2) El análisis que abordan este punto y el siguiente, sobre la estructura patrimonial y la evolución de los resultados de las SGR, se refiere exclusivamente al agregado constituido por las 21 sociedades operativas.

Distribución del riesgo vivo

Millones de pesetas y porcentaje

	1989	% s/total	1990	% s/total	1991	% s/total	1992	% s/total
SECTORIAL:								
Sector primario	6.411	9,8	6.307	8,6	6.416	8,0	5.972	7,0
Sector industrial	22.294	33,9	26.260	36,0	29.945	37,0	33.061	38,5
Sector construcción	7.033	10,7	6.640	9,1	8.131	10,0	8.726	10,2
Sector terciario	30.009	45,6	33.727	46,2	36.473	45,0	38.093	44,4
Total	65.747	100,0	72.934	100,0	80.965	100,0	85.852	100,0
POR PRESTAMISTAS:								
Banca privada	12.056	18,3	13.186	18,1	17.873	22,1	22.377	26,1
Cajas de ahorros	33.110	50,4	35.886	49,2	37.657	46,5	37.779	44,0
Cooperativas de crédito	4.554	6,9	5.018	6,9	5.039	6,2	5.587	6,5
Otras entidades financieras	11.812	18,0	12.908	17,7	13.851	17,1	9.373	10,9
Proveedores	4.215	6,4	5.936	8,1	6.545	8,1	10.736	12,5
Total	65.747	100,0	72.934	100,0	80.965	100,0	85.852	100,0
POR GARANTÍAS COMPLEMENTARIAS:								
Real	16.656	25,3	20.485	28,1	25.921	32,0	28.953	33,7
Personal	34.915	53,1	36.543	50,1	36.764	45,4	38.949	45,4
Sin garantía	14.176	21,6	15.906	21,8	18.280	22,6	17.950	20,9
Total	65.747	100,0	72.934	100,0	80.965	100,0	85.852	100,0

Fuente: Banco de España.

Estructura de balance de las Sociedades de Garantía Recíproca (21 entidades operativas)

	DIC 1989		DIC 1990		DIC 1991		DIC 1992	
	MPTA	% ESTR						
Tesorería	904	5,6	821	4,3	696	3,0	791	3,3
Deudores op. tráfico y normales	1.067	6,6	1.403	7,4	2.106	9,2	1.797	7,6
Deudores en mora y dudosos (a)	1.402	8,7	2.045	10,8	2.582	11,3	3.766	15,8
Cartera de valores (a)	11.185	69,1	12.641	66,5	14.902	64,9	14.430	60,7
Inmovilizado	1.031	6,4	1.447	7,6	1.940	8,5	2.220	9,3
Diversas y periodificación	603	3,7	621	3,3	718	3,1	772	3,2
Total activo = Total pasivo	16.192	100,0	18.998	100,0	22.944	100,0	23.776	100,0
Fondos propios y resultados	9.346	57,7	10.125	53,3	10.872	47,4	11.243	47,3
Fondo de garantía	5.686	35,1	7.130	37,5	9.534	41,6	9.702	40,8
Entidades de crédito	1	—	118	0,6	197	0,9	420	1,8
Otros fondos ajenos	399	2,5	744	3,9	937	4,1	1.231	5,2
Diversas y periodificación	760	4,7	851	4,5	1.404	6,1	1.180	5,0
Riesgo vivo	61.436		70.128		78.830		84.633	
Crecimiento activo total	19,5		17,6		20,8		3,6	
Crecimiento deudores dudosos	41,5		45,9		26,3		45,9	
Crecimiento fondo garantía	33,5		25,4		33,7		1,8	
Crecimiento riesgo vivo avales	25,8		14,1		12,4		7,4	
RATIOS EN PORCENTAJE:								
Deudores dudosos netos s/dudosos bruto	49,7		55,4		56,0		64,6	
Deudores dudosos netos s/fondo garantía	24,7		28,9		27,1		38,8	
Deudores dudosos netos s/riesgo vivo	2,3		2,9		3,3		4,4	
Fondo garantía libre/fondo garantía	75,3		71,3		72,9		61,2	
Fondo garantía libre/avales vivos	7,0		7,3		8,8		7,0	
Fondos propios/riesgo total	12,0		11,4		10,7		10,4	
Fondo garantía libre más fondos propios/riesgo total	17,6		17,1		17,5		15,8	

Fuente: Banco de España.

(a) Neto de provisiones.

ra es muy simple: en el pasivo dominan, con cifras en torno al 90 %, los fondos propios y el fondo de garantía, y dos tercios de su activo está constituido por inversiones financieras (cartera de valores y tesorería).

Los fondos propios son, casi en exclusiva (más del 90 %), aportaciones a capital, siendo mínimas las reservas acumuladas en los casi 15 años de vida de las SGR. Por su parte, el fondo de garantía se integra, en sus tres cuartas partes, con aportaciones ordinarias de los socios partícipes (constituidas normalmente por un porcentaje sobre los créditos avalados a cada uno), proviniendo el resto, de los protectores o de aportaciones externas. Dado el carácter mutualista de estas entidades, el fondo de garantía constituye, teóricamente, un patrimonio separado del de la sociedad, que tiene como finalidad responder, mientras sea suficiente, de los créditos avalados no atendidos por los socios, y cuyo cargo solo puede producirse, normalmente, por amortización de créditos fallidos y por reembolsos de sus contribuciones a los socios que hayan abonado puntualmente sus créditos (minorados en la parte usada con la finalidad anterior).

En el lado del activo, las inversiones financieras se materializan, al menos en un 85 %, en valores de renta fija (de ellos, el 60 % en fondos públicos), situándose el resto, con una mínima inversión en valores de renta variable, en depósitos bancarios y en otros activos financieros.

No obstante, esa estructura ha dado muestras de cierta inestabilidad en los últimos años. El progresivo incremento de los socios que no hacen frente a sus riesgos (las cuentas de activos morosos y de inmovilizado —cuyo aumento puede explicarse por adjudicaciones en pago de deudas— han pasado del 15 % al 25 % del activo total en los últimos cuatro años) ha provocado una disminución paralela en el peso relativo de las inversiones financieras, que, de representar el 75 % del activo en 1989, han caído al 64 % en 1992. Ese crecimiento de los socios en mora ha sido especialmente elevado en 1992 (46 %).

Del lado de las fuentes de financiación, es destacable el debilitamiento continuo de los fondos propios, que han perdido 10 puntos porcentuales (del 57,7 %

al 47,3 %) de su peso en balance desde hace cuatro años. Esa evolución refleja, en primer lugar, un escaso crecimiento, en términos absolutos, tanto del capital como de las reservas (ligadas a la escasa rentabilidad de estas entidades) y, en segundo lugar, tanto el progresivo aumento de los recursos ajenos, que, pese a mantenerse en cotas muy pequeñas (8 % del pasivo total), han triplicado su peso en balance desde 1989, como, sobre todo, el fuerte crecimiento de los fondos de garantía hasta 1991 (en 1992 estos fondos se mantienen estables), incremento que es atribuible, en más del 50 % de su importe absoluto, a contribuciones realizadas por los socios protectores o a aportaciones externas.

En la evolución comentada del fondo de garantía también ha influido la práctica seguida por muchas SGR de constituir buena parte (en algún ejercicio, más del 50 %) de las provisiones por insolvencias con cargo a resultados ajenos a los de dicho fondo. Esta política, que se ha amortiguado en 1992, podría estar destinada a reducir el efecto desalentador que el carácter mutualista de las entidades induciría en los socios que cumplen correctamente sus compromisos, y, con ello, a favorecer la expansión del negocio.

La nota más característica del ejercicio es, como ya se ha comentado, el fuerte aumento de los deudores en mora, que alcanzan ya, respecto al riesgo vivo por avales, un 4,4 % (6,8 % si es bruto de provisiones), y que consumen un 38,8 % de los fondos de garantía disponibles. Ese aumento de la morosidad, y la disminución de su cobertura específica con provisiones (pese a las dotaciones relevantes de los últimos años), podría reflejar una mayor incidencia de la crisis económica en las pequeñas y medianas empresas que integran las SGR.

No obstante, los datos muestran que ese aumento de la morosidad no solo se produce en los años de deterioro económico, sino incluso en años de bonanza (1989 y 1990), lo que sería consistente con los datos que indicaban la existencia, hasta hace muy poco tiempo, de una política de riesgo menos rigurosa que la actual.

La disminución de la cobertura específica frente al crecimiento de la morosidad se ha trasladado, en 1992, a la estructura global de solvencia de las entidades, tal y como muestran el debilitamiento del fondo de garantía libre (3) y, sobre todo, la reducción de la *ratio* que relaciona la suma de los recursos propios y el fondo de garantía sobre el riesgo total.

La evolución de esta última *ratio* no debe hacer olvidar que su nivel global presenta cotas elevadas, si se la compara con el coeficiente de solvencia de las entidades de depósito, del que constituye una

(3) La parte del fondo de garantía, neto de activos dudosos y en mora, disponible para cubrir el riesgo vivo por avales.

aproximación (4). No obstante, esta comparación debe formularse con cautela, en la medida en que los riesgos de las SGR se concentran en un tipo de crédito al sector privado, nuevas inversiones de pequeñas y medianas empresas, cuyo riesgo medio está mostrando ser mayor que el común a las entidades de depósito.

La *ratio* que relaciona su cifra de capital con los riesgos totales también muestra una caída significativa: ahora se sitúa en el 10,4 %, frente al 12 % de 1989; esto es reflejo tanto de la escasa capacidad de las entidades para generar beneficios (ver punto siguiente) como de sus dificultades en la captación de capital.

7. CUENTA DE RESULTADOS

En 1992, las SGR operativas han mostrado, por primera vez desde 1989, pérdidas en su cuenta de resultados global, por importe de 208 millones de pesetas (cuadro 6), que contrastan con los 150 millones de beneficio del ejercicio 1991. Esas pérdidas se concentran en siete entidades, pero, de las restantes, solo seis muestran beneficios de cierta significación para su tamaño.

Ese deterioro general de la cuenta tiene como causa principal el aumento de los activos en mora, cuyos efectos se han dejado sentir por dos vías. De un lado, ha sido determinante para explicar el estancamiento de los productos de la inversión del patrimonio (aunque en él haya influido también la reducción de los tipos de interés), principal componente, hasta 1992, de los ingresos ordinarios de las SGR. Las comisiones por avales, aun siendo ésta la actividad básica de las SGR, solo en 1992 llegan a superar a los productos de la cartera; su crecimiento (9 %) muestra, por otra parte, un retroceso sobre años anteriores, coherente con la evolución del volumen de avales. Estos comportamientos han provocado una brusca caída del margen de explotación (-22,2 %) y han esterilizado la relativa contención de los gastos de explotación en el ejercicio.

