

---

# La evolución de la composición de la cartera de activos financieros de las familias españolas

*Este artículo ha sido elaborado por Luis Á. Maza y Alicia Sanchis, del Servicio de Estudios.*

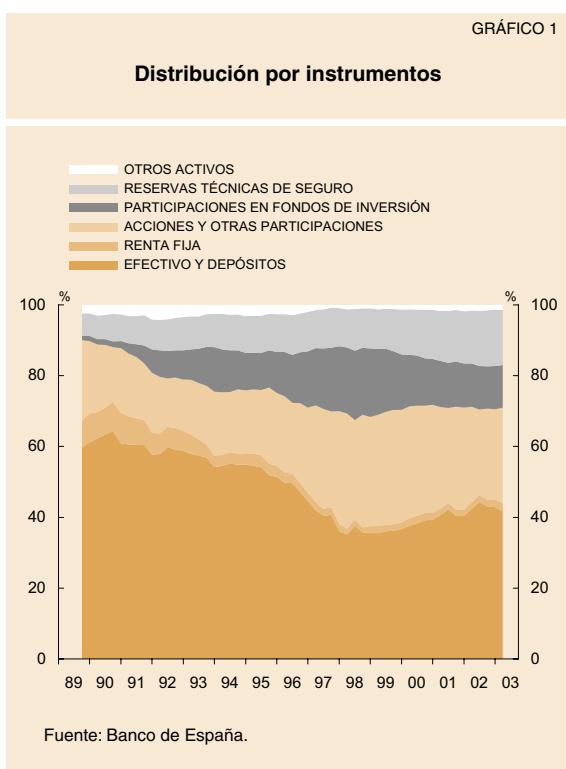
## 1. INTRODUCCIÓN

A lo largo de los últimos 15 años, distintos desarrollos económicos, financieros y regulatorios han influido sobre las decisiones de inversión financiera de las familias españolas. Así, la flexibilización de la regulación en el ámbito financiero, tanto a nivel nacional como internacional, ha propiciado una mayor integración de los mercados y ha estimulado la competencia en este sector. Esto, en un contexto de importantes avances en las tecnologías de la información, ha impulsado un intenso proceso de innovación financiera que ha contribuido a aumentar el conjunto de posibilidades de inversión de los agentes.

Además, la introducción del euro ha supuesto la consolidación de un escenario macroeconómico más estable, con tipos de interés nominales más bajos y menos volátiles, que ha podido contribuir a aumentar el atractivo relativo de instrumentos con mayor rentabilidad esperada y, por tanto, sujetos a un nivel de riesgo superior. Asimismo, la divisa única ha reducido los costes de transacción y eliminado los correspondientes a la cobertura del riesgo cambiario. Pero, al mismo tiempo, la desaparición de los tipos de cambio ha supuesto una disminución de las posibilidades de diversificación de riesgos entre instrumentos emitidos dentro de la zona del euro, lo que podría haber estimulado la demanda de instrumentos denominados en monedas distintas del euro [véase Restoy (1999)].

La fiscalidad de los instrumentos, que se ha modificado en varias ocasiones a lo largo de los últimos años, ha afectado igualmente a las opciones de inversión, fundamentalmente en los casos en los que los cambios han incidido de manera desigual sobre aquellos activos potencialmente más sustituibles. Asimismo, el aumento de la renta y la riqueza de los hogares ha podido afectar también a sus decisiones de inversión, ya que es posible que ante el incremento de su riqueza se muestren más dispuestas a asumir un mayor nivel de riesgo.

Por último, las decisiones de inversión de los hogares han estado también condicionadas por la evolución de la oferta de valores negociables. Así, la privatización de empresas públicas y la salida a bolsa de nuevas empresas aumentó, durante la segunda parte de la década de los noventa, el saldo de valores de renta variable. Del mismo modo, la consolidación de las finanzas públicas durante los últimos años ha redu-



cido el peso relativo de los valores emitidos por el Estado.

En este contexto, el objetivo de este trabajo es analizar hasta qué punto todos estos desarrollos acontecidos durante los últimos 15 años en el ámbito económico y financiero se han traducido en cambios en la composición de la cartera de activos financieros de las familias españolas. Para ello, se utilizan datos, procedentes de las Cuentas Financieras de la Economía Española, de las carteras a precios de mercado de los hogares españoles entre el último trimestre de 1989 y el segundo de 2003.

Tras esta introducción, el artículo se estructura en cinco secciones: en la primera de ellas se describe la evolución de la distribución por instrumentos de los activos financieros de las familias españolas. En la siguiente, se aborda el análisis del perfil de riesgo de su cartera, mientras que en la cuarta se analiza el tema de la diversificación geográfica de la misma. En la sección quinta se lleva a cabo una comparación con la situación existente en el área euro y en Estados Unidos y, finalmente, en la sección seis se recogen las principales conclusiones del análisis.

## 2. LA COMPOSICIÓN DE LA CARTERA DE LOS HOGARES POR INSTRUMENTOS

El primer paso para analizar los cambios que se han producido en la composición de la

cartera de activos financieros de las familias españolas es estudiar su distribución por instrumentos. Para ello, se consideran cinco partidas agregadas —efectivo y depósitos, valores de renta fija, acciones y otras participaciones (1), participaciones en fondos de inversión y reservas técnicas de seguros (en la que se incluyen las participaciones en fondos de pensiones)—, que permiten caracterizar de manera resumida el conjunto de oportunidades de inversión disponible.

