
IV. Distribución de saldos por grupos de agentes

IV.1. DISTRIBUCIÓN DE SALDOS VIVOS

Durante el pasado año 2000 se han mantenido los rasgos observados en el año 1999, en varios sentidos. Por un lado, las rentabilidades negociadas, salvo en los dos últimos meses, han tenido una tendencia claramente alcista. Por otro, el saldo vivo de letras del Tesoro ha experimentado una nueva reducción, cifrada en 8,4 mm de euros, mientras que el correspondiente a bonos y obligaciones ha aumentado en 18,4 mm y el relativo a deuda segregada ha crecido 1,6 mm.

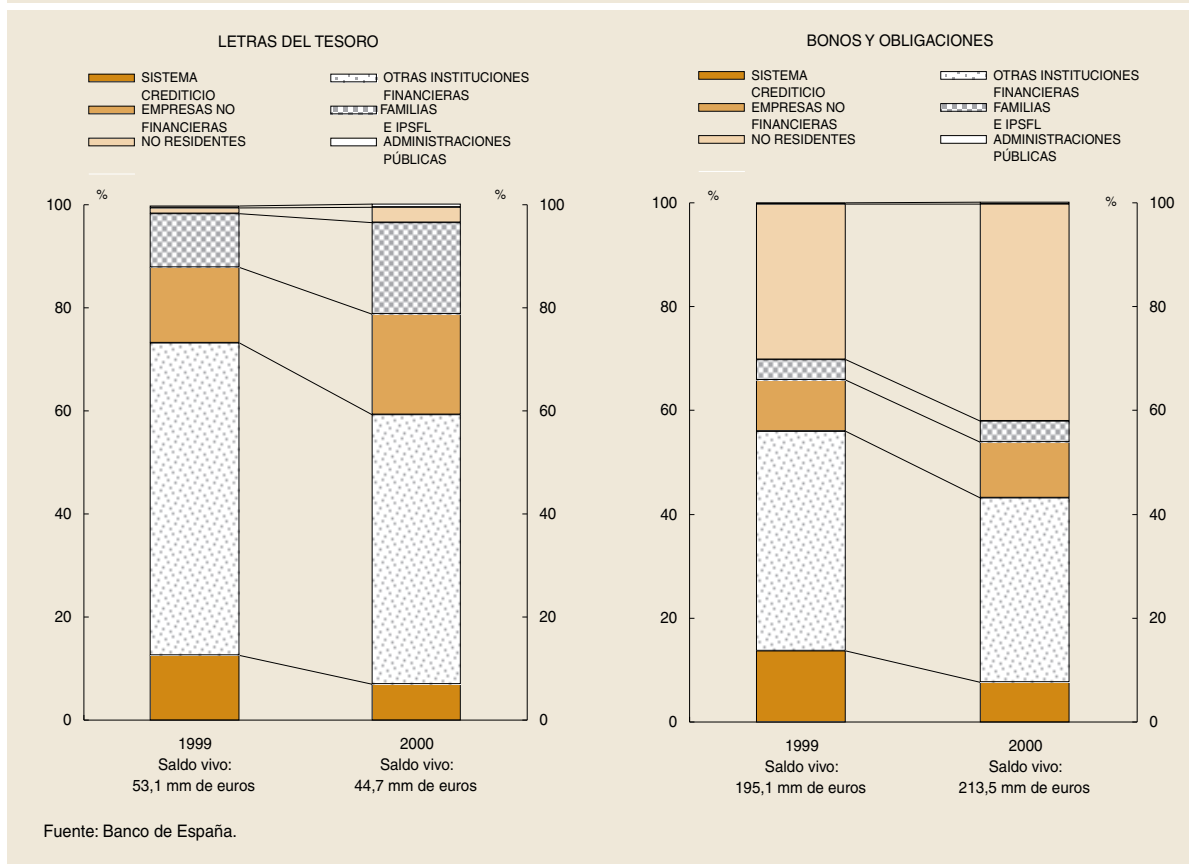
Finalmente, se han mantenido la actitud claramente inversora por parte de los no residentes y la evolución de sentido contrario en los fondos de inversión. Para ilustrar el primero de los hechos basta con decir que las tenencias de bonos y obligaciones en poder de no residentes alcanzan el 41,9 % del saldo vivo de bonos y obligaciones, con un aumento de casi doce puntos porcentuales respecto a 1999; respecto al segundo, los fondos de inversión redujeron su inversión en este tipo de activos desde el 27,3 % del saldo en 1999 hasta el 21,5 % del saldo en el año 2000, lo que significa una desinversión absoluta de 9,2 mm de euros.