Los resultados del fondo de garantía (5) muestran elevadas pérdidas (304 millones), reflejo, a su vez, de la elevación en las dotaciones de insolvencias a su cargo, de las amortizaciones de créditos fallidos y del debilitamiento en los productos de sus inversiones. No obstante, el aumento de las cargas por morosidad no es tan gravoso como sugieren las cifras del fondo, ya que está compensado parcialmente por la disminución de las aplicadas directamente a los resultados ajenos a dicho fondo.

(4) Aunque el fondo de garantía está, en realidad, constituido por fondos reembolsables, su vinculación a los riesgos de la sociedad permite asimilarlo, en cierta forma, a los recursos propios.

(5) El desglose disponible de la cuenta de resultados del fondo impide un análisis completo de su comportamiento, aunque debe señalarse que las pérdidas de 1992 serían aún mayores, y cambiaría el signo de los resultados positivos de años anteriores, si se dedujeran los intereses cargados a los socios morosos, que las SGR anotan en el haber de dicha cuenta.

CUADRO 6

Cuenta de resultados (21 entidades operativas)

Millones de pesetas

	1989	▲	1990	▲	1991	▲	1992	▲
Productos de la inversión del patrimonio	787	18,2	1.000	27,1	1.062	6,2	1.055	-0,7
Comisiones por aval	728	26,1	812	11,5	972	19,7	1.059	9,0
Otros productos-costes ordinarios	-82	74,5	-87	6,1	-86	-1,0	-83	-3,5
Total productos ordinarios	1.433	19,8	1.725	20,4	1.948	12,9	2.031	4,3
Gastos de explotación	-1.148	18,7	-1.359	18,4	-1.529	12,5	-1.705	11,5
<i>Gastos de personal</i>	-671	21,3	-799	19,1	-890	11,4	-988	11,1
<i>Gastos generales</i>	-394	14,9	-468	18,8	-536	14,5	-610	13,8
<i>Amortización</i>	-83	16,9	-92	10,8	-103	12,0	-107	3,9
Margen de explotación	285	24,5	366	28,4	419	14,5	326	-22,2
Resultados extraordinarios	109	16,0	130	19,3	106	-18,5	-48	-145,3
Resultados fondo de garantía	136	-21,4	72	-47,1	-72	-200,0	-304	322,2
Dotaciones a provisiones (neto)	-113	-55,2	-168	48,7	-303	80,4	-182	-39,9
Resultado contable	417	70,9	400	-4,1	150	-62,5	-208	-238,7
PRO MEMORIA:								
Rentabilidad recursos propios (a)	3,19		3,36		0,74		0,87	
Rentabilidad inversiones financieras	11,07		11,90		11,61		11,06	
Comisión avales	1,32		1,23		1,30		1,30	
Avales por empleado (miles de pesetas)	254		268		272		327	
Empleados por sociedad	9,8		10,9		10,9		10,9	

Fuente: Banco de España.

(a) Los resultados contables considerados no incluyen los del fondo de garantía.

Las pérdidas del ejercicio reflejan también el cambio de signo en los resultados extraordinarios.

Pese al eventual carácter coyuntural de alguno de los factores enunciados, y a la libertad con que las entidades asignan sus provisiones por insolvencia entre los resultados del fondo de garantía y los ajenos a él, la evolución global de la cuenta de explotación en los cuatro últimos años muestra un deterioro continuo del resultado contable, en especial del propio de las sociedades. En efecto: si se excluyen los resultados del fondo de garantía, los asignados a las SGR habrían pasado desde cifras en torno a los 300 millones en 1989 y 1990, a los 78 y 96 millones contabilizados en 1991 y 1992, respectivamente, y ello a pesar de que, precisamente en 1991, se elevó signifi-

cativamente, desde el 1,1 % al 1,3 %, la comisión media practicada en los avales concedidos.

Naturalmente, el deterioro de los resultados ha influido sobre la tasa de rentabilidad del capital, que, si ya era tradicionalmente muy baja (en torno al 3 %), desde 1991 se ha reducido extraordinariamente, encontrándose ahora por debajo del 1 %. Naturalmente, esas tasas no favorecen la entrada de nuevos recursos propios, y contribuyen a explicar tanto la caída ya comentada en la capitalización de las entidades como la debilidad (en su cuantía individual y en su importancia global) de las aportaciones a capital procedentes de los partícipes y de entidades privadas.

17.11.1993.

Indicadores de política fiscal en los países de la CE

Este artículo ha sido elaborado por José Manuel González Mínguez, del Servicio de Estudios.

1. INTRODUCCIÓN

En la mayoría de los países de la CE se ha producido, en los últimos años, un sustancial aumento de los déficit del sector público (cuadro 1), de tal forma que el déficit en el conjunto de la Comunidad ascenderá hasta niveles, posiblemente, superiores al 6 % en el presente año, frente al 2,7 % en 1989. El empeoramiento de las cuentas de las Administraciones Públicas y sus consecuencias en términos de aumentos de la deuda han puesto de manifiesto el dilema de política económica al que se enfrentan los gobiernos europeos, ya que, si bien el margen para utilizar la política fiscal de forma activa es prácticamente inexistente, los esfuerzos para contener el crecimiento de los déficit pueden suponer un freno a la recuperación. Por otro lado, en el marco del compromiso de los Estados miembros de la CE con el proceso de unión monetaria, las estrategias plurianuales de consolidación fiscal constituyeron un eje fundamental de la mayor parte de los programas de convergencia. Estos contenían, en general, objetivos explícitos de reducción del déficit, de forma tal que el límite fijado en el Tratado de Maastricht del 3 % del PIB se cumpliera en torno a 1996, con anterioridad al inicio de la tercera fase. Sin embargo, el profundo deterioro del ciclo económico ha postergado los esfuerzos de ajuste, al permitir la política fiscal la acción de los estabilizadores automáticos, e incluso una cierta relajación discrecional.

La evolución de la relación déficit observado/PIB no constituye un buen indicador del carácter expansivo o contractivo de la orientación de la política fiscal, a causa de la endogenidad del déficit respecto a la evolución cíclica de la economía. Para captar más apropiadamente el efecto de las decisiones discrecionales sobre las políticas de gastos e ingresos públi-

CUADRO 1

Déficit de las Administraciones Públicas en los países de la CE

En porcentaje del PIB

	1989	1990	1991	1992	1993 (a)
Alemania (b)	0,1	-2,0	-3,3	-2,8	-4,6
Francia	-1,3	-1,5	-2,1	-3,9	-5,9
Italia	-9,9	-10,9	-10,2	-9,5	-10,4
Países Bajos	-4,7	-4,9	-2,5	-3,3	-3,8
Bélgica	-6,7	-5,8	-6,6	-6,9	-7,0
Luxemburgo	6,0	—	-1,3	-1,6	-2,0
Reino Unido	0,9	-1,3	-2,8	-6,2	-7,7
Irlanda	-1,8	-2,5	-2,3	-2,4	-3,4
Dinamarca	-0,5	-1,5	-2,2	-2,4	-4,4
España	-3,5	-3,3	-4,9	-4,5	-7,2
Grecia	-17,7	-18,6	-16,3	-13,8	-13,2
Portugal	-3,4	-5,5	-6,4	-5,4	-5,7

Fuentes: Comisión Europea y Banco de España.

(a) Estimación.

(b) A partir de 1991, los datos corresponden a Alemania unificada.

cos, surge la necesidad de definir indicadores que tratan de eliminar el impacto de la posición de la economía dentro del ciclo sobre el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas. En la práctica, las aproximaciones a la separación de los componentes discrecional y cíclico del saldo presupuestario giran, por lo general, en torno a la idea de estimar el déficit público que se observaría en el caso de que la producción se encontrara sobre su nivel potencial, y poder descartar así el impacto del ciclo.

A priori, cabe esperar que, en la actual coyuntura recesiva, el deterioro de los saldos presupuestarios de los Estados miembros tenga, en buena parte, su causa principal en factores cíclicos, que reflejan la actuación de los estabilizadores automáticos. El tamaño del sector público en términos del PIB constituye un determinante fundamental de la extensión con la que operan los estabilizadores automáticos. Estos actúan, sobre todo, desde el lado de los ingresos, de forma que es razonable ajustar el conjunto de los mismos por el impacto del ciclo. Las fluctuaciones de la recaudación impositiva ante la posición cíclica de la economía son tanto mayores cuanto mayores sean los tipos impositivos sobre las rentas de las fuentes más sensibles al ciclo, la progresividad del sistema impositivo y la sensibilidad de la base impositiva a las fluctuaciones de la actividad. Estos efectos pueden manifestarse con algún retraso porque los impuestos se recauden con alguna demora en relación con el momento de generación de las rentas.

El gasto público reacciona, en general, en menor medida a la posición de la economía en el ciclo. La partida más directamente afectada es la constituida por las transferencias realizadas en el marco de los sistemas de protección al desempleo, a la que hay que añadir, principalmente, algunas otras prestaciones sociales. Por contra, la masa salarial de los empleados públicos o los subsidios a las empresas se ven afectados solo de forma indirecta por las oscilaciones de carácter cíclico de la actividad económica. Los pagos por intereses muestran también un cierto grado de sensibilidad a la coyuntura económica, pero la relación tampoco se establece de forma directa.

En la sección 2, se comentan, de forma general, los rasgos fundamentales que caracterizan la metodología de construcción de los indicadores de discrecionalidad de la política fiscal, y se definen los indicadores de la OCDE y del FMI. En el apartado 3, se presentan los indicadores de la OCDE calculados en el presente trabajo, así como los resultados acerca de la evolución de los componentes discrecional y cíclico de los déficit públicos observados en los países de la CE. Por último, la sección 4 presenta algunas conclusiones.