Como muestra el gráfico 1, durante el período analizado el efectivo y los depósitos han ido paulatinamente cediendo terreno a la inversión canalizada a través de los inversores institucionales (fondos de inversión, fondos de pensiones y seguros). Así, este componente de la cartera ha pasado de representar en torno al 60% de los activos financieros de las familias a finales de 1989 a situarse ligeramente por encima del 40% a mediados de 2003. Durante el mismo período, el valor de las participaciones en fondos de inversión y el importe materializado en reservas técnicas de seguro han aumentado en 11 y 9 puntos, respectivamente.

Este proceso de desintermediación del ahorro obedece a un conjunto de factores de diversa índole, entre los que se encuentran las mejoras en la fiscalidad relativa de los activos comercializados por los inversores institucionales y las ventajas que este tipo de inversión ofrece al pequeño inversor en términos de diversificación, gestión profesionalizada y menores costes de transacción derivados de las economías de escala. Adicionalmente, la relativa incertidumbre sobre las prestaciones públicas de jubilación futuras puede haber favorecido el crecimiento de las reservas matemáticas de jubilación (2). Más recientemente, la progresiva reducción de los tipos de interés que ha acompañado al proceso de convergencia nominal de la economía española (que culminó con el ingreso de nuestro país en la UEM) ha podido contribuir a reducir el peso relativo en las carteras de las familias de los instrumentos con un bajo nivel de riesgo, como son el efectivo y los depósitos, en favor de las acciones y las participaciones en fondos de inversión, en busca de una mayor rentabilidad esperada y, en consecuencia, asumiendo una exposición superior a las variaciones en los precios cotizados.

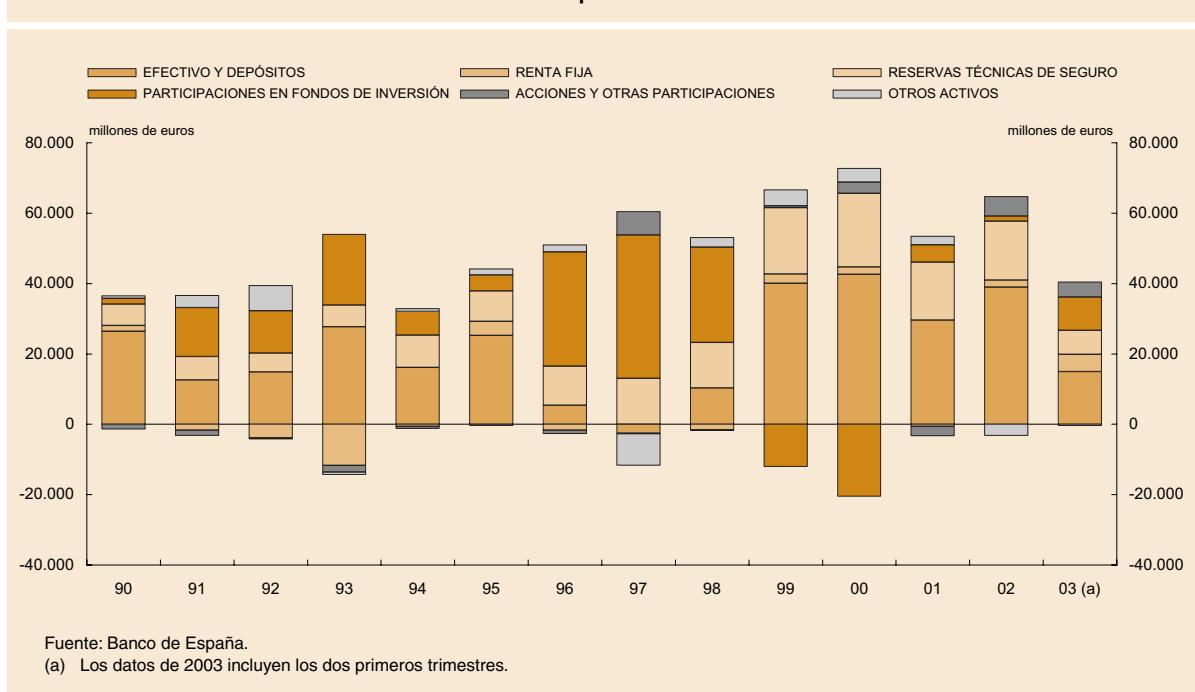
Este proceso de desintermediación del ahorro ha mostrado, no obstante, una evolución desigual en el tiempo. Así, entre 1995 y 1998 el

(1) La rúbrica de «Otras participaciones» representa, principalmente, el capital de las sociedades no financieras que no revistan la forma de sociedades anónimas.

(2) Para más detalles, véase García-Vaquero (1995).

GRÁFICO 2

**Operaciones financieras**  
**Distribución por instrumentos**



peso relativo del efectivo y los depósitos se redujo intensamente, mientras que entre 1999 y 2002 estos instrumentos aumentaron ligeramente su importancia relativa, probablemente como resultado del cambio de fiscalidad que entró en vigor en 1999, que, en términos relativos, favorece la inversión en depósitos a plazo superior a dos años (3).