Esta desinversión por parte de los fondos también se ha producido en el caso de las letras del Tesoro. En efecto: con una caída de 10,2 mm en sus tenencias, los fondos de inversión mantenían al cierre del año 2000 el 37,3 % del saldo de letras del Tesoro en sus carteras, frente al 50 % que tenían al concluir 1999.

Si a este grupo de agentes se le añaden los fondos de pensiones, las empresas de seguros y las entidades de previsión social, las sociedades de valores y los fondos de garantía de depósitos, sus tenencias se situarían en el 52,4 % del saldo vivo de letras del Tesoro y en el 35,6 % del saldo de bonos y obligaciones. Este conjunto de otras instituciones financieras registró en el año 2000 una caída global menos acusada que la de los fondos de inversión, puesto que el resto de agentes incluidos en este grupo han tenido una actitud moderadamente inversora.

Aunque con carteras mucho más reducidas, se puede señalar que se han producido ligeros aumentos en las carteras de las empresas no financieras y de las familias: 3,8 mm y 3,7 mm de euros, respectivamente, en el conjunto de instrumentos. Finalmente, el sistema crediticio, dada su actividad intermediadora, ha servido de contrapartida al resto de movimientos y, por tanto, ha registrado descensos en sus tenen-

Deuda anotada del Estado Distribución porcentual de saldos registrados



cias: 3,6 mm en letras del Tesoro, 10,5 mm en bonos y obligaciones y 0,7 mm en instrumentos segregados.

Las variaciones comentadas anteriormente se pueden observar en el gráfico IV.1, en el que se representan las carteras registradas de letras del Tesoro y de bonos y obligaciones de cada grupo de agentes, para los años 1999 y 2000, como porcentajes de los correspondientes saldos vivos. En el apéndice estadístico, el cuadro A.16 recoge las carteras registradas de letras del Tesoro, bonos y obligaciones, y principales y cupones segregados, mientras que el cuadro A.17 recoge, para los mismos tipos de activos, las carteras a vencimiento (1).

En el gráfico IV.2 se muestran, también en porcentajes de los saldos vivos de 1999 y

(1) Frente a ediciones anteriores de la Memoria de la Central de Anotaciones, se ha optado este año por agrupar bajo el epígrafe de instrumentos segregados a los principales y a los cupones. Dada la poca importancia cuantitativa de estos instrumentos, parece conveniente esta agregación, que, por otro lado, permite la reducción de cuadros en el apéndice estadístico, sin que por ello se pierda información relevante.