2. LAS MEDIDAS DE CAMBIOS DISCRECIONALES EN LA POLÍTICA FISCAL

Los indicadores de la acción discrecional de las autoridades pretenden medir los cambios presupues-

tarios discrecionales, a través del establecimiento de una distinción entre las variaciones en los ingresos y gastos públicos observados que son debidas a las decisiones de política y las variaciones que tienen su origen en otras causas (entre ellas, de manera destacada, las fluctuaciones de la actividad económica). Esto permite calibrar la orientación de la política fiscal en un determinado período y analizar la posible evolución futura de las finanzas públicas, dado que las decisiones discrecionales tendrán en principio un efecto sobre los déficit de los períodos posteriores a aquel en el que fueron introducidas, que solo se corregirá a través de otras medidas discrecionales, mientras que el efecto de las variaciones en los déficit originadas por el ciclo económico será transitorio y se corregirá por sí solo (salvo si fuesen tan profundas y duraderas que se tradujesen en cambios sustanciales en los volúmenes de deuda).

La cuantificación directa del efecto de las decisiones de las autoridades fiscales sobre los ingresos y gastos públicos es costosa, porque ello exigiría disponer de un volumen de información muy grande. Una posibilidad alternativa sería calcular el impacto sobre el saldo presupuestario del resto de factores, y, por diferencia con las magnitudes de gasto e ingreso observadas, se obtiene de forma residual una estimación del efecto de las decisiones de las autoridades.

En la práctica, el único factor que se aísla está constituido por las variaciones inducidas por el ciclo en los saldos presupuestarios. Pero el componente de las cuentas del sector público cuya evolución no es consecuencia de la actuación discrecional de las autoridades no es solo el resultado de la posición de la economía en el ciclo, sino también de otros factores más o menos exógenos. No obstante, por lo general, no se realiza corrección alguna por otros factores no discrecionales. La naturaleza inesperada de algunas perturbaciones exógenas puede incidir sobre el déficit observado, sin que ello sea el reflejo de una acción discrecional de las autoridades. Un buen ejemplo en este sentido lo constituye el impacto de la reunificación alemana. La omisión de la consideración explícita de factores demográficos puede tener consecuencias bastante relevantes en un horizonte temporal dilatado como el considerado en el presente trabajo, pero, al no tratarse de una perturbación inesperada, cabe pensar que la acción discrecional de las autoridades se anticipe en relación al momento en que los cambios en la composición por edades de la población dejan sentir su efecto. Por ello, es difícil distinguir las decisiones puramente discrecionales de las reacciones de las autoridades a perturbaciones exógenas.

El cálculo de los indicadores de actuación discrecional de las autoridades fiscales parte de la obtención de una serie del producto potencial de la economía, en torno a cuya senda de evolución fluctúa cíclicamente el producto observado. El procedimiento adoptado para la obtención del producto potencial es

el método de Hodrick- Prescott (1) para la descomposición de una serie en sus componentes tendencial y cíclico [Prescott (1986)].

Los indicadores calculados por la OCDE y el FMI constituyen dos aproximaciones distintas al problema de corregir el déficit observado por el efecto del ciclo para identificar el componente discrecional. La OCDE obtiene el déficit ajustado por el ciclo como diferencia entre el déficit observado y el cíclico. Para el cálculo de este último, considera que cada capítulo presupuestario muestra una distinta sensibilidad frente al ciclo. En concreto, presupone distintas elasticidades de cada capítulo de ingresos a la brecha entre el PIB nominal observado y el PIB nominal potencial en términos de este último. Para cada partida, los ingresos cíclicos son el producto de los ingresos observados por la elasticidad correspondiente y la brecha. Para los gastos en prestaciones por desempleo, la obtención del componente cíclico se describe en Chouraqui *et al.* (1990). Por último, se supone un comportamiento independiente del ciclo para las restantes partidas de gasto. Las variaciones entre dos períodos consecutivos en el déficit ajustado por el ciclo en proporción del PIB potencial constituyen el indicador de la OCDE, y recogen los cambios en los saldos presupuestarios debidos a la acción discrecional de las autoridades.

El indicador del FMI parte de la definición de un año base, en el cual se estima que el producto potencial y el observado coinciden, sin que ello implique establecer un juicio acerca de la deseabilidad del déficit observado para dicho período. El déficit cíclicamente neutral se define como el nivel de déficit que se observaría si el gasto y los ingresos públicos en cada período fueran, respectivamente, una proporción del producto nominal potencial y del producto nominal observado, idénticas a la del año base. Es, por tanto, el déficit que se hubiese observado en el caso de que, desde el año base, no se hubieran producido cambios discrecionales. La diferencia entre el déficit observado y el cíclicamente neutral es el componente discrecional, y las variaciones de este último componente, normalizadas por el PIB, constituyen el indicador de la acción discrecional de la política fiscal (impulso fiscal).

3. LA ORIENTACIÓN DE LAS POLÍTICAS FISCALES EN LOS PAÍSES DE LA CE

En los gráficos se presentan los indicadores de la OCDE (variación del déficit ajustado por el ciclo) calculados para los cinco países comunitarios de mayor tamaño (Alemania, Francia, Italia, Reino Unido y España). No se muestran los indicadores del FMI

(impulso fiscal), que ofrecen resultados muy similares. Los gráficos 1 a 5 presentan el indicador de la OCDE con datos para el período 1970-1994 (los datos correspondientes a 1993 y 1994 son previsiones), en los cuales se ha ajustado, exclusivamente, el conjunto de los ingresos, pero no los gastos en prestaciones por desempleo, puesto que esto último requiere un conjunto de información de difícil obtención (2). Aunque tal omisión es importante en el contexto actual de rápida elevación del desempleo en Europa, la magnitud del impacto cíclico sobre los déficit es, comparativamente, mucho más reducida que en el caso de los ingresos. En concreto: según un estudio de la OCDE, para el conjunto de países del área, un aumento de la tasa de paro en un 1 % genera un incremento del gasto público en una cuantía del 0,2 % del PIB (OCDE, 1993). Por su parte, los valores de las elasticidades de los ingresos proceden de Chouraqui *et al.* (1990).

Para la interpretación de los gráficos debe tenerse en cuenta que una variación positiva (negativa) del déficit ajustado por el ciclo en un período en relación con el anterior indica que la orientación de la política fiscal es más expansiva (contractiva) en el período más reciente. Además, si la variación discrecional es mayor (menor) que la observada, el ciclo está contribuyendo a reducir (aumentar) el déficit observado en la cuantía de la diferencia.

En el caso de Alemania, la política fiscal acomodó la perturbación originada por la primera alza en los precios del petróleo en los dos períodos inmediatamente posteriores (1974 y 1975), en los cuales, además, el ciclo hizo empeorar en mayor medida los saldos presupuestarios. La política fue contractiva en los dos años siguientes. En la primera mitad de la década de los ochenta (entre 1981 y 1985), se produjo una nueva fase de consolidación. En esta ocasión, se renunció al uso activo de la política fiscal para contrarrestar la nueva perturbación de los precios del petróleo. La política fiscal fue particularmente contractiva en 1989, pero los dos primeros años tras la reunificación alemana provocaron un nuevo aumento de los déficit discrecionales, iniciándose en 1992 un período de contracción, no reflejado apenas en el saldo observado, a consecuencia del impacto de la coyuntura particularmente negativa en 1993.

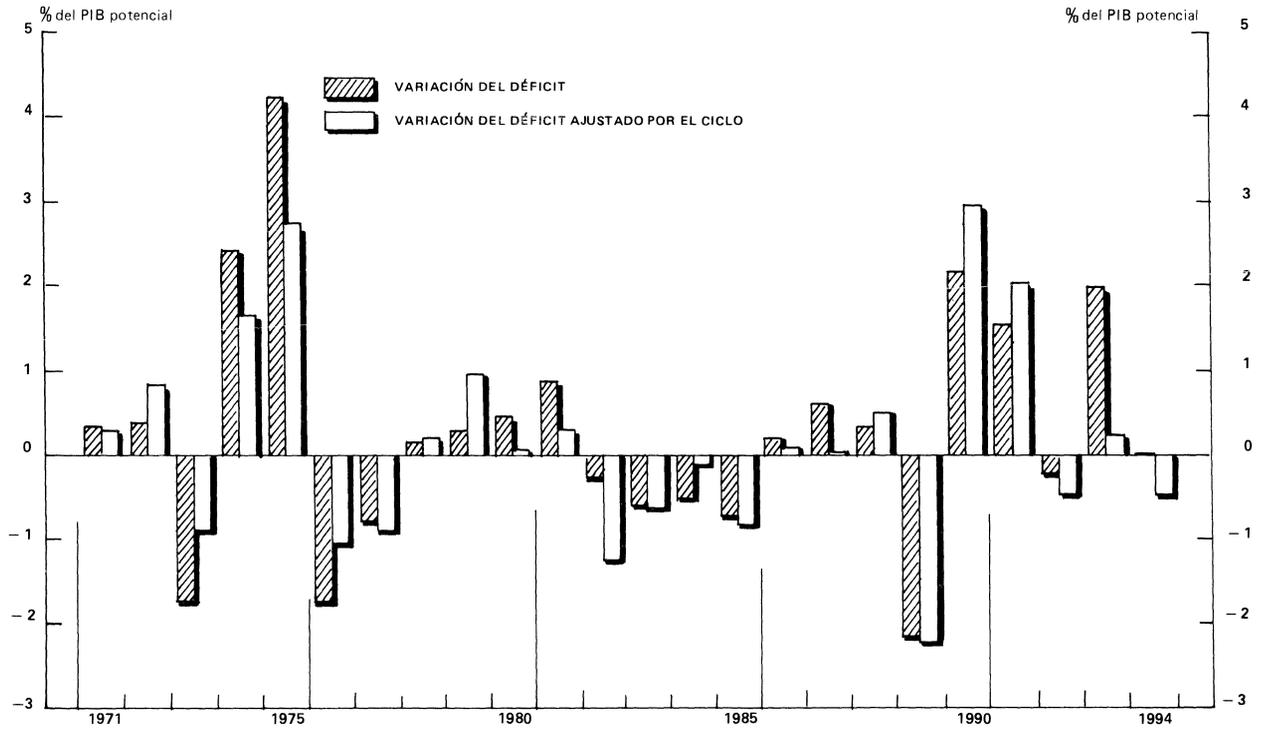
Francia ha registrado tres períodos relevantes de expansión fiscal en las últimas dos décadas y media, que tienden a reflejar una utilización más anticíclica de la política fiscal que en Alemania, en torno a las recesiones de 1975, 1981 y 1993. Las reducciones discrecionales del déficit más pronunciadas se produjeron entre 1979 y 1980, y entre 1984 y 1987, revelando que los ajustes a la baja de los déficit, tras los períodos de orientación expansiva, se produjeron con algún retraso en relación con Alemania.