Por su parte, la inversión directa en valores de renta fija y renta variable también ha experimentado algunos cambios relevantes durante el período analizado. Así, la proporción de la cartera invertida directamente en deuda se ha reducido de forma paulatina desde el 7,5%, a finales de 1989, al 2,3%, a mediados de 2003. Por el contrario, la importancia relativa de la inversión directa en renta variable ha mostrado una evolución desigual. Concretamente, entre 1989 y 1993 el peso de estos instrumentos dentro de la riqueza financiera de los hogares mostró una tendencia descendente. Tras esa fecha y hasta finales de 1998, se produjo un aumento de la cartera de acciones, como resultado tanto de operaciones nuevas de adquisición, posiblemente relacionadas con el proceso de privatizaciones y con las favorables expectativas de rentabilidad, como por un efecto valoración, al presentar las cotizaciones bursátiles una evolución ascendente. De este modo, en 1998 el 33% de la cartera financiera de las familias estaba invertida en los instrumentos se-

ñalados. Posteriormente, la proporción que representan dichos activos ha disminuido ligeramente hasta situarse en torno al 25%, como consecuencia, fundamentalmente, del descenso en el precio de las acciones durante una buena parte del período.

Un análisis complementario al realizado en términos de saldos se puede llevar a cabo a partir del estudio de las operaciones financieras de los hogares. Este enfoque tiene la ventaja de que elimina el efecto valoración, de tal forma que las decisiones de inversión de los agentes se evalúan en términos de la asignación del nuevo ahorro generado por el sector.

En el gráfico 2 se presenta la evolución de las adquisiciones financieras netas de las familias en términos anuales, distribuidas por instrumentos. En él se puede apreciar cómo, durante el período examinado, los flujos se han materializado principalmente en la rúbrica de efectivo y depósitos y en las participaciones en fondos de inversión. De este modo, entre finales de 1989 y mediados de 2003, el 72% de las operaciones se han dirigido hacia una de estas dos partidas. Además, se observa que en los años en los que se produce una inversión elevada en una de estas dos rúbricas, la otra muestra un comportamiento poco expansivo, lo que parece sugerir la existencia de una elevada sustitutibilidad entre ambas. Este fenómeno es especialmente visible desde 1996. Así, entre 1996 y 1998 el volumen de las suscripciones netas de

(3) Para más detalles, véase García-Vaquero (2000).

fondos de inversión fue muy superior a las adquisiciones de efectivo y depósitos. En cambio, entre 1999 y 2002 sucedió lo contrario. La regulación fiscal vigente en cada momento, junto con la política de comercialización de la banca, ha podido jugar un papel decisivo en este comportamiento. Así, hasta la reforma que entró en vigor en 1999, la fiscalidad fue más ventajosa para los productos de inversión colectiva que para los tradicionales productos bancarios, mientras que los cambios normativos introducidos en esta última fecha redujeron las diferencias tributarias entre los instrumentos que generan rendimientos de capital mobiliario y aquellos activos que generan ganancias y pérdidas de capital, lo que mejoró la fiscalidad relativa de los depósitos bancarios.

El grueso del volumen de las operaciones financieras se completa con las adquisiciones de instrumentos de seguro, de modo que en torno al 26% del nuevo ahorro ha sido destinado a este tipo de inversión. A diferencia de lo que ocurre con las rúbricas de efectivo y depósitos y de participaciones en fondos de inversión, estos flujos se caracterizan por su comportamiento estable a lo largo de todo el período.

En cuanto al resto de instrumentos, su importancia relativa en términos de flujos es sensiblemente inferior, siendo sus movimientos solo puntualmente relevantes, como es el caso de las adquisiciones de acciones y otras participaciones en los años 1997 y 2002, o la desinversión en valores de renta fija en el año 1993. Se observa, por tanto, que las variaciones en el saldo de la cartera de renta variable de las familias responden fundamentalmente a cambios en su valor de mercado y solo en menor medida a operaciones financieras.

### **3. LA EVOLUCIÓN DEL PERFIL DE RIESGO DE LA CARTERA**

Con el fin de aproximar los cambios en el perfil de riesgo de la cartera de las familias resulta necesario «hacer transparentes» las participaciones en los fondos de inversión. Es decir, sustituir estas por sus contrapartidas en los balances de los fondos. Por el contrario, dado el carácter más claramente finalista de la inversión en fondos de pensiones, no parece aconsejable extender dicho procedimiento a este instrumento financiero.

El gráfico 3 muestra el resultado de distribuir la cartera de los fondos de inversión entre el resto de las partidas que se han considerado hasta ahora. Se observa que la rúbrica que exhibe mayores modificaciones es la correspondiente a los activos de renta fija, que experi-

menta ahora una pauta estable a lo largo del período, con un peso en la cartera en torno al 10%, que contrasta claramente con el perfil descendente de las tenencias directas de deuda. Esta evolución pone de manifiesto cómo los hogares han sustituido la mayor parte de sus inversiones directas en valores de renta fija por participaciones indirectas a través de fondos. Concretamente, en junio de 2003 el 78% de la riqueza materializada en deuda era canalizada a través de la inversión colectiva. La mayor preferencia por utilizar este medio puede estar relacionada con la mejor fiscalidad de los fondos de inversión, sujetos al régimen de ganancias y pérdidas patrimoniales, en comparación con la aplicable a la tenencia directa de valores de renta fija, cuya rentabilidad tributa básicamente como rendimientos de capital mobiliario.

