

# El mercado de obligaciones privadas en España, una aproximación regional (\*)

MANUEL SANCHEZ AYUSO  
y VICTOR FUENTES PROSPER

## 1. INTRODUCCION

El mercado de obligaciones privadas en España es un mercado privilegiado en el sentido que tiene esta expresión para la O. C. D. E. (1), en el que pocos sectores de la economía concentran la demanda de fondos. Como es ampliamente sabido, esos sectores a los que nos referimos están constituidos por pocas empresas de gran dimensión por regla general, desde la perspectiva de su apelación a este mercado de obligaciones. En dicho mercado, las condiciones de emisión están determinadas con una cierta rigidez, y aunque el tipo de rentabilidad a la emisión ha aumentado en los últimos años, lo cierto es que, en líneas generales (y distinguiendo, como después veremos, entre emisiones de sociedades financieras y emisiones de sociedades no financieras), la oferta de fondos en él se limita básicamente a cierto tipo de inversiones institucionales. Concretamente las Cajas de Ahorros son en la actualidad las principales instituciones oferentes de fondos. En el año 1973, de un total de emisiones netas de obligaciones privadas del orden de 107.000 millones de pesetas, las Cajas de Ahorros suscribieron 65.000 millones, o sea, un 61 por 100 aproximadamente. Ahora bien, conviene efectuar una clara distinción entre obligaciones emitidas por empresas o sociedades no financieras y bonos de caja de los Bancos industriales, porque estos últimos suelen colocarse más entre el público en general. Por ejemplo, si nos referimos, como antes, al año 1973, las Cajas absorbieron, según los datos del Banco de España, un 83 por 100 de las emisiones de sociedades no financieras y, en cambio, sólo un 40 por 100

---

(\*) Este artículo es el resultado de unas correcciones efectuadas a una comunicación presentada por ambos autores a la II Reunión de Estudios Regionales celebrada en Canarias en 1975.

(1) "Comité des Transactions Invisibles" de la O. C. D. E.: *Le marché financier, les mouvements internationaux de capitaux, les restrictions sur les opérations en capital en Espagne*. París, 1971. Págs. 30-34.

de las emisiones de bonos de caja de los Bancos industriales. Las Cajas se sitúan, al menos en lo que concierne a las obligaciones de sociedades no financieras, en una posición muy próxima a la de monopsonio, de acuerdo con la expresión utilizada por la O. C. D. E.

La situación del mercado, que hemos esbozado muy esquemática y simplificada, se explica a través de la conjunción de varios factores. Por una parte existe, como es sabido, una reglamentación oficial de las colocaciones o inversiones de las Cajas. Este hecho se conjuga, por otra parte, con una falta de atractivo de las emisiones para el público. Aunque haya aumentado el tipo de rentabilidad a la emisión, y pese también a la inserción en muchos casos de una cláusula de convertibilidad en acciones, que añade atractivos a la emisión, existen dos factores (básicos, a nuestro juicio) para explicar la falta de éxito entre el público (entendido siempre en un sentido muy amplio) de las obligaciones de empresas o sociedades no financieras. Las expectativas de inflación, lógicamente deducidas de la experiencia pasada, han convertido en muchos casos los tipos de interés reales de estos títulos en negativos o, al menos, en muy bajos. Por otro lado, es un hecho evidente la debilidad del mercado secundario de estos títulos, que tiene como consecuencia un grado bajísimo de liquidez. Otros factores que influyen en la tantas veces citada falta de atractivo son: la preferencia que muchos ahorradores muestran por los depósitos como vía de colocación de sus ahorros, así como la atracción que ejercen ciertas especulaciones muy rentables en colocaciones inmobiliarias o en valores de renta variable (2). La situación de los bonos de caja de los Bancos industriales es distinta, como antes se ha comentado, porque, entre otras razones, el mercado secundario funciona para ellos de una forma diferente y porque la cláusula de convertibilidad que muchos de ellos poseen ha sido especialmente atractiva.

En líneas muy generales, ésta es la realidad del mercado de obligaciones privadas en España, a la que nos hemos referido, como se ve, muy de pasada y sólo como punto obligado de referencia para nuestro análisis de la regionalización de ese mercado (3).

Si pasamos ahora al problema de la regionalización del mercado de obligaciones privadas, conviene proceder a formular toda una serie de pre-

(2) Véase el trabajo anteriormente citado de la O. C. D. E., págs. 42-43.

(3) Nos remitimos al estudio de ANTONIO RUA BENITO: *El mercado de títulos de renta fija*, separata de la XXI Semana de Estudios de Derecho Financiero, Madrid, 1974, y el de MANUEL SÁNCHEZ AYUSO y VÍCTOR FUENTES PROSPER: "El mercado de obligaciones privadas en España", *Boletín de Estudios Económicos*, volumen XXIX, abril 1974, núm. 91.

cisiones. En un estudio financiero regional resulta especialmente importante un examen de las transferencias regionales de fondos a través del sistema financiero. Nuestro propósito al presentar esta comunicación consiste en observar en la medida de lo posible las transferencias producidas a través del mecanismo de la emisión y de la suscripción de obligaciones privadas en España, partiendo, por supuesto, de una descripción previa de la perspectiva espacial de este mercado. Sintetizando al máximo, el problema que nos ocupa será dividido en dos aspectos, seguidos de un análisis de conjunto expresivo de las transferencias que resultan: Los dos aspectos son:

- a) Oferta de fondos a nivel provincial y regional.
- b) Demanda de fondos a nivel provincial y regional.

En primer lugar, y de acuerdo con el esquema presentado, vamos a examinar el nivel de ahorro financiero realizado a través de la suscripción de las emisiones de obligaciones privadas en provincias y regiones. En segundo lugar se efectuará un análisis de la financiación recibida mediante este instrumento financiero específico por las provincias y regiones.

No cabe duda de que siempre hay problemas estadísticos cuando se llega a un nivel regional, y muy en especial en lo que se refiere a las estadísticas de tipo financiero, sobre todo en el aspecto referente a la adecuada significación de éstas. Con estas limitaciones, sin embargo, presentamos este estudio, como una simple aproximación al tema, siendo conscientes de sus problemas y ambigüedades, que comentaremos de una forma específica en cada uno de los apartados, sin perjuicio de indicar brevemente ahora las fuentes de él.

Hemos utilizado las cifras de emisión de obligaciones privadas en el mercado nacional que publicaba el Instituto de Crédito a Medio y Largo Plazo, y a partir de 1971, la Dirección General de Política Financiera del Ministerio de Hacienda.

Los datos de suscripciones se ha nobtenido desde 1963 hasta 1973, mientras que el detalle de las emisiones en base al domicilio social de las empresas emisoras sólo ha sido posible realizarlo a partir de 1967. Hemos usado también datos del Anuario de Sociedades Anónimas, de la Confederación de Cajas de Ahorro y de la revista *Fomento de la Producción*. Para mayores precisiones (que no faltarán, por supuesto) nos remitimos a las notas de los cuadros.

## 2. SUSCRIPCION DE LAS OBLIGACIONES PRIVADAS

Una primera aproximación al tema de la oferta de fondos en el mercado de obligaciones privadas a nivel provincial y regional nos la ofrecen los cuadros 1 y 2, obtenidos a través de las cifras del Instituto de Crédito a Medio y Largo Plazo, primero, y de la Dirección General de Política Financiera, después, para el período 1963-73. Conviene aclarar que la agrupación provincial que se efectúa en él es la que corresponde a estas fuentes y, como es bien sabido, no responde en muchos casos a una verdadera división regional, aunque la utilizaremos provisionalmente.

Los cuadros, como se especifica en las notas a pie de página, presentan numerosos problemas. Por una parte, a partir de 1970, inclusive, se han excluido los bonos de caja de los Bancos industriales, cuya suscripción provincial no se conoce desde esa fecha. Por otra, las cifras sobrevaloran fuertemente la suscripción realizada en Madrid, pues se incluyen en esta estadística las adquisiciones de obligaciones efectuadas por la Confederación de Cajas de Ahorros, que luego distribuye las emisiones entre las distintas Cajas.