(1) Para la descomposición de la serie, este procedimiento minimiza una función de pérdida que establece un *trade-off* entre la suma de los cuadrados de las desviaciones de la serie original alrededor de su tendencia (la bondad del ajuste) y la suma de los cuadrados de la tasa de aceleración del componente tendencial (la suavidad del ajuste). La elección a priori del valor del parámetro de la función de pérdida resuelve el *trade-off* entre ambos objetivos. En este trabajo, se ha elegido un valor del parámetro consistente con datos anuales con el escogido por Hodrick y Prescott para datos trimestrales, y que equivale, de forma aproximada, a eliminar del componente cíclico los ciclos de período superior a ocho años.

(2) Este ejercicio se realiza para un período más corto, tal y como se señala más adelante, a través de una aproximación distinta, que sería de dudosa fiabilidad para un período tan largo.

GRÁFICO 1

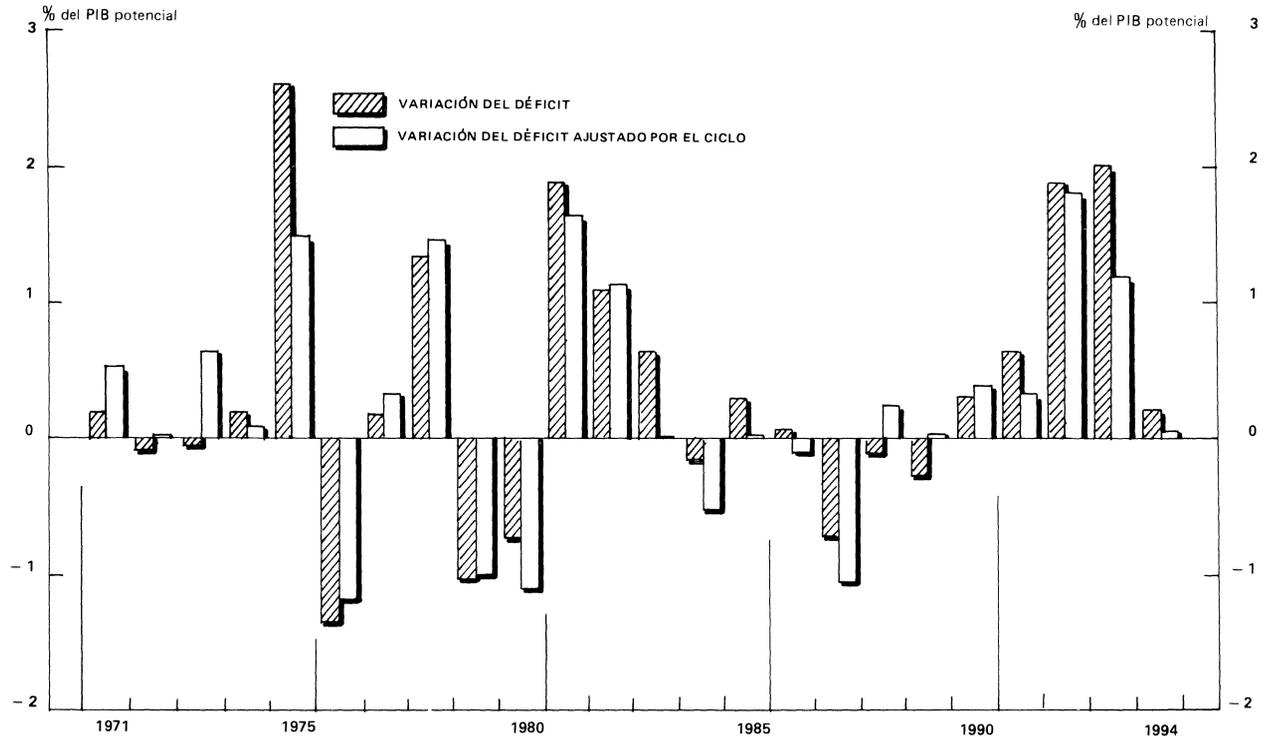
Variación del déficit observado y del déficit ajustado por el ciclo (OCDE)
Alemania (1971-1994)



Fuentes: Comisión Europea y Banco de España.

GRÁFICO 2

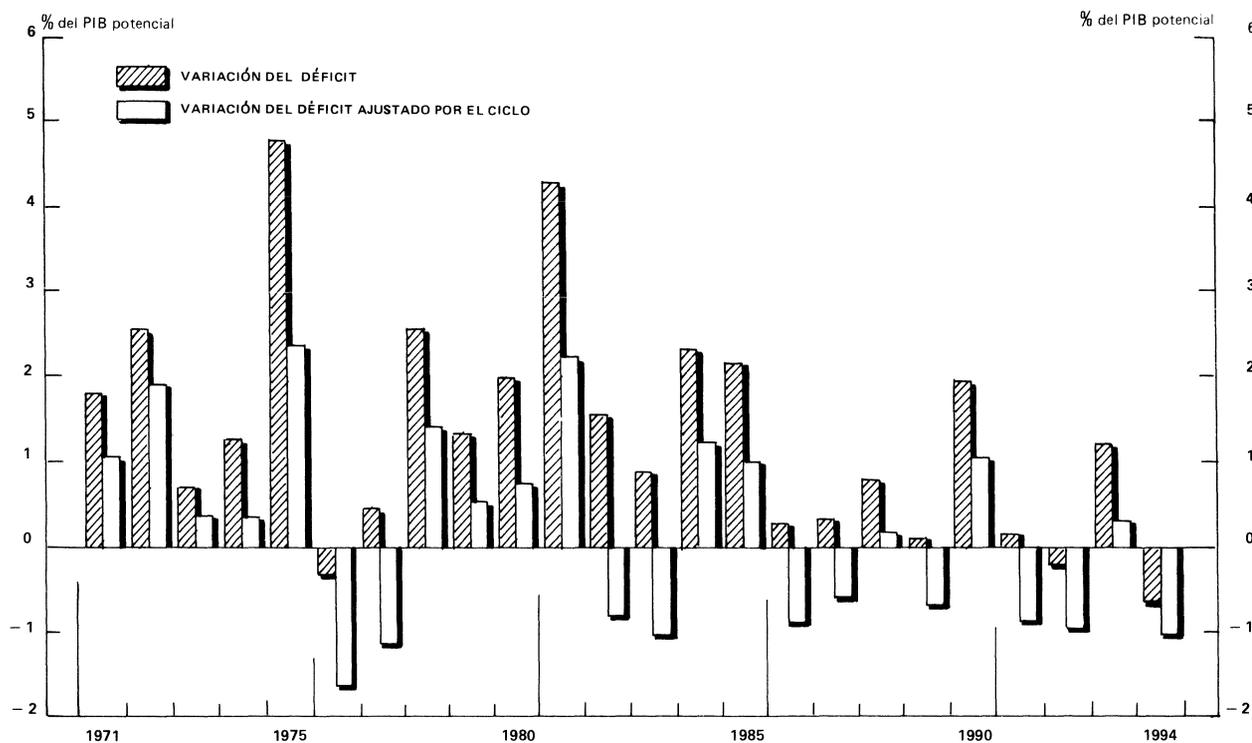
Variación del déficit observado y del déficit ajustado por el ciclo (OCDE)
Francia (1971-1994)



Fuentes: Comisión Europea y Banco de España.

GRÁFICO 3

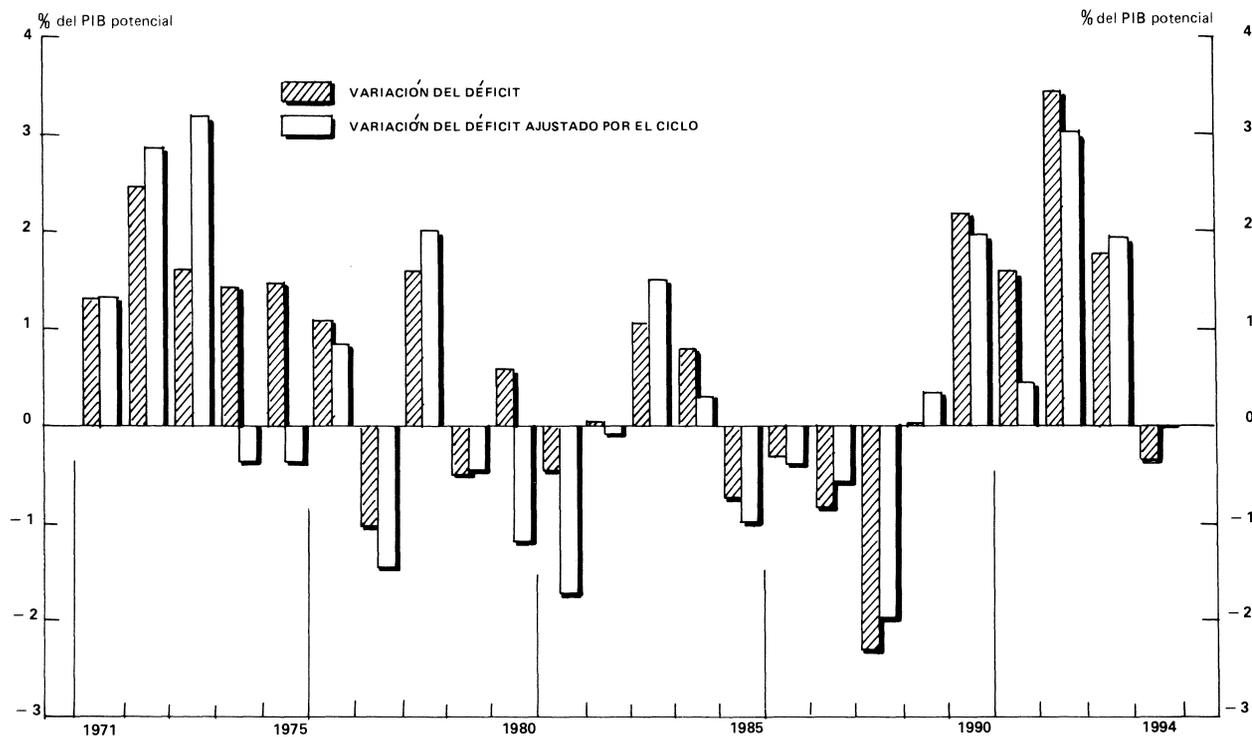
Variación del déficit observado y del déficit ajustado por el ciclo (OCDE)
Italia (1971-1994)



Fuentes: Comisión Europea y Banco de España.