En el caso de la renta variable, la inclusión de las tenencias indirectas canalizadas a través de los fondos de inversión aumenta el peso de las acciones en la cartera financiera hasta un máximo de 3,6 puntos en marzo de 2000. Tras esa fecha, la aportación de la cartera de los fondos se reduce hasta 1,3 puntos a mediados de 2003. En el conjunto del período analizado la proporción de la riqueza financiera materializada directa e indirectamente en acciones y otras participaciones aumentó desde el 22,8% a finales de 1989 al 28,2% a mediados de 2003.

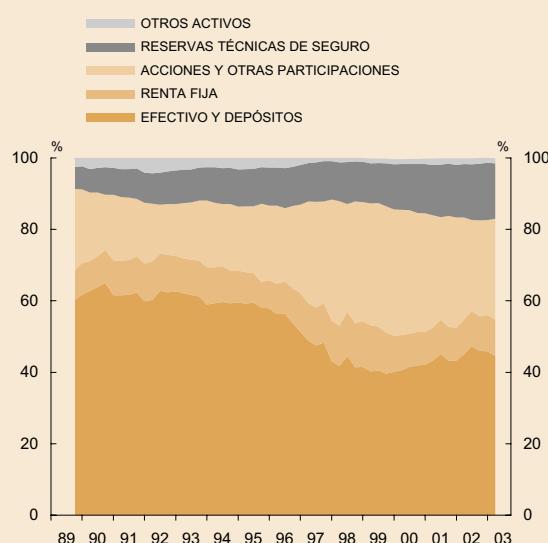
De este modo, a diferencia de lo que ocurre con la deuda, las adquisiciones de acciones por parte de los hogares se producen principalmente de forma directa, tanto si se considera la parte cotizada como el total. Así, en junio de 2003 solamente un 12% de las tenencias de dicho sector en renta variable cotizada era canalizado a través de la inversión colectiva. La mayor similitud de la fiscalidad aplicable a ambas modalidades (directa e indirecta) es seguramente uno de los factores que puede contribuir a explicar este comportamiento diferencial con respecto a la renta fija.

Por lo que se refiere a la proporción de la riqueza financiera materializada en depósitos, al incluir las posiciones de los fondos de inversión, esta aumentó un máximo de 7,6 puntos a finales de 1997. Posteriormente, la desinversión de los fondos en cesiones temporales redujo dicha contribución ligeramente por debajo de los 3 puntos porcentuales a mediados de 2003.

Para profundizar algo más en el estudio del perfil de riesgo de la cartera de los hogares es interesante analizar con mayor detalle la evolución de algunos de los instrumentos que forman las partidas agregadas que se han considerado hasta ahora en el artículo. Los gráficos 4 a 7 ofrecen el desglose de los principales activos

GRÁFICO 3

**Distribución por instrumentos con las participaciones de fondos de inversión distribuidas**



Fuentes: CNMV y Banco de España.

que componen cada una de las rúbricas consideradas.

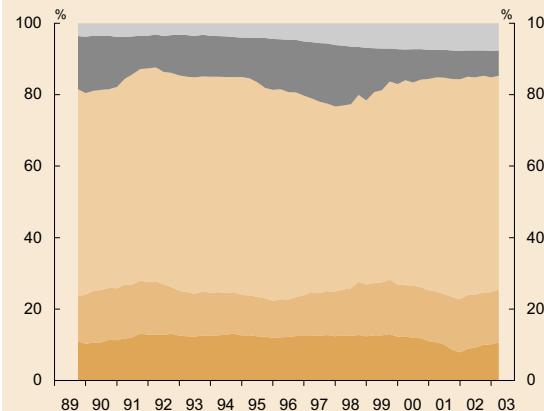
En el gráfico 4 se aprecia cómo durante el período estudiado no se han producido cambios significativos en la composición de la rúbrica «Efectivo y depósitos». El componente más importante de la misma son los otros depósitos, que incluyen los depósitos a plazo y de ahorro. Las cesiones temporales, que llegaron a alcanzar a mediados de 1998 un peso del 17% dentro de la partida analizada, mostraron durante los últimos años una pérdida de importancia relativa, hasta situarse en el 7% al final de la muestra. Por su parte, los depósitos a la vista y el efectivo han experimentado una evolución bastante estable, situándose su peso en torno al 25%. Por último, la proporción invertida en cuentas en el exterior ha mantenido una tendencia creciente, hasta alcanzar el 7% en junio de 2003.

Por lo que se refiere a la composición de la cartera de renta fija, en el gráfico 5 se observa que la deuda pública aumentó su peso relativo desde el principio de la muestra hasta el año 1998. El escaso aumento de la oferta de valores privados nacionales durante este período, en un contexto de elevadas emisiones netas de deuda pública, puede estar detrás de esta evolución. En cambio, desde mediados de 1998 dicho proceso se invirtió. La desaparición del riesgo de cambio, que permitió a los inversores nacionales acceder a una oferta de títulos de renta