Una observación de los cuadros permite tener una primera idea de la distribución espacial de las suscripciones. En el primer puesto en cuanto a volumen de suscripciones aparece a lo largo del período, salvo en los dos últimos años, Castilla la Nueva, en la que prácticamente todo es suscrito por Madrid. Cataluña ocupa normalmente el segundo lugar, excepto en los dos últimos años, en que pasa a ocupar el primer puesto. Barcelona suscribe, en su abrumadora mayoría, las emisiones dentro del total catalán. Considerando el último año de la serie, 1973, entre Madrid y Barcelona recogían un 53,1 por 100 del total de emisiones y, en general, desde 1963 hasta 1973, la suma de las suscripciones de ambas provincias, consideradas en porcentaje con respecto al total de España, oscila entre un mínimo en 1971 (equivalente a un 48,6 por 100) y un máximo en 1968 (correspondiente a un 64,8 por 100). Inmediatamente después de las provincias de Madrid y Barcelona se encuentran en 1973 las siguientes, por este orden: Zaragoza, Valencia, Asturias, Alicante, Vizcaya, La Coruña, Guipúzcoa y Pontevedra, si consideramos sólo las que suponen más del 2 por 100 del total de España. La suma de los porcentajes con respecto al total español de las suscripciones de estas provincias corresponden en dicho año 1973 a un 25,1 por 100, lo que, si se une a Madrid y Barcelona, supone un 78,3 por 100. A lo largo del tiempo, en el período que transcu-

EMISIONES (1) PRIVADAS DE TITULOS DE RENTA FIJA: SUSCRIPCIONES  
(Distribución provincial, en millones de pesetas. Periodo 1963-73)

Provincia	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971 (2)	1972 (2)	1973 (2)
<b>Andalucía</b> . . . . .	876	861	1.363	1.101	1.010	1.054	1.997	2.852	2.188	2.534	3.439
Almería . . . . .	85	34	87	82	129	81	175	170	209	238	189
Cádiz . . . . .	62	128	106	102	30	167	176	184	320	274	600
Córdoba . . . . .	64	132	181	82	298	90	234	306	306	278	389
Granada . . . . .	198	144	192	172	169	118	439	400	308	410	464
Huelva . . . . .	13	11	66	69	30	33	100	277	245	130	235
Jaén . . . . .	32	22	58	18	9	18	45	6	3	9	8
Málaga . . . . .	148	179	222	229	183	132	298	567	528	756	852
Sevilla . . . . .	274	211	451	347	162	415	530	941	269	439	703
<b>Aragón</b> . . . . .	959	521	463	1.356	938	1.518	2.277	1.518	1.846	2.217	2.769
Huesca . . . . .	20	14	30	38	25	43	31	15	7	10	5
Teruel . . . . .	13	15	21	19	13	11	152	6	4	3	3
Zaragoza . . . . .	926	492	412	1.299	900	1.464	2.094	1.498	1.835	2.204	2.762
<b>Asturias</b> . . . . .	398	238	498	353	532	403	1.392	929	729	857	2.100
<b>Baleares</b> . . . . .	86	104	167	153	133	245	322	410	271	596	412
<b>Canarias</b> . . . . .	34	80	65	126	227	136	414	358	459	574	966
Las Palmas . . . . .	28	41	25	84	139	120	99	70	240	288	461
Tenerife . . . . .	6	39	40	42	88	16	315	288	219	286	504
<b>Castilla la Nueva</b> .	6.768	7.514	11.517	9.666	13.077	19.365	14.710	12.416	10.362	13.770	12.899
Ciudad Real . . . . .	35	32	61	38	12	17	32	7	38	6	3
Cuenca . . . . .	35	64	121	67	124	129	101	203	101	202	341
Guadalajara . . . . .	24	15	40	28	70	32	68	121	35	46	61
Madrid (*) . . . . .	6.605	7.364	11.216	9.418	12.711	19.099	14.356	11.631	9.917	13.296	12.077
Toledo . . . . .	69	39	79	115	160	88	153	454	271	220	417

EL MERCADO DE OBLIGACIONES PRIVADAS EN ESPAÑA. UNA APROXIMACION REGIONAL

Provincia	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971 (2)	1972 (2)	1973 (2)
<i>Castilla la Vieja</i> ..	972	1.123	1.443	1.506	1.342	2.174	2.047	2.476	2.494	2.129	1.893
Avila ... ..	65	110	133	88	81	174	123	322	189	246	156
Burgos . ... .	236	329	402	511	336	566	547	810	921	395	403
Logroño ... ..	67	55	117	113	83	74	120	135	125	134	152
Palencia ... ..	53	52	89	77	151	210	186	119	109	151	73
Santander . ...	307	298	387	384	356	445	700	625	553	526	543
Segovia . ... .	59	26	26	66	109	227	136	199	173	168	154
Soria ... ..	65	64	120	48	65	217	100	131	182	148	170
Valladolid . ...	121	189	169	219	161	261	135	135	242	360	242
<i>Cataluña</i> ... ..	3.882	3.773	4.253	4.587	3.605	7.362	8.121	10.615	10.128	15.275	21.302
Barcelona . ...	3.713	3.598	3.955	4.226	3.343	6.703	7.561	10.080	9.657	14.300	20.113
Gerona . ... .	42	60	83	116	73	166	192	223	153	409	453
Lérida . ... .	41	47	80	73	54	210	99	80	49	81	148
Tarragona . ...	86	68	135	172	135	283	269	232	270	485	593
<i>Extremadura</i> ..	186	166	196	370	335	531	354	248	231	531	459
Badajoz ... ..	88	70	88	114	162	161	114	80	109	207	205
Cáceres . ... .	98	96	108	256	173	370	240	168	122	324	254
<i>Galicia</i> . ... .	943	551	734	1.599	942	1.031	2.139	3.269	3.157	2.456	3.805
La Coruña . ...	382	221	305	572	574	388	1.048	1.154	1.253	1.053	1.609
Lugo ... ..	25	24	61	55	23	29	74	68	44	91	291
Orense . ... .	346	176	153	210	45	384	559	921	945	624	695
Pontevedra . ...	190	130	215	762	300	230	458	1.126	915	688	1.292
<i>León</i> ... ..	219	236	407	348	406	836	798	779	755	736	1.123
León ... ..	114	127	223	177	214	494	452	473	400	477	700
Salamanca . ...	70	66	137	103	141	266	273	251	238	212	106
Zamora . ... .	35	43	47	68	51	76	73	55	117	48	317
<i>Murcia</i> . ... .	85	58	96	103	140	157	203	332	170	198	435
Albacete ... ..	19	30	35	31	90	109	128	138	137	72	172
Murcia . ... .	66	28	61	72	50	48	75	194	33	126	264
<i>Navarra</i> ... ..	133	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Valencia ... ..	744	1.109	1.422	1.462	991	1.774	2.596	3.011	2.778	2.826	4.753
Alicante ... ..	304	426	291	349	240	483	571	938	945	1.056	1.991
Castellón ... ..	40	63	120	156	108	114	275	222	330	207	403
Valencia ... ..	400	620	1.011	957	643	1.177	1.750	1.851	1.503	1.563	2.360
<i>Vascongadas</i> ... ..	1.616	1.153	1.521	2.095	1.646	2.735	3.467	3.629	4.091	3.460	3.383
Alava ... ..	159	52	82	148	191	215	327	324	327	217	252
Guipúzcoa . ... ..	472	361	376	757	711	1.147	979	1.449	1.560	1.247	1.342
Vizcaya . ... ..	985	740	1.063	1.190	744	1.373	2.161	1.856	2.204	1.996	1.789
<i>Plazas y prov. africanas</i> . ... ..	26	4	7	21	25	16	16	43	8	2	7
<i>Extranjero</i> . ... ..	12	25	442	87	191	51	93	463	79	147	133
<b>TOTAL</b> . ... ..	<b>17.939</b>	<b>17.616</b>	<b>24.804</b>	<b>25.175</b>	<b>25.749</b>	<b>39.804</b>	<b>41.548</b>	<b>43.836</b>	<b>40.224</b>	<b>48.729</b>	<b>60.570</b>
Sin datos distr. (3).	2.382	1.727	1.265	3.116	4.571	3.707	2.874	222	763	8	4.165
<b>TOTAL AUTOR. (4).</b>	<b>20.321</b>	<b>19.343</b>	<b>26.069</b>	<b>28.291</b>	<b>30.320</b>	<b>43.511</b>	<b>44.422</b>	<b>44.058</b>	<b>40.987</b>	<b>48.737</b>	<b>64.735</b>

(1) Las operaciones se han imputado al año en que se autoriza la emisión, aunque en algunos casos la suscripción efectiva se haya completado en ejercicios posteriores.