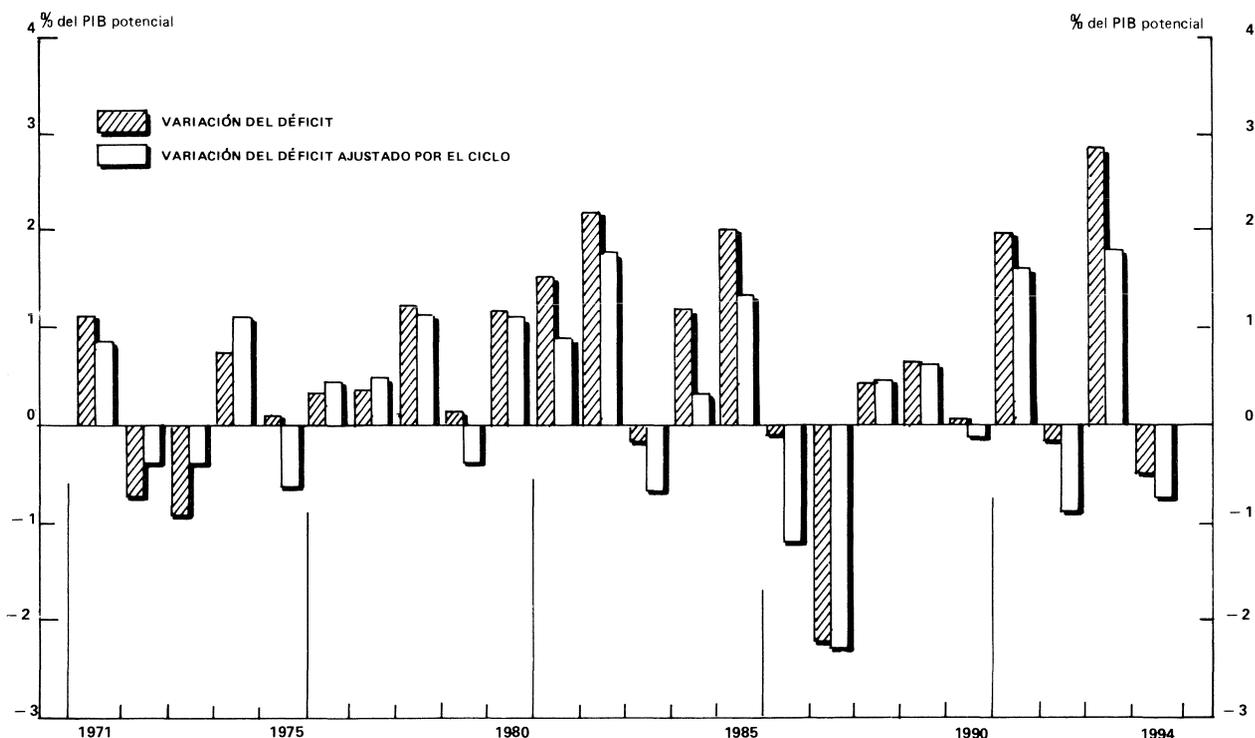
GRÁFICO 4

Variación del déficit observado y del déficit ajustado por el ciclo (OCDE)
Reino Unido (1971-1994)



Fuentes: Comisión Europea y Banco de España.

Variación del déficit observado y del déficit ajustado por el ciclo (OCDE)
España (1971-1994)



Fuentes: Comisión Europea y Banco de España.

En el caso italiano, el rasgo más marcado es la casi ininterrumpida sucesión de incrementos discretionales del déficit desde el inicio de la década de los años setenta hasta 1981. A partir de 1982, se inicia un período de cierta tendencia hacia la consolidación presupuestaria, que ha conducido a reducciones casi continuas del déficit discrecional (aunque éste ha aumentado ocasionalmente entre 1984 y 1985, en 1990 y, en menor medida, en 1993).

En el Reino Unido, el período 1971-1973 fue de fuerte expansión discrecional. Entre 1974 y 1975 los déficit observados continuaron ampliándose, pero, en este caso, por el efecto del ciclo, puesto que la política fiscal fue moderadamente contractiva. La contracción discrecional fue mucho más decidida y duradera entre 1979 y 1988, salvo el paréntesis en 1983-1984. Por el contrario, la utilización anticíclica de la política fiscal ha caracterizado los años transcurridos de la presente década (especialmente, en 1992), contribuyendo a un fuerte incremento del déficit observado, también impulsado por la recesión económica, cuyo impacto sobre el saldo de las Administraciones Públicas fue particularmente acusado en 1991.

En España, el tono de la política fiscal ha tendido a ser expansivo de forma casi ininterrumpida desde el inicio de la década de los años setenta hasta 1985. Los esfuerzos de consolidación fiscal que, en mayor o menor medida, se llevaron a cabo en la mayor parte de los países europeos a lo largo de los años ochenta,

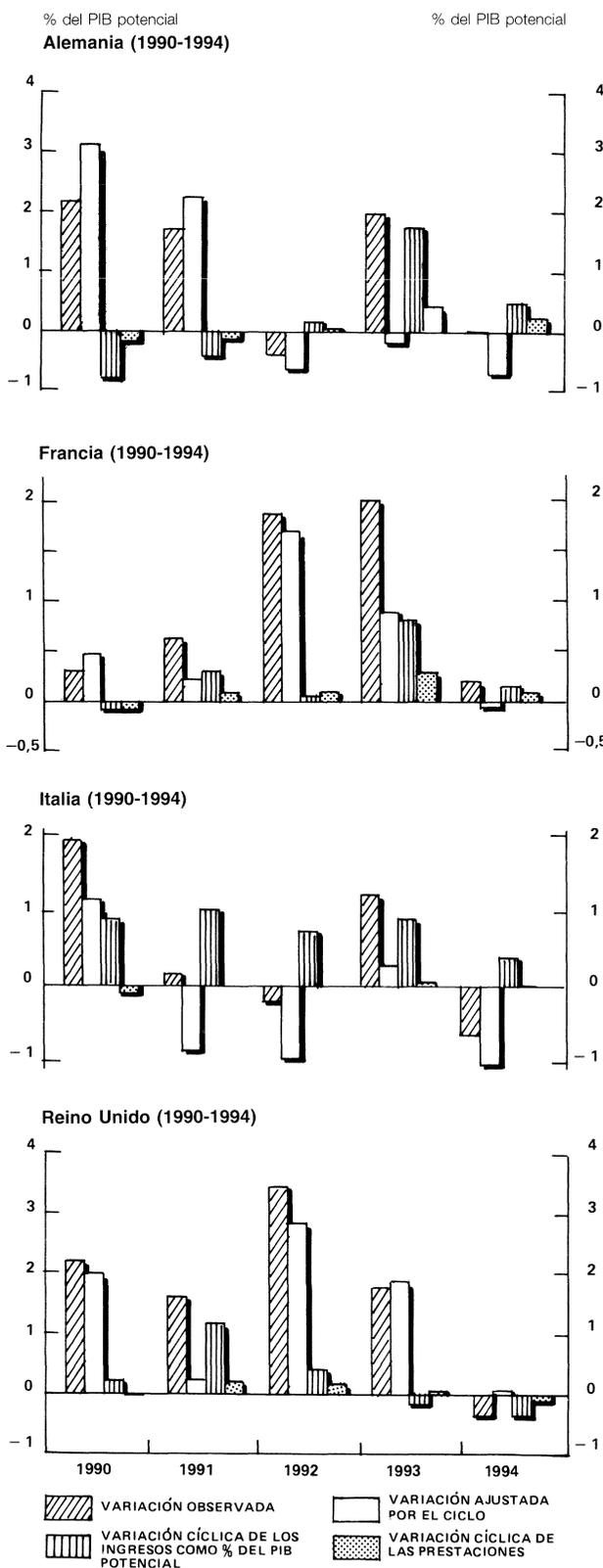
fueron postergados en España hasta 1986-1987. En los períodos posteriores, la política fiscal ha reanudado la senda expansiva, con particular intensidad en 1991 y 1993, y la excepción de 1992. Para 1994 se prevé una orientación más contractiva.

En el resto de países comunitarios no recogidos en los gráficos, se puede apreciar una pauta casi general (la excepción más notable es Grecia) de déficit discretionales en disminución durante la década pasada. En estos países, el deterioro, tanto observado como discrecional, en los últimos años tiende a ser menor que en los países de mayor tamaño.

En los gráficos 6 y 7 se desglosan las variaciones observadas en los déficit públicos en tres componentes: el de carácter discrecional y los derivados de la evolución frente al ciclo de los ingresos y de los gastos públicos, para el período 1990-1994. Para calcular el impacto del ciclo sobre el gasto en este capítulo presupuestario, se sigue una aproximación distinta de la considerada en Chouraki *et al.* (1990). En concreto: se utilizan las estimaciones ya mencionadas del impacto porcentual sobre el gasto público como porcentaje del PIB de un aumento de un punto porcentual en la tasa de paro, contenidas en OCDE (1993). Se escoge un período corto, porque es presumible que los valores de estas elasticidades no sean en absoluto constantes a lo largo del tiempo. Como era previsible, el impacto del ciclo sobre el gasto en prestaciones por desempleo es de tamaño considerablemente menor que el de los ingresos públi-

GRÁFICO 6

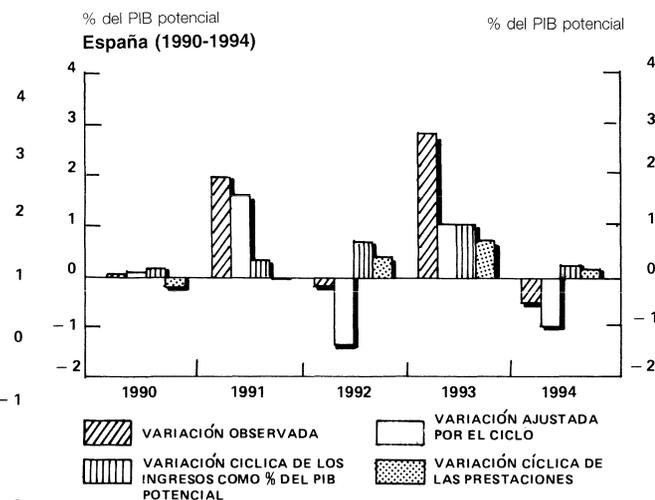
Variación del déficit: Descomposición en factores cíclicos y discretionales



Fuentes: Comisión Europea y Banco de España.

GRÁFICO 7

Variación del déficit: Descomposición en factores cíclicos y discretionales



Fuentes: Comisión Europea y Banco de España.

cos. En términos generales, la mayor variación en las tasas de paro de los países comunitarios se produce en 1993, período en que la recesión económica ha producido una pérdida notable de empleo, y, consiguientemente, un aumento en el gasto en prestaciones.