GRÁFICO 4

**Composición del efectivo y depósitos**

CUENTAS EN EL EXTERIOR  
CESIONES TEMPORALES  
OTROS DEPÓSITOS  
DEPÓSITOS VISTA  
EFECTIVO



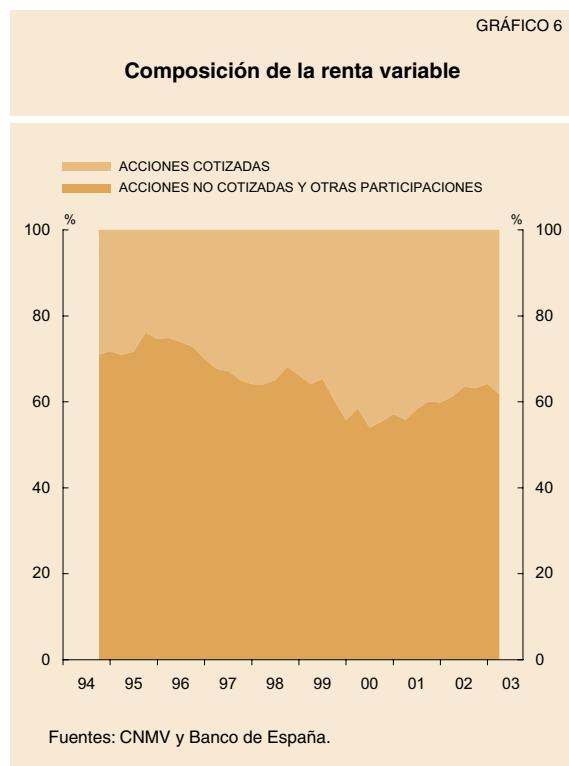
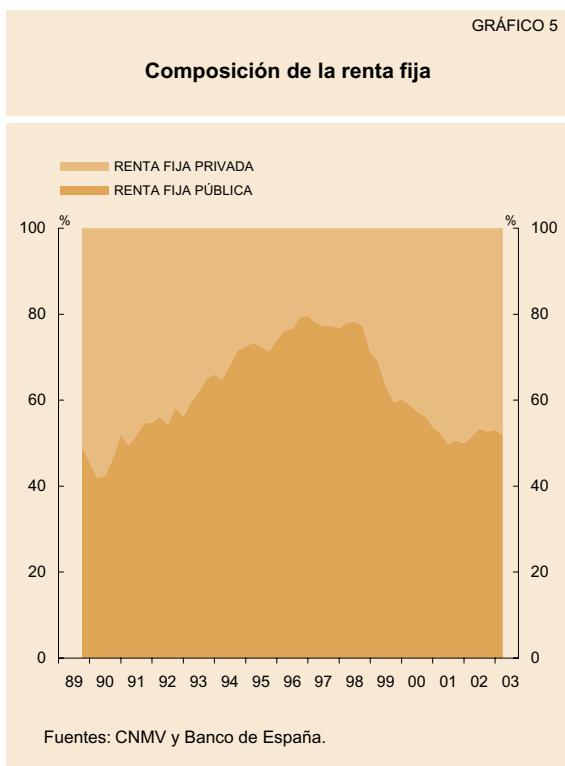
Fuentes: CNMV y Banco de España.

fija privada exterior incurriendo exclusivamente en el riesgo de crédito sin los costes que supone la cobertura del riesgo cambiario, ha podido favorecer el desplazamiento hacia dichos activos (4). Adicionalmente, el descenso de los tipos de interés que ha acompañado al proceso de convergencia y las expectativas de tasas de inflación y tipos de interés reducidos también pueden haber contribuido a desplazar las inversiones hacia activos con mayores rentabilidades esperadas como la deuda privada, a cambio de asumir algo más de riesgo.

En el gráfico 6 se presenta, en este caso desde 1994 por problemas de disponibilidad de la información, la estructura de la inversión en acciones y otras participaciones distinguiendo entre la parte cotizada y la no cotizada. Se observa cómo el grueso de la cartera de renta variable está formado por valores no cotizados. No obstante, durante este período las acciones cotizadas han ganado terreno, pasando de suponer un 29% del total a alcanzar el 38%.

Con respecto al análisis de la rúbrica de las «Reservas técnicas de seguros», en el gráfico 7 se aprecia la importancia creciente que dentro de

(4) Aunque los fondos nacionales pueden eliminar el riesgo de cambio mediante la utilización de instrumentos derivados desde la reforma introducida por la OM 10/6/97, dicha eliminación implica un coste en términos de gestión de la cartera y de cumplimiento de una serie de requisitos legales que supone, de hecho, un obstáculo a la diversificación geográfica del riesgo de crédito.



este instrumento tiene la modalidad de vida. Esta evolución que puede, en parte, estar relacionada con el aumento del nivel de vida de las familias y con su mayor preocupación por su bienestar futuro refleja también previsiblemente el favorable tratamiento fiscal que en la mayor parte del período considerado han tenido las aportaciones a primas de seguros en el IRPF. Así, en la última parte del período, la expansión de los *unit-linked*, instrumentos que gozan de una fiscalidad muy favorable, impulsó el crecimiento de dicha modalidad de ahorro. Por su parte, los fondos de pensiones presentan una cierta contracción en relación con el total de operaciones de seguro, si bien en términos de la cartera financiera total han ganado peso a lo largo de la muestra examinada.

#### 4. LA COMPOSICIÓN GEOGRÁFICA DE LA CARTERA

La cartera financiera de las familias españolas ha mostrado tradicionalmente un elevado sesgo doméstico. El riesgo cambiario asociado a las inversiones exteriores, los mayores costes de transacción en las operaciones transfronterizas y la existencia de otras barreras como el mayor desconocimiento de los emisores extranjeros pueden ayudar a explicar la elevada propensión a invertir en activos nacionales.