(2) A partir de 1970, inclusive, se han excluido los bonos de Caja de los Bancos Industriales, por carecer de información respecto a las suscripciones de los mismos, lo que introduce una discontinuidad importante en la serie. (Ver Memoria de la D. G. P. F. 1971.)

Además, se han depurado las cifras de suscripción de los años 1969, 1970 y 1971, a medida que se completa la información remitida por las empresas. (Ver la Memoria de la D. G. P. F. de 1971.)

(3) Para los años 1963 a 1968, inclusive, este renglón recoge el importe de las suscripciones, de las que no se sabe cómo se han distribuido por provincias, debido en parte a no haber sido facilitados al I. C. M. L. P. los datos correspondientes, y en parte a la no colocación de los títulos emitidos. (Ver Memoria del I. C. M. L. P. 1970.)

A partir de 1969 sí se desglosan ambos conceptos. Sin datos de suscripción, y los que no han sido puestos en circulación. Pero nosotros hemos continuado reuniéndolos en una sola cifra para no introducir otra discontinuidad en el cuadro. No obstante, el primer epígrafe, "Sin datos de suscripción", es el más importante.

(4) Total autorizado por el I. C. M. L. P. para los años 1963 a 1968. [Para los años posteriores, ver nota (1).]

Así, pues, quedan excluidas las emisiones que no requieren la autorización del Instituto, bien sea por no ser su cuantía superior a cinco millones de pesetas, bien por el carácter de la sociedad emisora—I. N. I., Corporaciones Municipales, etc.

(\*) Según la Memoria de la D. G. P. F. para 1971, "los datos acumulados a Madrid incluyen partidas importantes imputadas a la Confederación Española de Cajas de Ahorro Benéficas, cuando en realidad esta institución actúa prácticamente de mero intermediario".

FUENTE: Memorias anuales del I. C. M. L. P., años 1967 a 1970 y de la D. G. P. F., años 1971, 1972 y 1973.

EMISIONES PRIVADAS DE TITULOS DE RENTA FIJA. SUSCRIPCIONES  
 Porcentajes (a) de distribución provincial: 1963-1973

Provincia	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
<i>Andalucía</i> . . . . .	4,88	4,88	5,49	4,37	3,92	2,64	4,80	6,50	5,43	5,20	5,67
Almería . . . . .	0,47	0,19	0,35	0,32	0,50	0,20	0,42	0,38	0,51	0,48	0,31
Cádiz . . . . .	0,34	0,72	0,42	0,40	0,11	0,41	0,42	0,41	0,79	0,56	1,00
Córdoba . . . . .	0,35	0,75	0,72	0,32	0,15	0,22	0,56	0,69	0,76	0,57	0,64
Granada . . . . .	1,10	0,81	0,77	0,68	0,65	0,29	1,05	0,91	0,76	0,84	0,76
Huelva . . . . .	0,07	0,06	0,26	0,27	0,11	0,08	0,24	0,63	0,60	0,26	0,38
Jaén . . . . .	0,17	0,12	0,23	0,07	0,03	0,04	0,10	0,01	0,01	0,02	0,01
Málaga . . . . .	0,82	1,01	0,89	0,90	0,71	0,33	0,71	1,29	1,36	1,55	1,40
Sevilla . . . . .	1,52	1,19	1,81	1,37	0,62	1,03	1,27	2,14	0,66	0,90	1,16
<i>Aragón</i> . . . . .	5,34	2,95	1,89	5,38	3,64	3,81	5,48	3,46	4,58	4,54	4,57
Huesca . . . . .	0,11	0,08	0,12	0,15	0,09	0,10	0,07	0,03	0,02	0,02	0,01
Teruel . . . . .	0,07	0,08	0,08	0,07	0,05	0,03	0,36	0,01	0,01	0,01	0,01
Zaragoza . . . . .	5,16	2,79	1,66	5,15	3,49	3,67	5,03	3,41	4,56	4,52	4,56
<i>Asturias</i> . . . . .	2,21	1,35	2,00	1,40	2,06	1,01	3,35	2,11	1,81	1,75	3,46
<i>Baleares</i> . . . . .	0,47	0,59	0,97	0,60	0,51	0,61	0,77	0,93	0,67	1,22	0,68
<i>Canarias</i> . . . . .	0,18	0,45	0,26	0,50	0,88	0,34	1,00	0,81	1,14	1,17	1,59
Las Palmas . . . . .	0,15	0,23	0,10	0,33	0,53	0,30	0,23	0,15	0,59	0,59	0,76
Sta. Cruz Tenerife	0,03	0,22	0,16	0,16	0,34	0,04	0,75	0,65	0,54	0,58	0,83
<i>Castilla la Nueva</i> .	37,72	42,65	46,43	38,39	50,78	48,65	35,40	28,32	25,76	28,25	21,29
Ciudad Real . . . . .	0,19	0,18	0,24	0,15	0,04	0,04	0,07	0,01	0,09	0,01	0,01
Cuenca . . . . .	0,19	0,36	0,48	0,26	0,48	0,32	0,24	0,46	0,25	0,41	0,56
Guadalajara . . . . .	0,13	0,08	0,16	0,11	0,27	0,08	0,16	0,27	0,08	0,09	0,10
Madrid . . . . .	36,81	41,80	45,21	37,41	49,36	47,98	34,55	26,53	24,65	27,28	19,93
Toledo . . . . .	0,38	0,22	0,31	0,45	0,62	0,22	0,36	1,03	0,67	0,45	0,68
<i>Castilla la Vieja</i> ..	5,41	6,37	5,81	5,98	5,21	5,46	4,92	5,64	6,20	4,36	3,12
Ávila . . . . .	0,36	0,62	0,53	0,34	0,31	0,43	0,29	0,73	0,46	0,50	0,25
Burgos . . . . .	1,31	1,86	1,62	2,02	1,30	1,42	1,31	1,84	2,28	0,81	0,66
Logroño . . . . .	0,37	0,31	0,47	0,44	0,32	0,18	0,28	0,30	0,31	0,27	0,25
Palencia . . . . .	0,29	0,29	0,35	0,30	0,58	0,52	0,44	0,27	0,27	0,30	0,12
Santander . . . . .	1,71	1,69	1,56	1,52	1,38	1,11	1,68	1,42	1,37	1,07	0,89
Segovia . . . . .	0,32	0,14	0,10	0,26	0,42	0,57	0,32	0,45	0,43	0,34	0,25
Soria . . . . .	0,36	0,36	0,48	0,19	0,26	0,54	0,24	0,29	0,45	0,30	0,28