Alemania registró un incremento sustancial en las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas en 1990 y 1991, debido al crecimiento del déficit discrecional asociado a los costes del proceso de reunificación, y a pesar de la reducción del déficit por efecto de la expansión económica. A partir de 1992, el componente discrecional del déficit registra tasas de variación negativas, si bien el comportamiento cíclico de ingresos y gastos impide que este hecho se vea reflejado en reducciones del déficit observado (por el contrario, el aumento es sustancial en 1993, sobre todo, a causa de la menor recaudación impositiva cíclica).

En Francia, el deterioro de las cuentas públicas, en el conjunto del período, está asociado fundamentalmente al componente discrecional, aunque, en 1993, ambos componentes cíclicos presentan también un considerable empeoramiento.

En Italia, la elasticidad del gasto en prestaciones por desempleo, inferior a la media europea, y los menores aumentos relativos de la tasa de paro determinan una baja contribución de los gastos cíclicos a la evolución de los saldos presupuestarios. En cambio, la reducción en los ingresos cíclicos es motivo de empeoramiento de los déficit para todo el período 1990-1994. El componente discrecional tiende a operar en la dirección contraria.

El aumento del componente discrecional es el principal factor explicativo del aumento del déficit público en el Reino Unido entre 1990 y 1993, a excepción de 1991, período en que los ingresos experimentaron una fuerte reducción por efecto del ciclo. El crecimiento del déficit discrecional es máximo en 1992, a causa de las medidas expansivas adoptadas en torno a las elecciones

celebradas ese año. En 1993 y 1994, los ingresos cíclicos contribuyen a reducir el déficit, al igual que el gasto cíclico en el segundo de estos dos períodos.

En España, casi todo el empeoramiento en 1991 está producido por la actuación discrecional. En 1992, la acción contractiva de las autoridades se vio casi compensada por el deterioro cíclico, aunque el saldo observado registra aún una pequeña mejora global. El fuerte deterioro de 1993 está impulsado por contribuciones casi iguales de los tres componentes. En estos dos últimos años, los gastos cíclicos en prestaciones por desempleo registran un aumento muy notable, en comparación con otros períodos y países. En 1994, se espera que el deterioro cíclico resulte más que compensado por la corrección discrecional, de forma que el déficit observado en términos del PIB registre una disminución.

4. CONCLUSIONES Y CONSIDERACIONES ACERCA DE LAS LIMITACIONES DE LAS MEDIDAS

El conjunto de los resultados muestra algunos rasgos bastante generales de la evolución de los déficit observados y del tono de las políticas presupuestarias en el período que comprende desde 1970 hasta la actualidad. El primero de ellos es el considerable deterioro de las cuentas públicas como resultado del primer *shock* del petróleo (en particular, en 1975), imputable, en general, tanto al comportamiento discrecional como a los efectos cíclicos. Además, se observa que el proceso de consolidación fiscal de los años ochenta no se realizó con carácter simultáneo en todos los países. Mientras que en los casos de Alemania, Bélgica y Dinamarca tendió a producirse en los primeros años de la década, en otros países (España, Irlanda, Países Bajos y Portugal) se retrasó algunos años.

En relación con la evolución en la etapa más reciente, es preciso ser cautelosos con los datos para 1992, aún sujetos a posibles revisiones, así como con las previsiones para 1993 y 1994, en algunos casos tal vez demasiado optimistas. Aunque la evolución no es totalmente uniforme, se aprecia en los primeros años de la década actual un deterioro totalmente generalizado de los déficit observados (menor en el caso de Italia). En el resto de países comunitarios de menor tamaño no mostrados en los gráficos, el empeoramiento de los saldos presupuestarios es menos marcado, con la excepción de Dinamarca. Este deterioro está asociado, en parte, a factores cíclicos, pero también al componente discrecional, sobre todo en el Reino Unido y en Francia. En Alemania, la acción discrecional de la política fiscal fue expansiva entre 1990 y 1991, y contractiva con posterioridad. En España, el componente ajustado por el ciclo contribuyó al deterioro en 1991 y 1993, pero operó en sentido contrario en 1992.

Es preciso hacer notar que los cambios en los indicadores deben ser interpretados con precaución. En particular, no constituyen un indicador de sostenibilidad de la política fiscal. En el período tomado como referencia para el cálculo de las medidas de impulso fiscal del FMI, la economía se encuentra situada sobre

su producto potencial, es decir, este coincide con el PIB observado. En ese período, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas puede arrojar un déficit. Pero no por ello cabe la interpretación de que estas medidas estén sugiriendo una consideración normativa acerca de que ese nivel de déficit en relación al PIB sea recomendable. Los saldos presupuestarios ajustados por el ciclo no constituyen una medida de sostenibilidad de la política fiscal, sino que esta se deriva de la dinámica de la restricción presupuestaria del gobierno, en particular de la trayectoria seguida por el crecimiento real de la economía, los tipos de interés reales y el *stock* acumulado de deuda en relación al PIB, junto con el saldo primario.

Por otro lado, los movimientos en el saldo discrecional son indicativos de la orientación de la política fiscal, pero no deben ser empleados como una medida que capta el efecto de la política fiscal sobre la economía (ya que, por ejemplo, no recogen el efecto sobre el lado de la oferta de los programas de ingresos y gastos, ni la influencia de la política fiscal sobre los tipos de interés).

Como ya se ha señalado, ni siquiera es completamente correcta la interpretación de los ingresos y gastos corregidos por el ciclo como indicadores de acciones discrecionales de política fiscal, porque también recogen factores no relacionados estrictamente con esas acciones. Este es el caso de los cambios demográficos, las variaciones en los tipos de interés o el efecto de la inflación sobre la recaudación en el caso de los sistemas impositivos progresivos no indicados. Por último, a pesar de la utilidad de estos indicadores como medidas de la orientación fiscal, el grado de agregación en su construcción encubre muchas decisiones de ingresos y gastos, que pueden operar en sentidos opuestos.

19.11.1993.

BIBLIOGRAFÍA

- CHOURAQUI, J. C.; R. P. HAGEMANN, y N. SARTOR (1990). *Indicators of fiscal policy: a reassessment*; Department of Economics and Statistics. Working Paper n. 78, OCDE.
- FERNÁNDEZ, M. J.; M. NADAL, y J. C. SANZ (1993). *Indicadores de discrecionalidad fiscal: metodologías alternativas*; Documento de Trabajo SGPE-D-93004, Dirección General de Planificación, Ministerio de Economía y Hacienda.
- FMI (1993). *World Economic Outlook*; Fondo Monetario Internacional.
- GÓMEZ, Á. L. (1993). *Indicadores de la política fiscal: una aplicación al caso español*. Boletín económico, marzo, Banco de España.
- GONZÁLEZ-PÁRAMO, J. M.; J. M. ROLDÁN, y M. SEBASTIÁN (1992). *Cuestiones sobre política fiscal en España*; Documento de Trabajo n. 9209, Servicio de Estudios, Banco de España.
- HELLER, P. S.; R. D. HAAS, y A. S. MANSUR (1986). *A review of the fiscal impulse measure*. IMF Occasional Paper n. 44.
- OCDE (1993). *OECD Economic Outlook*, n. 53, OCDE.
- PRESCOTT, E. C. (1986). *Theory ahead of business-cycle measurement*; Carnegie-Rochester Series on Public Policy, 25, p. 11-44.

INFORMACIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA

TIPOS DE INTERÉS ACTIVOS LIBRES DECLARADOS POR BANCOS, CAJAS DE AHORROS Y ENTIDADES OFICIALES DE CRÉDITO

Situación al día 31 de octubre de 1993

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
GRANDES BANCOS					
BILBAO VIZCAYA	9,75	32,31	29,00	32,31	29,00
CENTRAL HISPANOAMERICANO	9,50	32,74	29,00	32,31	29,00
ESPAÑOL DE CRÉDITO	9,75	32,31	29,00	32,31	29,00
EXTERIOR ESPAÑA	9,75	32,31	29,00	32,31	29,00
POPULAR ESPAÑOL	10,00	31,25	27,50	30,47	27,50
SANTANDER	9,25	33,18	29,00	32,31	29,00
<i>Media simple</i>	9,67	32,35	28,75	32,00	28,75
RESTO BANCA NACIONAL					
ABEL MATUTES TORRES	12,66	30,39	-	30,39	-
ALBACETE	-	-	-	-	-
ALCALÁ	13,65	25,00	-	(4,00)	-
ALICANTE	9,75	32,31	29,00	32,31	29,00
ALICANTINO DE COMERCIO	-	-	-	-	-
ANDALUCÍA	10,00	31,25	27,50	30,47	27,50
BANCO 21	10,25	32,30	29,00	32,30	29,00
BANCOVAL	14,20	23,88	-	23,88	-
BANIF DE GESTIÓN PRIVADA	10,00	32,74	29,00	32,31	29,00
BANKINTER	9,25	32,30	29,00	32,30	29,00
BANKOA	10,25	32,31	-	32,31	-
BARCELONA	9,75	32,30	29,00	32,30	29,00
BILBAO MERCHANT BANK	12,75	-	-	-	-
CAIXABANK	12,00	28,65	26,00	28,65	26,00
CAJA POSTAL	9,75	28,82	27,00	29,86	27,00
CANTABRIA	15,87	28,07	25,00	23,88	22,00
CASTILLA	10,00	31,25	27,50	30,47	27,50
CATALÁ DE CRÉDITO	10,00	30,47	27,50	30,47	27,50
CATALANA	9,75	32,30	29,00	32,30	29,00
COMERCIO	9,25	32,31	29,00	32,31	29,00
CONDAL	-	-	-	-	-
COOPERATIVO ESPAÑOL	10,50	23,88	-	(4,00)	-
CREIPAS	11,50	24,36	22,00	23,88	22,00
CRÉDITO BALEAR	10,00	31,25	27,50	30,47	27,50
CRÉDITO CANARIO	11,75	32,31	29,00	32,31	29,00
CRÉDITO Y AHORRO	10,50	32,31	29,00	32,31	29,00
DEPÓSITOS	7,19	18,71	-	19,25	-
DESARROLLO ECONÓMICO ESPAÑOL	11,50	28,97	-	28,97	-
DIRECTO	9,75	33,18	29,00	33,18	29,00
ESPAÑOLA BANCA DE NEGOCIOS	14,00	27,44	25,00	27,44	25,00
ETCHEVERRÍA	10,38	29,33	-	28,65	-
EUROBANCA DEL PRINCIPAT	10,50	20,97	-	20,97	-
EUROPA	10,00	29,86	27,00	29,86	27,00
EUROPEO DE FINANZAS	13,00	29,86	27,00	(5,00)	-
EXPORTACIÓN	10,50	32,31	29,00	32,31	29,00
FINANZAS E INVERSIONES	12,68	21,55	-	21,55	-
FINANZIA	10,00	32,31	29,00	32,31	29,00
FINESOR	-	31,08	28,00	-	-
FOMENTO	10,25	32,31	29,00	32,31	29,00
GALICIA	10,00	31,25	27,50	30,47	27,50
GALLEGO	9,75	32,31	29,00	32,31	29,00
GENERAL	10,00	32,31	29,00	32,31	29,00
GESTIÓN E INVERSIÓN FINANCIERA	9,75	32,31	29,00	32,31	29,00
GRANADA	10,50	32,31	29,00	32,31	29,00
GUIPUZCOANO	11,00	31,10	29,00	32,31	29,00
HERRERO	10,00	20,40	19,00	20,40	19,00
HUELVA	-	-	-	-	-
INDUSTRIAL DE BILBAO	13,10	25,44	24,00	26,25	24,00
INDUSTRIAL DE CATALUÑA	9,75	32,30	29,00	32,30	29,00
INTERNACIONAL DE COMERCIO	9,75	32,74	29,00	32,31	29,00
INVERSIÓN	14,00	28,37	25,00	28,37	25,00