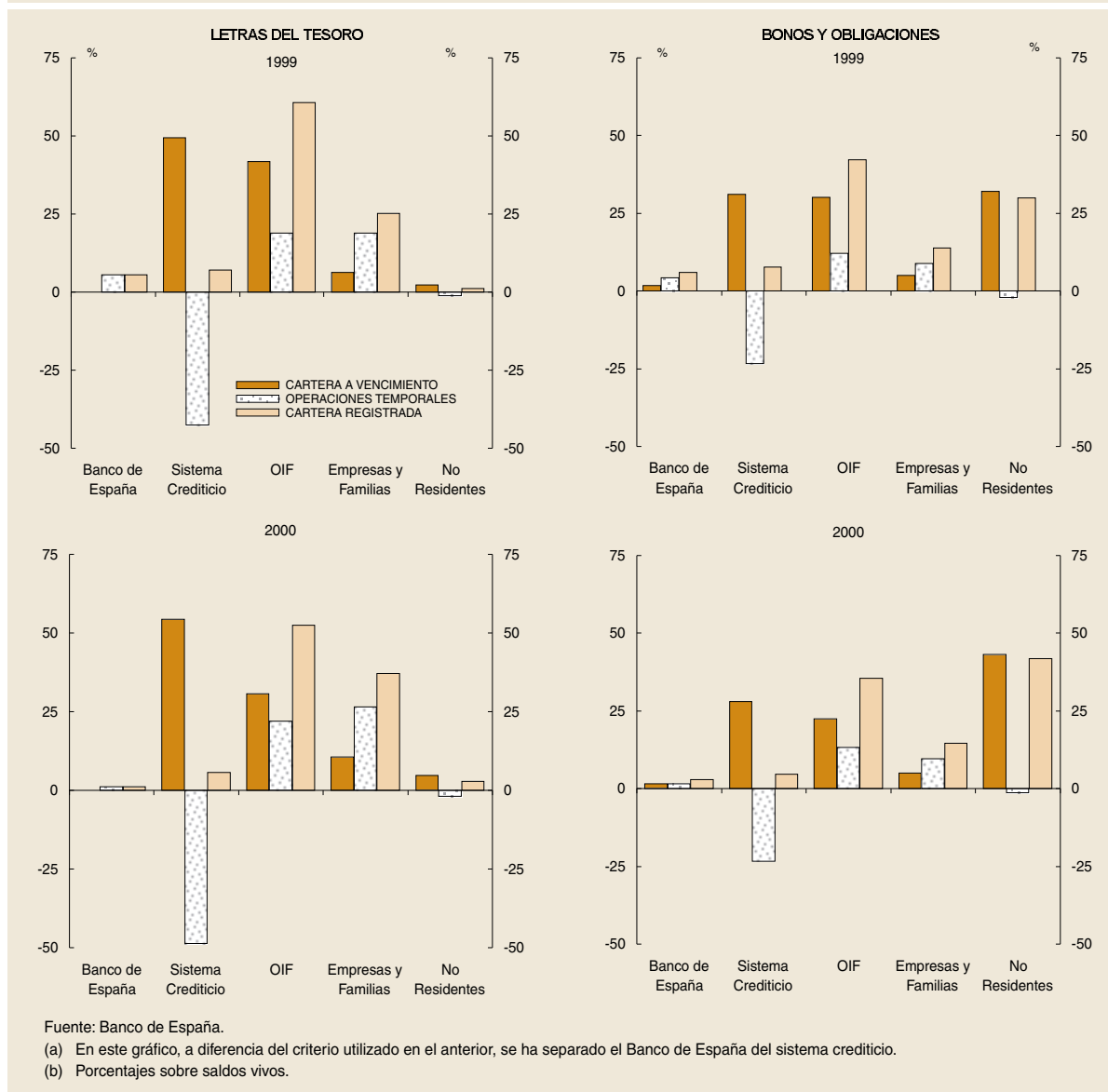
2000, las carteras a vencimiento, las operaciones temporales netas y las carteras registradas de los diferentes grupos de agentes. En él se comprueba el mantenimiento de las formas de actuación de los distintos grupos y de las tendencias observadas en 1999.

En efecto: resultan evidentes la actitud inversora de los no residentes en bonos y obligaciones, con aumentos tanto de su cartera a vencimiento como de su cartera registrada, y los movimientos en sentido contrario que se observan tanto en el sistema crediticio (que, en este gráfico, no incluye al Banco de España) como en el grupo de otras instituciones financieras (entre las que se hallan los fondos de inversión).

Asimismo, se observa cómo el Banco de España no tiene letras del Tesoro a vencimiento y mantiene una reducida cartera a vencimiento de bonos y obligaciones. Por ello, su cartera registrada en ambos instrumentos proviene fundamentalmente de la adquisición temporal de valores públicos como vía de financiación al sistema bancario en el marco de la instrumentación monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales.