Valladolid . . . . .	0,67	1,07	0,68	0,86	0,62	0,65	0,32	0,30	0,60	0,73	0,39
Cataluña . . . . .	21,64	21,41	17,14	18,22	14,00	18,49	19,54	24,21	25,17	31,34	35,16
Barcelona . . . . .	20,69	20,42	15,94	16,78	12,98	16,84	18,19	22,99	24,00	29,34	33,20
Gerona . . . . .	0,23	0,34	0,33	0,46	0,28	0,41	0,46	0,50	0,38	0,83	0,74
Lérida . . . . .	0,22	0,26	0,32	0,28	0,20	0,52	0,23	0,18	0,12	0,16	0,24
Tarragona . . . . .	0,47	0,38	0,54	0,68	0,52	0,71	0,64	0,52	0,67	1,00	0,97
<i>Extremadura</i> . . . . .	1,03	0,94	0,79	1,46	1,30	1,33	0,85	0,56	0,57	1,08	0,75
Badajoz . . . . .	0,49	0,39	0,35	0,44	0,62	0,40	0,27	0,18	0,27	0,42	0,33
Cáceres . . . . .	0,54	0,54	0,43	1,01	0,67	0,92	0,57	0,38	0,30	0,66	0,41
<i>Galicia</i> . . . . .	5,25	3,12	2,95	6,35	3,65	2,59	5,14	7,45	7,83	5,04	6,28
La Coruña . . . . .	2,12	1,25	1,22	2,27	2,22	0,97	2,52	2,63	3,11	2,16	2,65
Lugo . . . . .	0,13	0,13	0,24	0,25	0,09	0,07	0,17	0,15	0,10	0,18	0,48
Orense . . . . .	1,92	1,01	0,61	0,83	0,17	0,96	1,34	2,10	2,34	1,28	1,14
Pontevedra . . . . .	1,05	0,73	0,86	3,02	1,16	0,57	1,10	2,56	2,27	1,41	2,13
<i>León</i> . . . . .	1,22	1,33	1,64	1,38	1,57	2,10	1,92	1,77	1,87	1,51	1,85
León . . . . .	0,63	0,72	0,89	0,70	0,83	1,24	1,08	1,07	1,00	0,97	1,15
Salamanca . . . . .	0,40	0,37	0,55	0,40	0,54	0,66	0,65	0,57	0,59	0,43	0,17
Zamora . . . . .	0,19	0,24	0,18	0,27	0,19	0,19	0,17	0,12	0,29	0,10	0,57
<i>Murcia</i> . . . . .	0,47	0,32	0,38	0,40	0,54	0,39	0,48	0,75	0,42	0,40	0,71
Albacete . . . . .	0,10	0,17	0,14	0,12	0,34	0,27	0,30	0,31	0,34	0,14	0,28
Murcia . . . . .	0,37	0,15	0,24	0,28	0,19	0,12	0,18	0,44	0,08	0,25	0,43
<i>Navarra</i> . . . . .	0,74	0,56	0,84	0,96	0,81	1,05	1,44	1,11	1,03	0,86	1,13
<i>Valencia</i> . . . . .	4,14	6,29	5,73	5,80	3,84	4,45	6,24	6,86	6,90	5,79	7,84
Alicante . . . . .	1,69	2,42	1,17	1,38	0,93	1,21	1,37	2,13	2,34	2,16	3,28
Castellón . . . . .	0,22	0,35	0,48	0,61	0,42	0,28	0,66	0,50	0,82	0,42	0,66
Valencia . . . . .	2,22	3,51	4,07	3,80	2,49	2,95	4,21	4,22	3,73	3,20	3,89
<i>Vascongadas</i> . . . . .	9,00	6,54	6,13	8,32	6,39	6,87	8,34	8,27	10,17	7,10	5,58
Alava . . . . .	0,88	0,29	0,33	0,58	0,74	0,54	0,78	0,73	0,81	0,44	0,41
Guipúzcoa . . . . .	2,63	2,04	1,51	3,00	2,76	2,88	2,35	3,30	3,80	2,55	2,21
Vizcaya . . . . .	5,49	4,20	4,28	4,72	2,88	3,44	5,20	4,23	5,47	4,09	2,95
<i>Plazas y prov. africanas y extranj.</i>	0,30	0,25	0,55	0,51	0,80	0,21	0,33	1,15	0,21	0,30	0,23
TOTAL . . . . .	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

(a) Los porcentajes del cuadro representan las suscripciones de cada una de las provincias y regiones respecto al total nacional, pero sin incluir en este último la cifra incluida en el renglón "Sin datos de distribución".  
Ver notas citadas para el cuadro 1.

FUENTE: Memorias anuales del I. C. M. L. P., años 1967-70, y de la D. P. P. F., años 1971, 1972 y 1973.

re entre 1963 y 1973, estas provincias se movieron un tanto irregularmente, pero en esencia son las que, hablando a un nivel provincial, dominan realmente la suscripción de estos activos financieros. Claro es que a nivel supraprovincial la distribución resulta algo distinta, teniendo en cuenta la extensión espacial que se atribuye a esas agrupaciones. Así, por ejemplo, Andalucía en su conjunto ocupa un lugar destacado relativamente, sin que ninguna de sus provincias tenga un papel relevante a estos efectos.

Realmente la concentración espacial de estas cifras es muy grande, pues las 35 provincias que menos suscriben, en conjunto, sólo representan en 1963 un 12,3 por 100 del total de España, y en 1973, un 15,5 por 100. Las dos provincias que más suscriben a lo largo del período, que, como antes hemos señalado, son Madrid y Barcelona, suponen algo más de la mitad de ltotal de España, y si añadimos a estas dos Vizcaya, Zaragoza y Valencia, en 1963 las cinco provincias recogen el 70,8 por 100, y en 1973, el 65 por 100.

Mediante las cifras absolutas de suscripciones (ver cuadro 1) se puede obtener una idea aproximada de un indicador muy parcial de ahorro financiero, pues las cantidades que aparecen en el cuadro de suscripciones son expresivas de un ahorro espacialmente configurado que se dirige a este tipo de valores. La discontinuidad de la serie en lo que concierne a los bonos de caja no es demasiado grave, pues antes de 1970 las cantidades de éstos emitidas a nivel global no eran grandes, y así la significación de las cifras de suscripciones provinciales viene a ser la de colocación de las emisiones de sociedades no financieras, aumentadas algo antes de 1970 por la suscripción de los bonos de caja.

Antes indicamos que los cuadros presentados de suscripciones denotan también otro inconveniente en cuanto a su significación. El hecho de que se atribuyan a Madrid cantidades adquiridas por la Confederación Española de Cajas de Ahorros, cuyo destino es, en principio, ser distribuidas entre las distintas Cajas Confederadas, supone un claro problema que resta validez a las cifras provinciales de suscripción. No hay publicadas cifras de la cartera de obligaciones privadas de las Cajas, pero, gracias a la amabilidad de la Confederación (4), hemos podido conseguir datos de esa cartera por Federaciones (5).

---

(4) Agradecemos a don VALENTÍN ARROYO RUIPÉREZ, subdirector general de la Confederación Española de Cajas de Ahorros, su amabilidad al proporcionarnos los datos de la cartera de obligaciones privadas de las Cajas por Federaciones.

(5) No creemos necesario detallar aquí las provincias que se incluyen en cada una de las once Federaciones que constituyen, a efectos espaciales, las Cajas, ya que es un dato suficientemente conocido.

CUADRO 3

**CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS**  
**CARTERAS DE VALORES INDUSTRIALES DE RENTA FIJA (5021 + 5022 + 503 + 5401),**  
**EN 31-XII DE LOS AÑOS INDICADOS**  
*(Millones de pesetas)*

FEDERACIONES	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974 (1)
Andaluza ... ..	1.091	2.215	3.472	4.721	6.030	7.340	9.446	11.029	15.381	18.850	23.812	29.223
Aragonesa ... ..	1.554	2.368	3.319	4.219	5.729	7.433	9.293	9.864	12.090	14.085	16.906	22.304
Astur-Leonesa ... ..	280	406	841	1.259	1.932	2.750	3.919	4.851	6.352	7.526	10.336	11.683
De Canarias ... ..	5	5	16	100	364	593	916	1.290	1.994	2.824	5.228	6.019
Catalano-Balear ... ..	6.778	9.296	12.398	16.106	19.481	25.121	31.925	40.903	52.487	66.224	89.458	105.760
Castellana ... ..	1.096	1.824	2.889	3.824	4.943	7.050	8.453	10.113	12.776	14.714	15.789	19.030
De Castilla la Nueva ... ..	721	1.194	1.867	2.378	5.165	5.943	6.682	8.052	10.141	13.176	17.422	24.649
De Galicia ... ..	1.370	1.959	2.883	3.933	5.056	5.979	7.884	10.337	14.003	16.824	21.069	25.322
De Levante ... ..	1.167	1.857	3.285	4.715	5.629	7.455	10.122	12.020	15.901	20.262	28.286	31.786
Del Oeste ... ..	445	782	1.187	1.721	2.393	3.665	4.337	4.799	6.037	7.342	9.047	10.945
Vasco-Navarra ... ..	1.837	2.570	3.537	5.410	7.076	9.789	12.739	15.401	18.808	22.012	25.083	34.508
<b>TOTAL ... ..</b>	<b>16.344</b>	<b>24.476</b>	<b>35.694</b>	<b>48.386</b>	<b>63.798</b>	<b>33.118</b>	<b>105.716</b>	<b>128.659</b>	<b>165.970</b>	<b>203.839</b>	<b>262.436</b>	<b>321.229</b>

(1) Datos estimados.