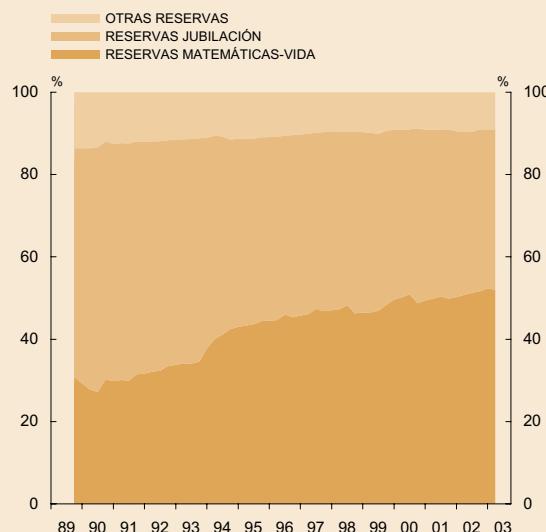
En este contexto, el aumento de la importancia de la inversión colectiva, sujeta a menores barreras para la diversificación geográfica, y,

más recientemente, la introducción del euro pueden haber contribuido a reducir el sesgo doméstico de la cartera de las familias españolas. Para analizar esta cuestión, en este epígrafe se revisa la evolución de la proporción de la cartera invertida en activos exteriores. Como en la sección anterior, las participaciones en los fondos de inversión se han distribuido entre el resto de instrumentos.

En el gráfico 8 se observa cómo, desde el segundo semestre de 1998, se ha producido un cierto proceso de recomposición de la inversión en favor de activos emitidos por residentes fuera de España, que han llegado a representar el 12% del valor de la cartera de las familias españolas, cuando en 1989 suponían solo un 2%.

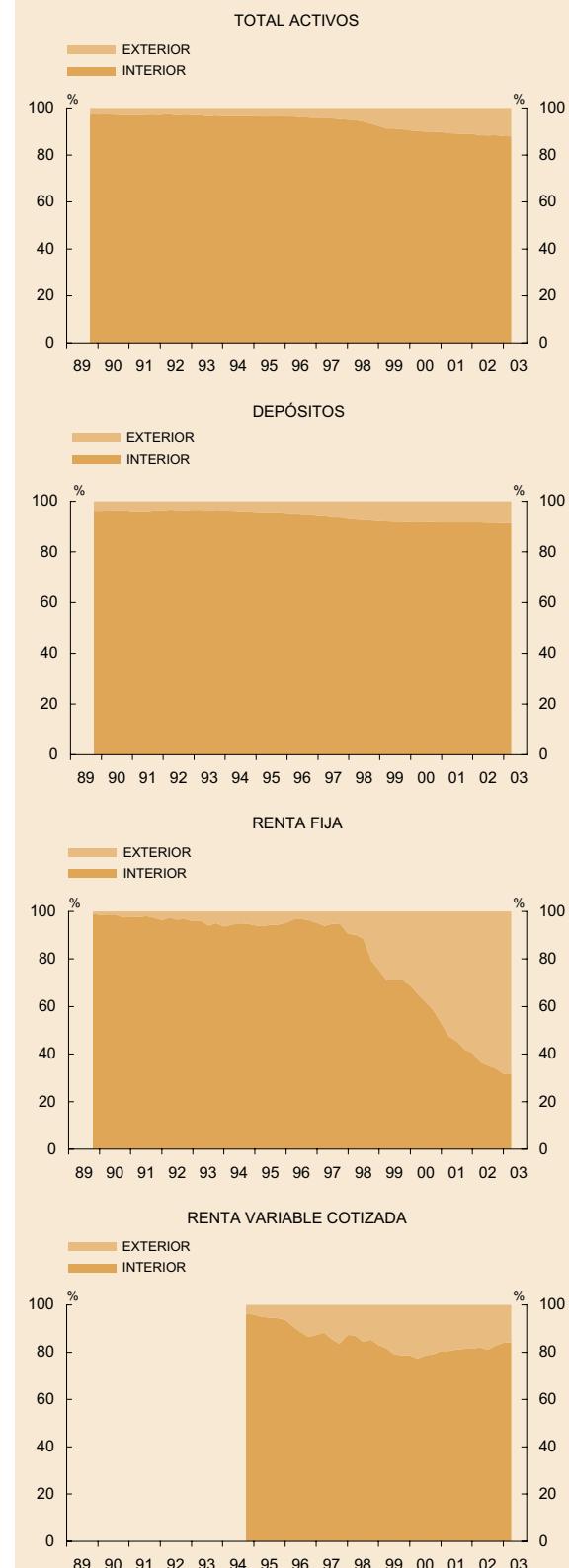
La diversificación geográfica ha sido especialmente intensa en el caso de la de renta fija. Así, un 68% de la renta fija directa e indirectamente en poder de los hogares españoles es exterior, y es principalmente adquirida de manera indirecta a través de los fondos de inversión. La inversión en renta variable también ha mostrado una importante reducción del sesgo doméstico durante los últimos años, especialmente en la parte cotizada, de modo que, a mediados de 2003, el 16% de las tenencias directas e indirectas de acciones cotizadas correspondía a valores emitidos por no residentes. Por el contrario, la riqueza materializada en depósitos con entidades no residentes solo ha aumentado ligeramente durante los últimos años, hasta situarse a mediados de 2003 en el 7,6%.

GRÁFICO 7

**Composición de las reservas técnicas de seguros**

Fuente: Banco de España.