GRÁFICO IV.2

Estructura de las carteras del Estado (a) (b)
Análisis por inversores



Por su parte, el sistema bancario, que actúa básicamente como intermediario en este mercado, mantiene abultadas carteras a vencimiento, que refinancia mediante operaciones temporales con otros agentes. Al cierre del año 2000, el sistema bancario tenía 59,6 mm en su cartera a vencimiento de bonos y obligaciones, mientras que en su cartera registrada solo mantenía 9,9 mm; estas cifras en porcentajes del saldo vivo suponían un 27,9 % y un 4,6 %, respectivamente. Como puede comprobarse también en el gráfico IV.2, su actividad en el caso de las letras del Tesoro sigue el mismo patrón.

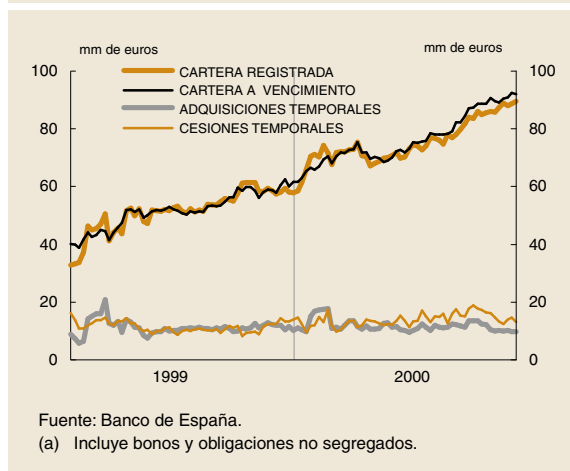
El grupo de otras instituciones financieras está dominado por la actuación de los fondos de inversión, que son los que tienen, en conjun-

to, un horizonte temporal de inversión más corto dentro de este grupo de agentes. Por ello, el gráfico IV.2 refleja básicamente, en relación con este grupo de otras instituciones financieras, la actuación de los fondos de inversión. Así, resultan muy significativas las adquisiciones temporales, tanto de letras del Tesoro como de bonos y obligaciones, en las carteras registradas.

Sin embargo, cuando se observa la actuación de fondos de pensiones y empresas de seguros en su inversión en bonos y obligaciones se perciben diferencias claras en la composición de sus carteras registradas en relación con los fondos de inversión, derivadas de su horizonte más dilatado de inversión. En efecto:

GRÁFICO IV.3

Posición de los no residentes en el mercado de deuda (a)



mientras que los fondos de pensiones mantienen a vencimiento el 77 % de sus tenencias y en las empresas de seguros esta cifra supera ligeramente el 88 %, los fondos de inversión solo tienen a vencimiento el 49 % de sus carteras registradas.

Finalmente, las empresas no financieras y las familias comparten la misma forma de actuación, ya que sus tenencias de valores públicos son adquiridas principalmente en operaciones temporales.

IV.2. POSICIÓN DE NO RESIDENTES

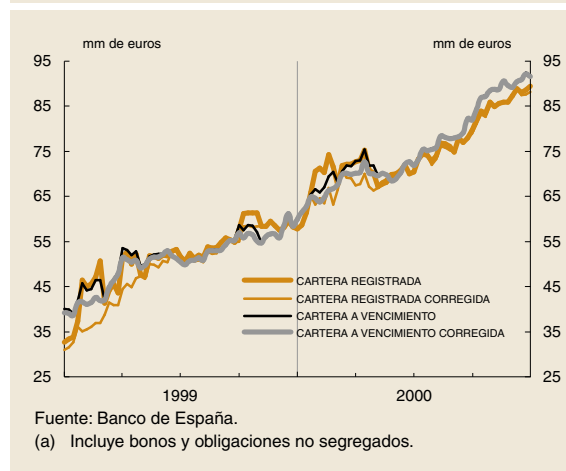
En el año 2000 los inversores no residentes aumentaron considerablemente sus tenencias de valores emitidos por el Tesoro español. Así, sus carteras registradas de letras del Tesoro pasaron de 0,6 mm en 1999 a 1,3 mm de euros en el año 2000, las correspondientes a instrumentos segregados crecieron desde los 2,8 mm a los 4,7 mm y las carteras de bonos y obligaciones, valores en los que se concentra la inversión no residente, crecieron desde los 58,5 mm de 1999 hasta los 89,5 mm de 2000.