FUENTE: Confederación Española de Cajas de Ahorros.

CUADRO 4

**CARTERA DE VALORES INDUSTRIALES DE RENTA FIJA DE LAS CAJAS DE  
AHORROS CONFEDERADAS EN 31-XII DE LOS AÑOS INDICADOS**  
(En porcentajes)

FEDERACIONES	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974 (1)
Andaluzas ... ..	6,7	9,0	9,7	9,7	9,5	8,8	8,9	8,6	9,3	9,2	9,1	9,1
Aragonesa ... ..	9,5	9,7	9,3	8,7	9,0	8,9	8,8	7,7	7,3	6,9	6,4	6,9
Astur-Leonesa ... ..	1,7	1,6	2,3	2,6	3,0	3,3	3,7	3,8	3,8	3,7	3,9	3,6
De Canarias ... ..	—	—	—	0,2	0,6	0,7	0,9	1,0	1,2	1,4	2,0	1,9
Catalano-Balear ... ..	41,5	38,0	34,7	33,3	30,5	30,2	30,2	31,8	31,6	32,5	34,1	32,9
Castellana ... ..	6,7	7,5	8,1	7,9	7,7	8,5	8,0	7,9	7,7	7,2	6,0	5,9
De Castilla la Nueva ... ..	4,4	4,9	5,2	4,9	8,1	7,1	6,3	6,2	6,1	6,5	6,6	7,7
De Galicia ... ..	8,4	8,0	8,1	8,1	7,9	7,2	7,4	8,0	8,4	8,2	8,0	7,9
De Levante ... ..	7,1	7,6	9,2	9,7	8,8	9,0	9,6	9,3	9,6	9,9	10,8	9,9
Del Oeste ... ..	2,7	3,2	3,3	3,6	3,7	4,4	4,1	3,7	3,6	3,6	3,4	3,4
Vasco-Navarra ... ..	11,2	10,5	9,9	11,2	11,1	11,8	12,1	12,0	11,3	10,8	9,5	10,7
<b>TOTAL ... ..</b>	<b>99,9</b>	<b>100,0</b>	<b>99,8</b>	<b>99,9</b>	<b>99,9</b>	<b>99,9</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>99,9</b>	<b>99,9</b>	<b>99,8</b>	<b>99,9</b>

(1) Datos estimados.

FUENTE: Confederación Española de Cajas de Ahorros.

CUADRO 5

**CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS. INCREMENTOS DE CARTERA POR FEDERACION**  
(En millones de pesetas)

FEDERACIONES	AÑO INICIAL 1963	INCREMENTOS ANUALES									
		1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Andaluza ... ..	1.091	1.124	1.257	1.249	1.309	1.310	2.106	1.583	4.352	3.459	4.962
Aragonesa .. ...	1.554	814	951	900	1.510	1.704	1.860	571	2.226	1.995	2.821
Astur-Leonesa . ...	280	126	435	418	673	818	1.169	932	1.501	1.174	2.810
Canaria . . . . .	5	—	11	84	264	229	323	374	704	830	2.704
Catalano-Balear ...	6.778	2.518	3.102	3.708	3.375	5.640	6.804	8.978	11.584	13.737	23.234
Castellana ... ..	1.096	728	1.065	935	1.119	2.107	1.403	1.660	2.663	1.938	1.075
Castilla la Nueva ..	721	473	673	411	2.787	778	739	1.370	2.089	3.035	4.246
Galicia ... ..	1.370	589	924	1.050	1.123	923	1.905	2.453	3.666	2.821	4.245
Levante . . . . .	1.167	690	1.428	1.430	914	1.826	2.667	1.898	3.881	4.361	8.024
Oeste ... ..	445	337	405	534	672	1.272	672	462	1.238	1.305	1.705
Vasco-Navarra . ...	1.837	733	967	1.873	1.666	2.713	2.950	2.662	3.407	3.204	3.071
<b>TOTAL ... ..</b>	<b>16.334</b>	<b>8.142</b>	<b>11.218</b>	<b>12.692</b>	<b>15.412</b>	<b>19.320</b>	<b>22.598</b>	<b>26.350</b>	<b>37.311</b>	<b>37.869</b>	<b>58.597</b>

FUENTE: Confederación Española de Cajas de Ahorros.

## CUADRO 6

EMISIONES PRIVADAS DE TITULOS DE RENTA FIJA. DISTRIBUCION POR AÑOS (1), PROVINCIAS Y SECTORES  
(En millones de pesetas)

## EMPRESAS NO FINANCIERAS

Provincia Domicilio social Empresa emisora	1967		1968		1969		1970		1971		1972		1973	
	Millones pesetas	%	Millones pesetas	%	Millones pesetas	%	Millones pesetas	%	Millones pesetas	%	Millones pesetas	%	Millones pesetas	%
Madrid ... ..	12.827	47,5	18.916	48,8	19.312	55,2	24.458	55,5	20.461	50,0	25.245	53,6	31.632	49,2
Barcelona ... ..	7.225	26,7	6.487	16,7	5.870	16,8	9.334	21,2	11.526	28,1	13.130	27,9	20.256	31,5
Vizcaya . ... ..	3.175	11,7	7.585	19,5	5.511	15,7	2.770	6,2	2.420	5,9	640	1,3	395	0,6
La Coruña ... ..	1.011	3,7	1.700	4,3	1.900	5,4	3.000	6,8	3.250	7,9	1.750	3,7	3.750	5,8
Asturias . ... ..	250	0,9	400	1,0	—	—	1.175	2,6	—	—	700	1,4	2.550	3,9
Zaragoza . ... ..	911	3,3	1.000	2,5	779	2,2	500	1,1	90	—	244	0,5	1.500	2,3
Sevilla ... ..	780	3,0	1.385	3,5	1.000	2,9	1.775	4,0	2.250	5,5	2.000	4,2	—	—
Valencia . ... ..	30	—	—	—	100	0,3	506	1,1	—	—	1.100	2,3	3.070	4,7
Guipúzcoa ... ..	500	1,8	250	0,6	330	0,9	—	—	50	—	—	—	—	—
Alava ... ..	—	—	300	0,7	—	—	—	—	100	0,24	24	—	—	—
Cádiz ... ..	—	—	377	1,0	—	—	—	—	—	—	150	0,31	500	0,80
Navarra . ... ..	—	—	50	—	—	—	500	1,1	50	—	160	0,34	—	—
Pontevedra . ...	—	—	—	—	—	—	—	—	300	0,7	150	0,31	300	0,45
Huelva ... ..	—	—	—	—	—	—	—	—	15	—	1.000	2,1	—	—
Tarragona ... ..	—	—	—	—	15	—	—	—	—	—	—	—	120	0,2
Santander ... ..	250	0,9	—	—	—	—	—	—	250	0,6	—	—	—	—
Gerona ... ..	20	—	—	—	—	—	25	—	—	—	170	0,36	—	—
Logroño . ... ..	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	120	0,25	—	—
Soria . ... ..	—	—	15	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—

EL MERCADO DE OBLIGACIONES PRIVADAS EN ESPAÑA, UNA APROXIMACION REGIONAL

León . . . . .	20								60	25	
Baleares . . . . .	64								70		
Granada . . . . .						120	0,3				
Salamanca . . . . .	10								120	0,25	
Canarias . . . . .	100	0,25	25					75			
Burgos . . . . .											75
Huesca . . . . .			80								
Valladolid . . . . .	80		60						200	0,4	

(1) En 1967 no se ha asignado domicilio social provincial a una emisión por valor de 60 millones de pesetas.  
 En 1968 no se ha asignado domicilio social provincial a un total de 402 millones de pesetas emitidas.  
 En 1969 no se ha asignado domicilio social provincial a un total de 190 millones de pesetas emitidas.  
 En 1970 no se ha asignado domicilio social provincial a un total de 15 millones de pesetas emitidas.  
 En 1971 no se ha asignado domicilio social provincial a un total de 30 millones de pesetas emitidas.  
 En 1972 no se ha asignado domicilio social provincial a un total de 1.702 millones de pesetas emitidas.  
 En 1973 no se ha asignado domicilio social provincial a un total de 562 millones de pesetas emitidas.