GRÁFICO 8

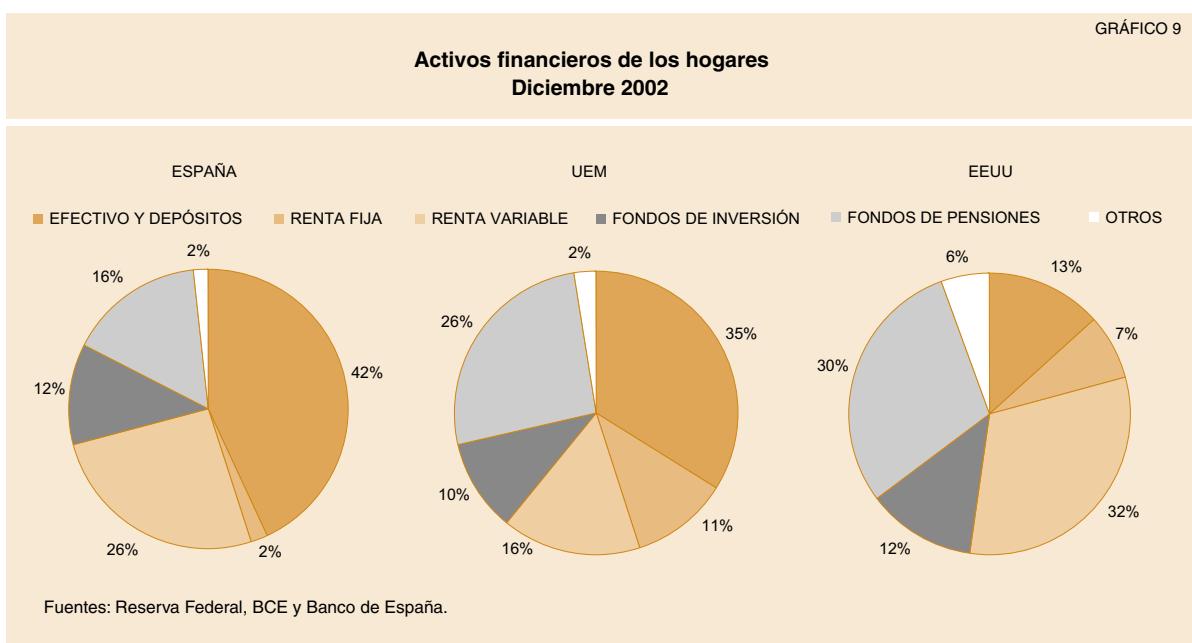
**Distribución geográfica de la cartera**

Fuentes: CNMV y Banco de España.

**5. LA COMPARACIÓN INTERNACIONAL**

Para concluir el análisis de la composición de la cartera de los hogares españoles es interesante llevar a cabo una comparación de su estructura con la que se observa en dos áreas relevantes para nuestro país: la UEM y EEUU.

Tras el proceso de recomposición de los activos financieros de las familias españolas de los últimos años, la estructura de su cartera financiera es actualmente más parecida a la de



las carteras de los hogares de la UEM y EEUU. No obstante, tal como se puede apreciar en el gráfico 9 persisten todavía algunas diferencias importantes. Así, el porcentaje del efectivo y los depósitos en España (42%) se sitúa todavía algo por encima de la media del área UEM (34%), y a gran distancia del que suponen en las carteras de las familias norteamericanas (13%). Igualmente, la inversión de los hogares españoles en seguros y fondos de pensiones (15,5%), a pesar del aumento de los últimos años, está lejos todavía del 36,6% que representa en el área euro y del 42% de Estados Unidos. En cambio, la importancia relativa de la inversión colectiva en nuestro país está en línea con la de las otras dos áreas: en torno al 12%.

Si se presenta la composición de los activos haciendo transparentes los fondos de inversión (gráfico 10), se encuentra que las familias españolas mantienen en sus carteras un porcentaje de renta variable todavía alejado del que se observa en Estados Unidos y más en línea con el que mantienen los países del área euro, mientras que los hogares españoles son los que menos peso dan en sus carteras a la renta fija: 9,6 %, frente al 13% de Estados Unidos y el 17% de la zona euro.