(Continuación) 2

Situación al día 31 de octubre de 1993

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
RESTO BANCA NACIONAL					
INVERSIÓN Y SERVICIOS FINANCIEROS	13,50	29,33	-	28,65	-
JEREZ	10,50	32,74	29,00	32,31	29,00
MAPFRE	10,50	27,44	-	27,44	-
MARCH	12,00	30,60	27,00	29,86	27,00
MERCANTIL DE TARRAGONA	11,50	32,74	29,00	32,31	29,00
MERIDIONAL	12,00	32,31	29,00	32,31	29,00
MURCIA	10,00	32,31	29,00	32,31	29,00
NEGOCIOS ARGENTARIA	9,75	33,18	29,00	33,18	29,00
NOROESTE	-	-	-	-	-
OCCIDENTAL	-	-	-	-	-
PASTOR	9,75	31,08	28,00	31,08	28,00
PENINSULAR	-	-	-	-	-
PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA	13,50	27,44	25,00	27,44	25,00
POPULAR INDUSTRIAL	13,00	31,25	27,50	30,47	27,50
PRIVANZA BANCO PERSONAL	10,75	20,40	19,00	20,40	19,00
PRIVAT BANK	13,50	28,07	25,00	28,07	25,00
PROMOCIÓN DE NEGOCIOS	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
PUEYO	10,66	28,65	26,00	28,65	26,00
SABADELL	10,00	30,32	27,00	30,32	27,00
SABADELL MULTIBANCA	11,25	30,32	27,00	30,32	27,00
SANTANDER DE NEGOCIOS	16,14	22,71	21,00	18,11	17,00
SEVILLA	-	-	-	-	-
SIMEÓN	9,75	32,31	29,00	32,31	29,00
SINDICATO DE BANQUEROS BARNA	14,75	32,31	29,00	32,31	29,00
TOLEDO	-	-	-	-	-
UNIVERSAL	10,80	28,65	-	28,65	-
URQUIJO	9,25	29,97	26,50	29,97	26,50
VALENCIA	9,50	32,31	29,00	32,31	29,00
VASCONIA	10,00	31,25	27,50	30,47	27,50
VITORIA	9,50	32,31	29,00	32,31	29,00
ZARAGOZANO	10,25	33,18	29,00	33,18	29,00
<i>Media simple</i>	<i>11,07</i>	<i>29,79</i>	<i>27,42</i>	<i>29,72</i>	<i>27,30</i>
BANCA EXTRANJERA					
ABBEY NACIONAL	9,75	22,00	-	22,00	-
A.B.N.	10,79	21,55	-	21,55	-
AMÉRICA	8,00	21,55	20,00	21,55	20,00
ARAB BANK PLC	10,50	30,00	-	30,00	-
ÁRABE ESPAÑOL	12,50	28,73	25,00	28,73	25,00
ASTURIAS	11,50	30,60	27,00	29,86	27,00
ATLÁNTICO	10,00	29,86	27,00	29,86	27,00
B.N.P.	10,25	31,10	29,00	(3,00)	-
BANKERS TRUST	10,35	22,00	-	22,00	-
BARCLAYS BANK PLC	9,75	32,31	-	32,31	-
BARCLAYS BANK S.A.E.	9,75	32,31	-	32,31	-
BRASIL	13,00	21,95	20,00	(3,00)	-
BRUXELLES LAMBERT	12,75	19,25	18,00	19,25	18,00
CAISSE NATIONALE CRÉDIT AGR.	13,85	24,36	-	(2,01)	-
CARIPLO S.P.A.	9,50	16,36	15,25	(2,00)	-
CHASE MANHATTAN	12,25	27,24	-	(3,08)	-
CHEMICAL BANK	10,25	28,39	25,00	(2,02)	(2,00)
CITIBANK ESPAÑA	10,50	32,31	29,00	(4,06)	(4,00)
CITIBANK N.A.	10,50	23,00	-	23,00	-
COMERCIAL TRASATLÁNTICO	11,00	29,86	27,00	29,86	27,00
COMMERCIALE ITALIANA	13,80	27,44	-	(2,50)	-
COMMERZBANK	11,91	21,55	20,00	21,55	20,00
COMPAGNIE BANCAIRE. SUC. ESP.	12,75	15,00	-	15,00	-
CONSOLIDADO ESPAÑA	12,55	26,56	-	27,44	-
CRÉDIT COMMERCIAL DE FRANCE	9,84	23,88	22,00	(4,06)	(4,00)
CRÉDIT LOCAL FRANCE, S. A.	12,50	28,65	26,00	(3,00)	-

(Continuación) 3

Situación al día 31 de octubre de 1993

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
BANCA EXTRANJERA					
CRÉDIT LYONNAIS	14,75	23,88	22,00	(4,00)	-
CRÉDIT LYONNAIS ESPAÑA	12,00	32,31	29,00	32,31	29,00
CRÉDIT SUISSE	10,25	21,55	20,00	19,25	18,00
CRÉDITO ITALIANO	11,50	26,00	-	26,00	-
DAI-ICHI KANGYO BANK LIMITED	9,75	19,72	-	(2,00)	-
DEUTSCHE	14,75	24,37	-	24,37	-
DEUTSCHE BANK CREDIT	11,00	29,86	27,00	29,86	27,00
DRESDNER	9,05	22,13	20,00	22,13	20,00
ESPIRITO SANTO	9,75	32,30	29,00	32,30	29,00
ESPIRITO SANTO E COM. LISBOA	14,50	24,00	-	24,00	-
ESTADO DE SAO PAULO	13,25	26,25	24,00	(10,00)	-
EXTERIOR DE LOS ANDES Y ESPAÑA	9,31	27,44	25,00	27,44	25,00
EXTREMADURA	11,63	33,71	29,00	33,71	29,00
FOMENTO EXTERIOR-PORTUGAL	14,75	33,18	29,00	33,18	29,00
FUJI	12,75	28,65	26,00	28,65	26,00
GENERAL BANK, BANCO BELGA	15,00	24,32	23,00	(3,00)	-
INDOSUEZ	10,50	20,00	-	20,00	-
INDOSUEZ ESPAÑA	11,50	25,58	23,00	25,58	23,00
INDUSTRIAL BANK OF JAPAN	10,00	26,82	24,00	26,82	24,00
INST. BANC. S. PAOLO DI TORINO	15,75	22,00	-	(4,00)	-
JOVER	12,00	32,31	29,00	32,31	29,00
JYSKE	12,28	32,80	29,00	32,80	29,00
LLOYDS	10,75	26,25	24,00	(4,06)	(4,00)
LUSO ESPAÑOL	11,63	33,71	29,00	33,71	29,00
MADRID	11,00	29,86	27,00	29,86	27,00
MIDLAND	10,22	26,56	25,00	(3,03)	(3,00)
MITSUBISHI	10,25	25,59	-	(2,00)	-
MORGAN GUARANTY TRUST	8,65	12,25	11,50	12,50	11,75
NACIÓN ARGENTINA	13,50	24,36	22,00	(4,00)	-
NAPOLI	11,50	18,97	17,50	(5,09)	(5,00)
NATIONAL WESTMINSTER	11,50	23,14	21,00	22,71	21,00
NATIONALE DE PARIS	10,25	31,10	29,00	(3,00)	-
NATWEST ESPAÑA	11,50	23,14	21,00	22,71	21,00
NAZIONALE DEL LAVORO	10,38	26,25	-	20,40	-
PARIBAS	10,50	21,55	-	(2,00)	-
PORTUGUES DO ATLANTICO	10,75	29,33	26,00	(4,07)	(4,00)
REAL	18,14	24,00	-	22,00	-
ROMA	14,93	21,00	20,00	(2,00)	-
ROYAL BANK OF CANADA	12,43	28,00	-	(2,00)	-
SAKURA BANK LTD.	9,25	22,00	-	22,00	-
SANWA	12,50	25,33	24,00	(2,00)	-
SAUDÍ ESPAÑOL	18,68	27,44	25,00	27,44	25,00
SOCIÉTÉ GÉNÉRALE	13,65	26,25	-	(3,03)	-
SUMITOMO	12,50	21,55	20,00	(2,02)	(2,00)
TOKAI	14,00	19,00	-	19,00	-
TOKYO	11,00	24,32	-	(2,02)	-
WESTDEUTSCHE LANDESBANK	13,50	27,44	25,00	27,44	25,00
<i>Media simple</i>	<i>11,77</i>	<i>25,69</i>	<i>24,03</i>	<i>25,84</i>	<i>24,47</i>
TOTAL					
<i>Media simple</i>	<i>11,35</i>	<i>27,91</i>	<i>26,09</i>	<i>28,39</i>	<i>26,55</i>
BANCA OFICIAL					
CRÉDITO AGRÍCOLA	9,75	32,31	-	32,31	-
CRÉDITO LOCAL DE ESPAÑA	-	18,81	18,00	19,25	18,00
HIPOTECARIO DE ESPAÑA	10,50	27,69	26,00	28,65	26,00
<i>Media simple</i>	<i>10,13</i>	<i>26,27</i>	<i>22,00</i>	<i>26,74</i>	<i>22,00</i>