FUENTES: Memorias del I. C. M. L. P. (1967-1970) y D. G. P. F. (1971-1973).

En el cuadro 3 se reflejan los datos referentes al total de la cartera de obligaciones privadas de sociedades no financieras y bonos de caja en poder de las Cajas. A partir de los datos de cartera es ya posible obtener una impresión algo diferente de la que se deducía del cuadro de suscripciones. Por lo pronto, es fácil apreciar que la distribución espacial de la cartera (considerando las agrupaciones convencionales de provincias) está más igualmente repartida que en las cifras de suscripción, aunque se observa un claro predominio a lo largo de todos los años de la Federación Catalano-Balear, que siempre se encuentra por encima del 30 por 100 con respecto al total de España. Por lo demás, las otras Federaciones se encuentran a niveles inferiores siempre al 10 por 100, excepto la Vasco-Navarra, que excede un poco dicho nivel (ver cuadro 4). Claro es que, como dijimos antes para las agrupaciones de provincias, las Federaciones abarcan territorios muy distintos en cuanto a extensión y número de habitantes.

Lógicamente, la distribución espacial de la cartera de obligaciones está en una conexión estrecha con los saldos de ahorro de las diferentes Cajas, por la conocida uniformidad de la legislación que afecta a éstas. Por lo tanto, la distribución de los saldos de ahorro tiene un perfil absolutamente similar a la de la cartera. Así, por ejemplo, en 1973, Cataluña supone el 30,6 por 100 de los saldos de ahorro de las Cajas Confederadas, y si le unimos Baleares, ese porcentaje pasa a ser el 33 por 100, prácticamente el mismo que representa la cartera de la Federación Catalano-Balear con respecto al total de España.

En el cuadro 5 se presenta la diferencia entre la cartera de un año y la del anterior por cada Federación. Las cifras obtenidas así son las que, lógicamente, sirven para corregir los datos de suscripciones, pues en ellas aparecen los incrementos anuales de cartera y, combinándolas con las de suscripciones, puede tenerse una imagen más clara de la distribución espacial de las adquisiciones de valores de renta fija privados. Como no podía menos de ocurrir, las suscripciones de Madrid, a la vista de estos datos, disminuyen bastante. La Federación de Castilla la Nueva absorbe cantidades no muy grandes. Por ejemplo, en 1973, las provincias que abarca esa Federación (fundamentalmente Madrid) absorbieron a nivel de Cajas Confederadas 4.246 millones de pesetas, mientras que, según la cifra de suscripciones, adquirieron 12.896 millones, de los cuales está claro que una parte sustancial fue adquirida por la Confederación para distribuirla entre las Cajas. En realidad, podría ser más adecuado considerar como indicador del ahorro provincial y regional a través de este activo



CUADRO 7

EMISIONES PRIVADAS DE TITULOS DE RENTA FIJA  
 EMISIONES PRIVADAS DE BONOS DE CAJA POR BANCOS INDUSTRIALES. DISTRIBUCION POR AÑOS  
 Y PROVINCIAS  
 (En millones de pesetas)

Domicilio social del Banco Provincia	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Madrid . . . . .	3.080	3.600	6.750	10.900	3.500	7.500	44.000
Granada . . . . .	200	—	750	—	—	1.750	1.500
La Coruña . . . . .	—	320	—	—	200	—	1.500
Barcelona . . . . .	—	450	1.250	—	1.000	12.500	20.500
Vizcaya . . . . .	—	—	500	1.000	—	—	5.000
León . . . . .	—	—	—	525	500	1.000	3.500
Valencia . . . . .	—	—	—	—	—	—	1.000
<b>TOTAL . . . . .</b>	<b>3.280</b>	<b>4.370</b>	<b>9.250</b>	<b>12.425</b>	<b>5.200</b>	<b>22.750</b>	<b>77.000</b>

FUENTE: Memorias del I. C. M. L. P. (1967-1970) y D. G. P. F. (1971-1973).

financiero las diferencias de cartera en cada Federación que las cifras de suscripciones. Hay que matizar mucho esta afirmación, porque está claro que, aparte de las Cajas, otras gentes adquieren obligaciones, aunque en menor proporción que aquéllas, y estas compras pueden concentrarse en algunas provincias, pareciendo ser éste el caso de Madrid y de la región Vasco-Navarra. En cualquier caso, a partir de 1970, las cifras de las Federaciones aquí presentadas engloban también, a diferencia de las otras, los bonos de caja.

De todas maneras, los porcentajes de ahorro colocados en obligaciones por las Cajas en Federaciones con respecto al total de España indican una distribución más igual entre Federaciones, con la importante excepción de la Catalano-Balear, representativa de la grandísima importancia en este orden de las Cajas de Ahorros catalanas.

### 3. DEMANDA DE FONDOS POR PARTE DE LAS EMPRESAS

Una vez examinada la oferta de fondos a nivel provincial y supraprovincial, debemos pasar a analizar la demanda de fondos desde esa misma perspectiva.

Como señalábamos al principio de este estudio, existe en este terreno una fuerte concentración sectorial y también en cuanto al número de empresas que apelan a este mercado. Esa concentración se manifiesta, por otra parte, desde el punto de vista espacial, como se observa en el cuadro expresivo del domicilio social de las empresas o entidades emisoras. En el cuadro 6 aparecen las cantidades emitidas desde 1967 a 1973 por empresas no financieras domiciliadas en las provincias que se señalan. En el cuadro 7 se observan las emisiones de bonos de caja de los Bancos industriales según su domicilio social, también entre esas mismas fechas. Comentaremos por separado ambos cuadros.

En cuanto a las emisiones de sociedades no financieras, lo primero que destaca es que sólo 38 provincias aparecen en el cuadro, bastantes de las cuales emiten unas cantidades mínimas. Sólo cinco provincias emiten más del 90 por 100. En los siete años, Madrid va a la cabeza, emitiendo obligaciones que representan el 47,5 por 100 del total nacional en e laño en que la proporción es menor y un máximo del 55,5 por 100. En resumen, puede decirse que abarca un 50 por 100 del total emitido, siguiendo Barcelona, cuya proporción es algo más irregular a lo largo del

tiempo, pues oscila entre un mínimo del 16,7 por 100 hasta un máximo del 31,5 por 100. Vizcaya ha venido experimentando una fuerte baja desde un máximo en el año 1968 (19,5 por 100) hasta un 0,6 por 100 en 1973. Las otras provincias han mantenido siempre proporciones realmente modestas, destacando algo La Coruña a lo largo de todo el período debido a las emisiones de la empresa Fenosa.

Esta distribución está totalmente ligada al domicilio social de los sectores más importantes que emiten obligaciones. Los sectores que más han acudido a este mercado son, como se sabe, el de energía eléctrica, Teléfonos y las sociedades concesionarias de autopistas (en el cuadro 9 se especifican los fondos emitidos durante el período 1967-73, según los sectores y el domicilio social de las empresas. Es evidente que para una apreciación clara del fenómeno de transferencias entre regiones habría que tomar en consideración no sólo el domicilio social, sino también la localización de las distintas factorías de las empresas. En una formulación posterior de este trabajo se tratará de incluir una referencia a la localización de las factorías, aunque siempre habrá serios problemas para asignar fondos a cada factoría, o sea, para estimar la parte de la financiación que, a través de esta vía, se encamina a cada región o provincia en función de las actividades productivas allí desarrolladas. Volviendo a las cifras de emisiones por sectores y provincias en cuyo territorio se localiza el domicilio social de las empresas emisoras se observa, por ejemplo, que las importantes emisiones de obligaciones del sector "teléfonos" aparecen todas ellas vinculadas a Madrid, lo que supone, como en otros casos, una distorsión clara del análisis que estamos efectuando.