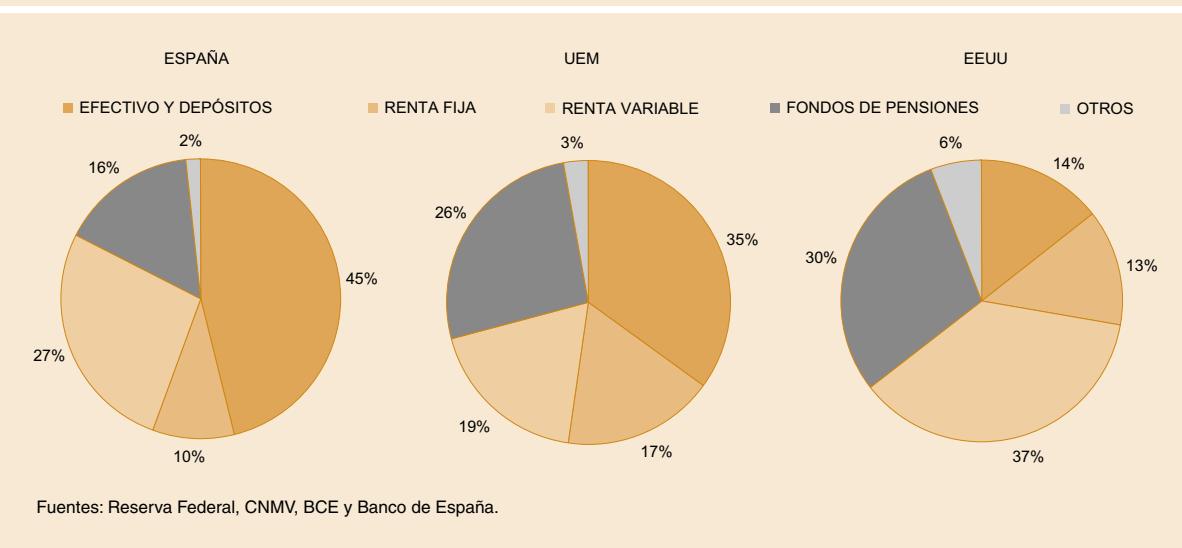
De este modo, la estructura de la cartera financiera de las familias españolas se encuentra más próxima a la de la media del área del euro que a la de los hogares estadounidenses, donde una proporción mayor de la riqueza se materializa directa o indirectamente en valores. No obstante, el reducido peso en dicha cartera de la renta fija —privada, sobre todo— y de los seguros y fondos de pensiones continúa siendo una característica diferencial de nuestra economía.

## 6. CONCLUSIONES

La cartera de activos financieros de las familias españolas ha experimentado durante los últimos 15 años una profunda modificación en varias direcciones. En primer lugar, se ha producido un proceso de desintermediación financiera por el cual los hogares han sustituido una parte de sus tenencias de efectivo y depósitos por instrumentos emitidos por inversores institucionales como los fondos de inversión, los seguros y los fondos de pensiones. Por otra parte, se ha observado una mayor exposición a los movimientos en el precio de las acciones. Finalmente, el grado de diversificación geográfica ha aumentado, especialmente desde la introducción del euro.

Diversos factores parecen haber contribuido a estos cambios. Así, el favorable tratamiento fiscal y las ventajas en términos de costes y de gestión profesional de la inversión institucional pueden estar detrás del proceso de desintermediación. De hecho, los cambios en la fiscalidad relativa de los diferentes instrumentos financieros parecen haber desempeñado un papel primordial en la evolución de la composición de la cartera de los hogares. Más recientemente, los bajos tipos de interés que han acompañado al proceso de convergencia y las expectativas de tasas de inflación y tipos de interés reducidos han podido contribuir a que las familias reduzcan el peso que tenían en sus carteras el efectivo y los depósitos, en busca de mayores rentabilidades esperadas en otros instrumentos financieros que, en contrapartida, conllevan un mayor riesgo. Por su parte, la introducción de la moneda única parece haber contribuido, en un contexto general de globalización de la activi-

GRÁFICO 10

**Activos financieros de los hogares con las participaciones de los fondos de inversión distribuidas  
Diciembre 2002**


dad financiera, al proceso de diversificación geográfica de su cartera.

Tras estos cambios en la composición de la cartera financiera de las familias españolas, su estructura es ahora más parecida a la de otras áreas como la UEM y, en menor medida, EEUU. No obstante, persisten todavía algunas diferencias importantes. En particular, el peso de los seguros y los fondos de pensiones se sitúa en nuestro país muy por debajo del que existe en las otras dos áreas del mismo modo, la presencia de la renta fija —privada, sobre todo— es muy inferior a la que caracteriza a ambas áreas geográficas.

De este modo, cabe concluir que los hogares españoles cuentan hoy con carteras notablemente más diversificadas que en el pasado y más eficientes, al tiempo que el mayor peso relativo que progresivamente han ido adquiriendo los activos con una combinación de rentabilidad esperada y riesgo mayor ha aumentado la sensibilidad de este componente de su riqueza a la evolución de las cotizaciones en los mercados financieros. La comparación con otras áreas geográficas revela, no obstante, que es posible continuar profundizando en este proceso de diversificación y apunta cuáles son los ámbitos en los que el recorrido potencial es mayor: la renta fija privada, los seguros y los fondos de pensiones.

Los beneficios asociados a este proceso se veían potenciados en la medida en que se continuara avanzando en la configuración de un marco fiscal suficientemente neutral en el tratamiento de los diferentes instrumentos financieros.

17.12.2003.

## BIBLIOGRAFÍA

- ALONSO, F. y A. SANCHÍS (2002). «La evolución de las carteras de los fondos de inversión españoles», *Boletín Económico*, diciembre, Servicio de Estudios, Banco de España.
- ECB (2001a). *The euro bond market*, julio, European Central Bank.
- (2001b). *The euro equity markets*, agosto, European Central Bank.
- GARCÍA-VAQUERO, V. (1995). «La fiscalidad de los activos y el desarrollo de los mercados financieros», *Boletín Económico*, marzo, Servicio de Estudios, Banco de España.
- (2000). «La nueva fiscalidad de los instrumentos financieros: efectos iniciales sobre el ahorro y los mercados financieros», *Boletín Económico*, febrero, Servicio de Estudios, Banco de España.
- (2002). «Los mercados de renta fija europeos: grado de integración y evolución reciente», *Boletín Económico*, marzo, Servicio de Estudios, Banco de España.
- RESTOY, F. (1999). *Los mercados financieros españoles ante la Unión Monetaria*, Documento de Trabajo n.º 9910, Banco de España.