Se mantiene, de este modo, la recuperación de la inversión en valores públicos españoles por parte de este grupo de agentes. En concreto, en el caso de los bonos y obligaciones, los inversores no residentes poseían al cierre del año 2000 el 41,9 % del saldo vivo, lo que supone un incremento de casi doce puntos respecto al porcentaje que mantenían al concluir el año 1999.

Su cartera registrada de bonos y obligaciones creció 31 mm en el año 2000, lo que supone un aumento del 53 %. Esta expansión se

GRÁFICO IV.4

Carteras de no residentes (a) Estimación del efecto «lavado de cupón»



concretó fundamentalmente en el crecimiento en 29,7 mm de la cartera a vencimiento, ya que las operaciones temporales, tanto de compra como de venta, registraron muy ligeras reducciones, que, en términos netos, supusieron un descenso del saldo cedido de 1,3 mm de euros (véase gráfico IV.3).

Como se puede apreciar en dicho gráfico y en el ya comentado gráfico IV.2, en los dos últimos años las operaciones temporales de los no residentes tienen una importancia muy limitada en relación con las carteras registrada y a vencimiento. Con cautela, este hecho puede considerarse como un indicador del alto grado de confianza que los inversores no residentes depositan en los valores públicos españoles así como en su mercado y sistemas de liquidación.

Finalmente, el gráfico IV.4 viene a confirmar, tal y como se apuntaba en la edición anterior de esta memoria, que el proceso de lavado de cupón, consistente en el traspaso a inversores no residentes de bonos y obligaciones con anterioridad al pago de cupón con el objetivo de eludir la correspondiente retención fiscal, ya no tiene gran importancia cuantitativa. En el mencionado gráfico se observa este hecho en la cercanía entre las carteras registrada y a vencimiento y sus correspondientes carteras corregidas del efecto del lavado de cupón (2).

(2) Las diferencias no desaparecen totalmente, puesto que la estimación del efecto «lavado de cupón» no es exacta sino que se trata de una aproximación. Aunque su forma de cálculo ha sido descrita en todas las ediciones de la Memoria de la Central de Anotaciones desde la correspondiente a 1995, se recuerda aquí, nuevamente:

Se calculan los saldos de las carteras registrada y a vencimiento en poder de no residentes en el cuarto día posterior al pago de cupón, suponiendo que este es el saldo depurado del efecto lavado de cupón; en el caso de emisio-

IV.3. EL BANCO DE ESPAÑA COMO ENTIDAD GESTORA

Con la paulatina subida de rentabilidades observada en el año 2000, los saldos mantenidos en las Cuentas Directas del Banco de España registraron un aumento de 882 millones de euros, hasta situarse, en el último día hábil de dicho año, en 3.210 millones. El aumento fue más considerable en el caso de las letras

nes que se amortizan coincidiendo con el pago de cupón, se toma como dicho saldo el existente 45 días antes de la fecha de pago del cupón. A continuación, se supone que todos los saldos de las carteras registrada y a vencimiento, en los 44 días previos y en los tres posteriores al pago de cupón, están sobrevalorados por la diferencia existente entre estos y el obtenido en el paso anterior, siempre que dicha diferencia sea positiva.

del Tesoro (792 millones) que en el caso de bonos y obligaciones (90 millones).

Con los crecimientos citados, el saldo de letras del Tesoro, que asciende a 2.457 millones de euros, supone el 77 % de los saldos mantenidos en las Cuentas Directas, mientras que el correspondiente a bonos y obligaciones representa, con un volumen de 753 millones de euros, el 23 % restante.

Al cierre del año 2000, el Banco de España era la decimoquinta entidad gestora por tamaño de los saldos registrados. En el caso de las letras del Tesoro, el Banco de España se sitúa en la quinta posición, mientras que en el caso de los bonos y obligaciones, con una actividad mucho más reducida, el Banco de España se halla en la trigesimonovena plaza.