Comentando las emisiones de los Bancos industriales, se aprecia que, frente al absoluto predominio de Madrid en 1967, en los últimos años se produce un aumento importante en la emisión de otros Bancos no situados en Madrid, lo que, evidentemente, refleja la creciente significación de la creación de Bancos en otras provincias.

#### 4. TRANSFERENCIAS INTERREGIONALES DE FONDOS

Proceder a realizar unos flujos de fondos entre regiones a partir de los dos niveles anteriores resulta obviamente difícil, y puede considerarse imposible en estos momentos si se quiere efectuar con una precisión suficiente.

CUADRO 8

(En millones de pesetas)

	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
<i>Andalucía</i>							
Suscripciones ... ..	1.010	1.054	1.997	2.852	2.188	2.534	3.439
Emisiones ... ..	980	1.762	1.750	1.775	2.275	3.150	500
Cifras Federación ... ..	1.309	1.310	2.106	1.583	4.352	3.459	4.962
<i>Aragón</i>							
Suscripciones ... ..	938	1.518	2.277	1.518	1.846	2.217	2.769
Emisiones ... ..	911	1.000	859	500	90	244	1.500
Cifras Federación ... ..	1.510	1.704	1.860	571	2.226	1.995	2.821
<i>Astur-Leonesa</i>							
Suscripciones ... ..	746	897	1.849	1.402	1.129	1.334	2.800
Emisiones ... ..	250	420	—	1.175	—	760	2.550
Cifras Federación ... ..	673	818	1.169	932	1.501	1.174	2.810
<i>Canarias</i>							
Suscripciones ... ..	227	136	414	358	459	574	966
Emisiones ... ..	—	100	25	—	75	—	—
Cifras Federación ... ..	264	229	323	374	704	830	2.704
<i>Catalano-Balear</i>							
Suscripciones ... ..	3.738	7.608	8.443	11.025	10.399	15.871	21.714
Emisiones ... ..	7.245	7.001	7.135	9.359	11.526	13.370	20.376
Cifras Federación ... ..	3.375	5.640	6.804	8.978	11.584	13.737	23.234
<i>Castellana</i>							
Suscripciones ... ..	1.030	1.703	1.726	2.222	2.143	1.618	1.578
Emisiones ... ..	250	15	—	—	250	120	100
Cifras Federación ... ..	1.119	2.107	1.403	1.660	2.663	1.938	1.075

EL MERCADO DE OBLIGACIONES PRIVADAS EN ESPAÑA, UNA APROXIMACION REGIONAL

<b>Castilla la Nueva</b>									
Suscripciones ... ..	13.017	19.365	14.710	12.416	10.362	13.770	12.899		
Emissiones ... ..	15.907	22.516	26.062	24.458	20.461	25.245	31.632		
Cifras Federación ... ..	2.787	778	739	1.370	2.089	3.035	4.246		
<b>Galicia</b>									
Suscripciones ... ..	942	1.031	2.139	3.269	3.157	2.456	3.805		
Emissiones ... ..	1.011	2.020	1.900	3.000	3.550	1.900	4.050		
Cifras Federación ... ..	1.123	923	1.905	2.453	3.666	2.821	4.245		
<b>Levante</b>									
Suscripciones ... ..	1.131	1.931	2.799	3.343	2.948	3.024	5.188		
Emissiones ... ..	30	—	100	506	—	1.100	3.070		
Cifras Federación ... ..	914	1.826	2.667	1.898	3.881	4.361	8.024		
<b>Oeste</b>									
Suscripciones ... ..	839	1.344	1.021	808	937	1.302	1.197		
Emissiones ... ..	—	90	60	—	—	320	—		
Cifras Federación ... ..	672	1.272	672	462	1.238	1.305	1.705		
<b>Vasco-Navarra</b>									
Suscripciones ... ..	1.855	3.154	4.069	4.119	4.507	3.881	4.072		
Emissiones ... ..	3.675	8.185	6.341	3.270	2.620	824	395		
Cifras Federación ... ..	1.666	2.713	2.950	2.662	3.407	3.204	3.071		

Fuente: Memorias del I. C. M. (1967-70), de la D. G. P. F. (1971-73) y datos de la Confederación Española de Cajas de Ahorro para ese año. (Ver nota 4.)

EMISIONES PRIVADAS DE TITULOS DE RENTA FIJA DISTRIBUCION POR SECTORES Y PROVINCIAS, PARA EL PERIODO 1967-73  
(En millones de pesetas)

SECTOR	Madrid	Balears	Barcelona	Valencia	Castellón	Sevilla	Asturias	Zaragoza	Valencia	Castellón	Madrid	Huelva	Murcia	Sevilla	San Sebastián	Alava	Valladolid	Teruel	Barcelona	Castellón	Guadalajara	Logroño	León	Huesca	Saragosa	San Sebastián	TOTAL ...
Electricidad ..	37.210	31.274	23.330	14.330	7.480	4.720	4.657	...	...	...	...	160	...	...	24	300	30	...	...	...	...	120	60	60	60	117.575	
Autopistas ...	17.661	17.660	...	...	...	...	3.000	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	
Teléfonos ...	57.300	57.300	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	
Química ...	19.904	2.330	1.400	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	
Automóviles ..	5.000	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	
Máquinas y Const. Mec.	2.823	721	3.410	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	
Gas ... ..	600	4.457	1.400	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	
Construcciones Navales	2.000	1.400	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	
Transportes Urbanos	450	7.250	1.400	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	
Alimentos y Bebidas	340	1.400	10	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	
Papel y Artes Gráficas	200	570	75	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	
Textil ... ..	230	400	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	
Minería ... ..	270	60	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	
Cementos y Materiales Construc.	2.705	2.975	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	
Agua ... ..	12	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	
Construct. e Inmobilia.	3.041	2.174	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	
Estac. Urbanas	1.005	300	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	
Comercio ...	1.100	100	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	
Varios ... ..	366	100	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	
Mercedes ...	200	200	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	
Urbanism. y Poligonos	675	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	
Otras activid. industriales	30	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	
TOTAL ... ..	131.711	22.000	16.341	9.195	4.675	4.657	1.130	1.007	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	257.000	

Fuente: Memoria de la D. G. P. P. (1971-73), del I. C. M. L. P. (1967-70) y Anuarios Societarios Anónimos.

Las mismas cifras de suscripciones, incluso corregidas con la observación de las carteras de las Cajas Confederadas, no permiten más que una estimación aproximada del ahorro de la provincia y del ámbito supra-provincial colocado de forma directa (naturalmente, marginal) y, sobre todo, de forma indirecta a través de este instrumento financiero. En cuanto a la emisión por provincias, o sea, en lo concerniente a la demanda de fondos, está claro que los datos no permiten recoger la real demanda de fondos, la financiación recibida espacialmente, debido a que nos basamos en el domicilio social de las empresas. La relevancia de este dato es limitada porque fundamentalmente puede ser un indicador del centro de decisión, pero no mucho más.

La primera constatación sobre transferencias obtenida a partir de las cifras anteriores nos la ofrece la observación del cuadro 8, en el cual se recogen, desde 1967 a 1973, tres series por Federación: la de suscripciones (que, como sabemos, no contiene a partir de 1970 las suscripciones de bonos de caja), la de emisiones (incluyendo bonos hasta 1969, inclusive) y la de diferencias de cartera de las Cajas (que incluye la adquisición de bonos de caja). La agrupación de las provincias en Federaciones nos viene impuesta a efectos de comparación por la serie última, que nos ha sido ofrecida a ese nivel. Hemos considerado la serie de emisiones sin incluir bonos a partir de 1970 para homologarla con la de suscripciones, teniendo, además, en cuenta que la serie de diferencias de cartera por Federaciones comprende bonos de caja, pero éstos son adquiridos normalmente (como antes señalábamos) en menor proporción por las Cajas que las demás obligaciones, aparte de que las cifras de emisiones autorizadas de bonos, recogidas aquí, son a veces muy superiores en algunos años a las cifras colocadas, por problemas de periodificación. A título de ejemplo, los bonos de caja cuya emisión fue autorizada en 1973 fueron del orden de 77.000 millones de pesetas, pero las cifras de bonos emitidos brutos son en ese año del orden de 59.000,3 millones de pesetas (según el Banco de España, que recoge los efectivamente emitidos con una periodificación distinta de la de otras fuentes) y las emisiones netas son, naturalmente, algo menores. Por estas razones (explicadas aquí brevemente) hemos preferido no incluir los bonos de caja a partir de 1970 en la serie de emisiones.