(Continuación) 4

Situación al día 31 de octubre de 1993

CAJAS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
ASTURIAS	10,50	23,21	22,00	(4,00)	-
ÁVILA MONTE	10,50	27,44	-	27,44	-
BADAJOS	9,75	22,10	-	(4,00)	-
BALEARES	12,13	26,24	-	26,24	-
BILBAO BIZCAIA	9,50	26,25	24,00	26,25	24,00
BURGOS C.C.O.	12,01	23,15	-	21,55	-
BURGOS MUNICIPAL	11,46	21,00	20,00	21,55	20,00
CANARIAS GENERAL	13,10	27,44	-	(8,00)	-
CANARIAS INSULAR	11,95	29,86	27,00	29,86	27,00
CARLET	12,68	31,08	-	31,08	-
CASTILLA LA MANCHA	11,25	26,25	-	26,65	-
CATALUÑA	10,75	29,00	26,30	29,00	26,30
CECA	10,50	18,81	18,00	(2,00)	-
CÓRDOBA MONTE	12,00	24,04	22,75	24,77	22,75
CÓRDOBA PROVINCIAL	10,50	25,59	23,00	25,06	23,00
ESPAÑA DE INVERSIONES	12,55	27,44	-	(6,14)	-
EXTREMADURA	9,52	23,21	-	23,88	-
GALICIA	9,50	26,56	25,00	(4,00)	-
GERONA	10,50	27,44	-	27,44	-
GRAL. AH. DE GRANADA	11,00	26,56	25,00	27,44	25,00
GUADALAJARA	10,92	25,44	-	26,25	-
GUIPÚZCOA Y SAN SEBASTIÁN	10,50	25,44	24,00	25,44	24,00
HUELVA Y SEVILLA	11,00	26,56	-	27,44	-
IBERCAJA	10,38	24,00	-	24,00	-
INMACULADA DE ARAGÓN	10,92	25,44	-	26,25	-
JAÉN	14,00	26,56	-	27,44	-
LAYETANA	10,50	29,86	27,00	29,86	27,00
MADRID	10,50	23,88	22,00	(6,14)	-
MANLLEU	10,00	32,31	29,00	32,31	29,00
MANRESA	10,75	28,80	27,00	(8,00)	-
MEDITERRÁNEO	10,50	27,44	25,00	27,44	25,00
MURCIA	10,50	28,65	-	(8,00)	-
NAVARRA	10,50	25,44	24,00	26,82	24,00
ONTENIENTE	10,38	25,06	-	25,06	-
ORENSE	9,84	28,82	27,00	29,86	27,00
PAMPLONA MUNICIPAL	10,50	22,10	-	26,82	-
PENSIONES DE BARCELONA	12,00	32,30	29,00	32,30	29,00
POLLENSA	12,00	25,06	24,00	25,06	24,00
PONTEVEDRA	9,50	26,56	-	27,44	-
RIOJA	10,38	27,44	25,00	27,44	25,00
SABADELL	10,00	26,25	24,00	26,25	24,00
SALAMANCA Y SORIA	10,38	26,56	-	27,44	-
SANTANDER Y CANTABRIA	10,50	31,08	28,00	(6,17)	(6,00)
SEGOVIA	10,00	26,25	24,00	26,25	24,00
SEVILLA SAN FERNANDO	11,00	25,06	23,00	(5,09)	(5,00)
TARRAGONA	10,75	22,00	-	(5,00)	-
TARRASA	11,57	27,44	-	27,44	-
UNICAJA	11,50	26,56	25,00	27,44	25,00
VALENCIA, CASTELLÓN Y ALICANTE	10,50	27,44	25,00	27,44	25,00
VIGO	10,25	26,56	25,00	27,44	25,00
VILLAFRANCA DEL PENEDÉS	9,31	27,44	-	10,00	-
VITORIA Y ÁLAVA	9,92	24,32	23,00	25,06	23,00
TOTAL					
<i>Media simple</i>	10,83	26,28	24,59	26,93	24,91

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

CIRCULARES Y COMUNICACIONES VARIAS PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

COMUNICACIONES VARIAS DEL BANCO DE ESPAÑA

COMUNICACIONES VARIAS	CONTENIDO
Instrucción de 25 de octubre de 1993 (Ref. Int. CV 27/93)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Obligaciones del Estado, al 10,50 % a diez años, emisión de 17 de mayo de 1993. Subasta de noviembre de 1993.
Instrucción de 25 de octubre de 1993 (Ref. Int. CV 28/93)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Bonos del Estado, al 9 % a tres años, emisión de 17 de agosto de 1993. Subasta de noviembre de 1993.
Instrucción de 25 de octubre de 1993 (Ref. Int. CV 29/93)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Bonos del Estado, al 8,30 % a cinco años, emisión de 15 de octubre de 1993. Subasta de noviembre de 1993.
Instrucción de 25 de octubre de 1993 (Ref. Int. CV 30/93)	Entidades miembros del mercado de deuda pública en anotaciones. Obligaciones de RTVE, a quince años, al 9,45 %, emisión de 20 de octubre de 1993.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas durante el mes de noviembre de 1993

<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Fecha</i>	<i>Concepto</i>
BANCOS			
0209	ABBEY NATIONAL BANK, S.A.E.	10.11.93	Cambio de domicilio social a Paseo de la Castellana, 41, 1.ª plta. -28046 Madrid.
0214	ARAB BANK, PLC. Sucursal en España	22.11.93	Cambio de domicilio social a Paseo de la Castellana, 31, 5.ª plta.-28046 Madrid.
SOCIEDADES MEDIADORAS EN EL MERCADO DE DINERO			
4009	SERVICIOS MONETARIOS Y BURSÁTILES, S.A.	11.11.93	Baja definitiva.
SOCIEDADES DE TASACIÓN			
4444	LKS TASACIONES, SOCIEDAD ANÓNIMA	18.11.93	Alta con domicilio social en calle General Concha, 8, 1.º-48008 Bilbao.
4445	REGIONAL DE TASACIONES Y VALORACIONES, S.A.	24.11.93	Alta con domicilio social en calle Raimundo Fernández Villaverde, 40, (pl.1). 28003 Madrid.
SOCIEDADES DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO			
4734	PROMOLEASING, S.A.	05.11.93	Baja por cambio de objeto social.
4783	N.C. LEASING, S.A.	23.11.93	Baja por cambio de objeto social.
ENTIDADES DE FINANCIACIÓN			
8416	CRÉDITOS E INVERSIONES BENJA, S.A., ENTIDAD DE FINANCIACIÓN	05.11.93	Baja por cambio de objeto social.
8470	FINANCIERA LEVANTINA DE AUTOMÓVILES ENTIDAD DE FINANCIACIÓN, S.A.	08.11.93	Baja por disolución.
8726	FINANCIACIONES AGRÍCOLAS E INDUSTRIALES, E.F., S.A.	08.11.93	Baja por disolución.
8666	CRÉDITO ATLÁNTICO COMPAÑÍA DE FINANCIACIÓN, S.A.	11.11.93	Baja por cambio de objeto social.
8610	IBÉRICA DE NEGOCIOS, SOCIEDAD ANÓNIMA, ENTIDAD DE FINANCIACIÓN	12.11.93	Baja por acuerdo del Consejo de Ministros del 15.01.93.
8769	UNIÓN FINANCIERA ASTURIANA, SOCIEDAD ANÓNIMA, ENTIDAD DE FINANCIACIÓN	15.11.93	Cambio de domicilio social a calle Arquitecto Reguera, 3, entlo. A.-33004 Oviedo.
8641	FINANCIERA PELAYO, SOCIEDAD ANÓNIMA, ENTIDAD DE FINANCIACIÓN	19.11.93	Baja por acuerdo del Consejo de Ministros del 20.11.92.
8717	CORPORACIÓN FINANCIERA, S.A., ENTIDAD DE FINANCIACIÓN	22.11.93	Baja por acuerdo del Consejo de Ministros del 25.06.93.
8511	GESTIÓN BARCELONESA, SOCIEDAD ANÓNIMA DE FINANCIACIÓN	24.11.93	Baja por acuerdo del Consejo de Ministros del 31.07.92.
SOCIEDADES DE GARANTÍA RECÍPROCA			
9804	COPERFICO, S.G.R.	22.11.93	Baja por acuerdo del Consejo de Ministros del 09.09.93.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Entidades pendientes de baja en el Registro Oficial
Variaciones producidas durante el mes de noviembre de 1993

<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Concepto</i>
BANCOS		
0123	BANCO DE HUELVA, S.A.	Disolución.
SOCIEDADES DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO		
4724	RENTEQUIPO, S.A.	Absorción.
4725	FORD LEASING, SOCIEDAD DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO, S.A.	Petición propia.
4763	CENTROBAN LEASING, S.A.	Absorción.
SOCIEDADES DE CRÉDITO HIPOTECARIO		
8202	CORPORACIÓN HIPOTECARIA BANCOBAO, S.A. S.C.H.	Petición propia.
ENTIDADES DE FINANCIACIÓN		
8361	FORD CREDIT S.A., DE FINANCIACIÓN	Petición propia.
8565	CENTROBAN, ENTIDAD DE CRÉDITO Y FINANCIACIÓN, S.A.	Absorción.

PUBLICACIONES RECIENTES DEL BANCO DE ESPAÑA

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

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

Ana Buisán y Esther Gordo

**EL SALDO COMERCIAL NO ENERGÉTICO
ESPAÑOL: DETERMINANTES
Y ANÁLISIS DE SIMULACIÓN (1964-1992)**
DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 9329

Un resumen de este trabajo fue publicado en el Boletín económico de octubre.

Miguel Pellicer

**FUNCTIONS OF THE BANCO DE ESPAÑA:
AN HISTORICAL PERSPECTIVE**
DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 9330

Este trabajo ha sido preparado como aportación a un estudio internacional en marcha, sobre las funciones y nivel de autonomía de los bancos centrales. En respuesta a un cuestionario común, comienza comentando, por separado, las principales funciones del Banco de España desde una perspectiva básicamente histórica, es decir, repasando cuándo y por qué fueron asumidas las diferentes funciones, cómo se han modificado en el tiempo y cómo se desempeñan en la actualidad. Concluye repasando la autonomía del Banco de España, utilizando como indicador las sucesivas regulaciones legales de sus competencias y órganos rectores, hasta llegar al actual Proyecto de Ley de Autonomía del Banco de España.