Comentando ya el cuadro, en Andalucía se observa que, en general, las emisiones y adquisiciones, salvo en 1973, suelen estar relativamente equilibradas, dentro de los márgenes de error en que nos movemos, aunque las cifras de diferencias de cartera suelen ser superiores a las de emisión. En Aragón siempre es superior la cifra de adquisiciones a través de las

Cajas o de suscripciones a la de emisiones, y en la mayoría de los años, notablemente superior. Canarias manifiesta una clara discrepancia entre oferta y demanda de fondos, siendo, bajo cualquier perspectiva, muy superior la primera magnitud a la segunda.

En el caso de la Federación Catalano-Balear, puede decirse, en líneas muy generales, que prácticamente tiene lugar un equilibrio entre suscripciones o adquisiciones y emisiones, siempre hablando en términos muy genéricos y, repetimos, con los consabidos márgenes de error.

Pasando a la Federación Castellana, el flujo de fondos o transferencias hacia otros espacios es muy claro a partir de las cifras, pues resultan superiores tanto las suscripciones como las adquisiciones a las cifras de emisión todos los años. En cuanto a Castilla la Nueva, prácticamente Madrid, hay problemas, antes señalados, sobre la comparación entre suscripciones y adquisiciones por las Cajas. De todas maneras, en Madrid se observa con gran claridad una fuerte absorción de fondos, sobre todo a partir de 1969, y si se tienen en cuenta las cifras de adquisiciones de las Cajas (que en este caso subvaloran algo los datos de suscripción, pero que son más cercanas a la realidad que las otras), la absorción es especialmente fuerte.

Galicia se encuentra en una situación en cuanto a transferencias bastante similar a la de la Federación Catalano-Balear, en el sentido de que aproximadamente la demanda y oferta de fondos se hallan equilibradas. Levante (en el que la única provincia que emite es Valencia) manifiesta una desproporción clara entre demanda y oferta de fondos, con lo que se observa una transferencia hacia otros espacios. La Federación del Oeste es otro caso típico de flujos de salida de fondos a través de este instrumento financiero. Por último, la Federación Vasco-Navarra cambia de comportamiento en el período considerado, sobre todo a partir de 1971, pasando de absorber fondos a efectuar salidas de éstos.

## 5. REFLEXIONES FINALES

A partir de lo que hemos ido señalando, puede indicarse que este análisis resulta todavía muy rudimentario, porque las cifras son ambiguas y porque es preciso ir más allá del domicilio social de las empresas, buscando la localización de sus factorías y tratando de hallar algún criterio para distribuir la financiación entre esas localizaciones. La posible mejora de este primer análisis provisional se encaminaría por esas vías, depurando



(hasta donde se pueda) las cifras y tratando de distribuir espacialmente la financiación recibida con un criterio más profundo que el del simple domicilio social.

De todas maneras, pensamos que esta primera aproximación al tema puede ser útil para tomar conciencia del hecho de que se producen transferencias de fondos a través del mercado de obligaciones, de que éste se encuentra bastante concentrado espacialmente y de que sería interesante que una reflexión sobre la política a adoptar para mejorar su funcionamiento incluyera también esta perspectiva espacial.

APENDICE: CUADRO A)

EVOLUCION DE LAS SUSCRIPCIONES DE TITULOS  
DE RENTA FIJA A NIVEL NACIONAL  
(Periodo 1963-73)

Años	Indices (1)	Indices (2)
1963 ... ..	100,0	100,0
1964 ... ..	98,2	95,2
1965 ... ..	138,3	128,3
1966 ... ..	140,3	139,2
1967 ... ..	143,5	149,2
1968 ... ..	221,9	214,1
1969 ... ..	231,6	218,6
1970 ... ..	244,4	216,8
1971 ... ..	224,2	201,7
1972 ... ..	271,6	239,8
1973 ... ..	337,6	318,6

(1) Excluyendo "Sin datos de distribución" del total.

(2) Incluyendo "Sin datos de distribución" en el total.

FUENTE: Memorias anuales del I. C. M. L. P. (1967-70) y de la D. G. P. F. (1971-73).

APENDICE: CUADRO B)

EMISIONES PRIVADAS AUTORIZADAS DE TITULOS DE RENTA FIJA  
SEGUN LA ENTIDAD EMISORA  
(En millones de pesetas)

ANO	ENTIDAD	Empresas privadas no bancarias	Bonos de Caja de los Bancos Indus- triales	TOTAL (1)
1963	...	18.771	1.500	20.271
1964	...	15.944	3.400	19.344
1965	...	18.720	7.350	26.070
1966	...	25.520	2.740	28.250
1967	...	27.039	3.280	30.319
1968	...	39.141	4.370	43.511
1969	...	35.172	9.250	44.422
1970	...	44.058	12.425	56.483
1971	...	40.987	5.200	46.187
1972	...	48.735	22.750	71.485
1973	...	64.735	77.000	141.735

(1) Según la Memoria de la D. G. P. F. para 1971 las cifras de esa columna difieren (realmente muy poco) de las obtenidas en el cuadro I, bajo el epígrafe TOTAL AUTORIZADO, debido a la revisión de series efectuadas como consecuencia de haber encontrado algunas pequeñas discrepancias al establecer las distintas clasificaciones para los años 1963 a 1966.

También la razón de la discrepancia para el año 1970 se puede encontrar en la nota (2) del cuadro I.

FUENTES: Memorias de la D. G. P. F. correspondientes a los ejercicios 1971, 1972 y 1973.

APENDICE: CUADRO C)

CONCENTRACION DE LAS SUSCRIPCIONES POR PROVINCIAS  
(En porcentajes)

AÑOS	(A) 1-10	(B) 11-20	(C) 21-30	(D) 31-35	(E) 36-40	(F) 41-45	(G) 46-48	(H) 49-50	TOTAL
1963 . .	1,15	2,72	4,65	3,74	6,67	10,18	13,28	57,50	100
1964 . .	1,19	2,59	4,52	3,73	5,52	9,35	10,50	62,22	100
1965 . .	1,51	3,08	5,09	3,87	5,14	8,16	10,35	61,15	100
1966 . .	1,53	2,97	5,06	3,97	6,12	11,83	13,67	54,19	100
1967 . .	1,07	3,16	5,52	3,39	4,88	9,45	9,13	62,34	100
1968 . .	0,78	2,62	4,91	3,55	5,02	7,86	10,06	64,82	100
1969 . .	1,62	2,98	5,44	4,43	6,39	11,34	14,44	52,74	100
1970 . .	1,11	3,53	5,98	5,05	8,76	12,97	11,86	49,52	100
1971 . .	1,02	3,74	6,35	4,18	6,84	13,80	13,83	44,65	100
1972 . .	0,97	3,62	5,90	4,40	5,98	10,17	11,81	56,62	100
1973 . .	1,16	3,47	6,43	4,45	5,98	13,22	11,91	53,13	100

(A) Las cifras de esta columna representan el porcentaje respecto del total nacional que significan, en conjunto, las diez provincias situadas en último lugar en cuanto a suscripción de emisiones.

(B) En esta columna se anotan los porcentajes que representan las diez provincias que siguen a las anteriores en cuanto al menor porcentaje de emisiones que suscriben.

(C), (D) ... Idem sucesivamente.

(H) Esta columna recoge el porcentaje que representan las dos provincias que más suscriben (Madrid y Barcelona).

FUENTE: Memorias anuales del I. C. M. L. P. (1967-70) y de la D. G. P. F. (1971-73).

