

Central de Anotaciones

Memoria
sobre la actividad de la Central de Anotaciones
y de los Mercados de Deuda Pública

2002

BANCO DE ESPAÑA

Madrid 2003

Abreviaturas y signos utilizados

mm Miles de millones.

- Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
- » Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.

El Banco de España difunde todos sus informes
y publicaciones periódicas a través de la red INTERNET
en la dirección <http://www.bde.es>

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2003

ISSN: 1138 - 0462 (edición impresa)

ISSN: 1695 - 4378 (edición electrónica)

Depósito legal: M. ????? - 2003

Impreso en España por Artes Gráficas Coyve, S. A.

Índice general

	<i>Páginas</i>
I. SITUACIÓN GENERAL DE LOS MERCADOS	7
I.1. La situación económica general	7
I.2. Los mercados financieros internacionales	10
I.3. El Mercado de Deuda Pública en España	11
II. MERCADO PRIMARIO DE DEUDA DEL ESTADO	13
II.1. Evolución de la financiación del Estado	13
II.2. Evolución del mercado primario	14
II.2.1. Financiación a corto plazo	15
II.2.2. Financiación a medio y largo plazo	16
II.2.3. Recompras de deuda	19
III. MERCADO SECUNDARIO DE DEUDA DEL ESTADO	21
III.1. Descripción general	21
III.2. Negociación entre titulares	22
III.2.1. Operaciones simples al contado	23
III.2.2. Operaciones simultáneas	24
III.3. Negociación con terceros	24
III.3.1. Operaciones simples al contado	25
III.3.2. Operaciones <i>repo</i> y simultáneas	26
III.4. Mercados derivados	26
IV. DISTRIBUCIÓN DE SALDOS POR GRUPOS DE AGENTES	29
IV.1. Distribución de saldos vivos	29
IV.2. El Banco de España como entidad gestora	32
V. OTROS EMISORES	33
V.1. Mercado primario	33
V.2. Mercado secundario	34
V.3. Distribución por inversores	36
VI. SUPERVISIÓN DEL SISTEMA	39
VII. INNOVACIONES	41
VII.1. Cambios en las figuras de creador de mercado y entidad negociante de deuda pública	41

	<u>Páginas</u>
VII.2. Novedades en la política del Tesoro	42
VII.3. Deuda de las entidades locales.....	43
VII.4. Aprobación de la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero	44
VII.5. Cambios en la organización de la industria de mercados financieros españoles .	44
VII.5.1. MTS España	44
VII.5.2. Iberclear	45
VII.5.3. El <i>holding</i> «Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A.».....	45
APÉNDICE ESTADÍSTICO	47
GLOSARIO	59

I. Situación general de los mercados

I.1. LA SITUACIÓN ECONÓMICA GENERAL

Tras dos ejercicios de desaceleración económica generalizada en las principales áreas económicas mundiales, los datos disponibles para el conjunto del año 2002 (1) no avanzan el inicio de una clara recuperación. Por otra parte, la evolución más reciente de los principales indicadores de actividad puede estar reflejando la actual situación política internacional, que está conformando un clima de mayor incertidumbre, con efectos sobre la confianza de consumidores e inversores.

En cualquier caso, los reducidos crecimientos de la actividad económica siguen estando basados en la evolución del consumo privado y público, mientras que en el sector empresarial se observaron, nuevamente, tasas de crecimiento de signo negativo. Ante el retraso observado en la deseada recuperación económica y dada la ausencia de tensiones inflacionistas significativas, en la última parte del año, las autoridades monetarias de las principales áreas económicas procuraron alentar un empuje a sus respectivas economías con descensos de sus tipos de interés de intervención.

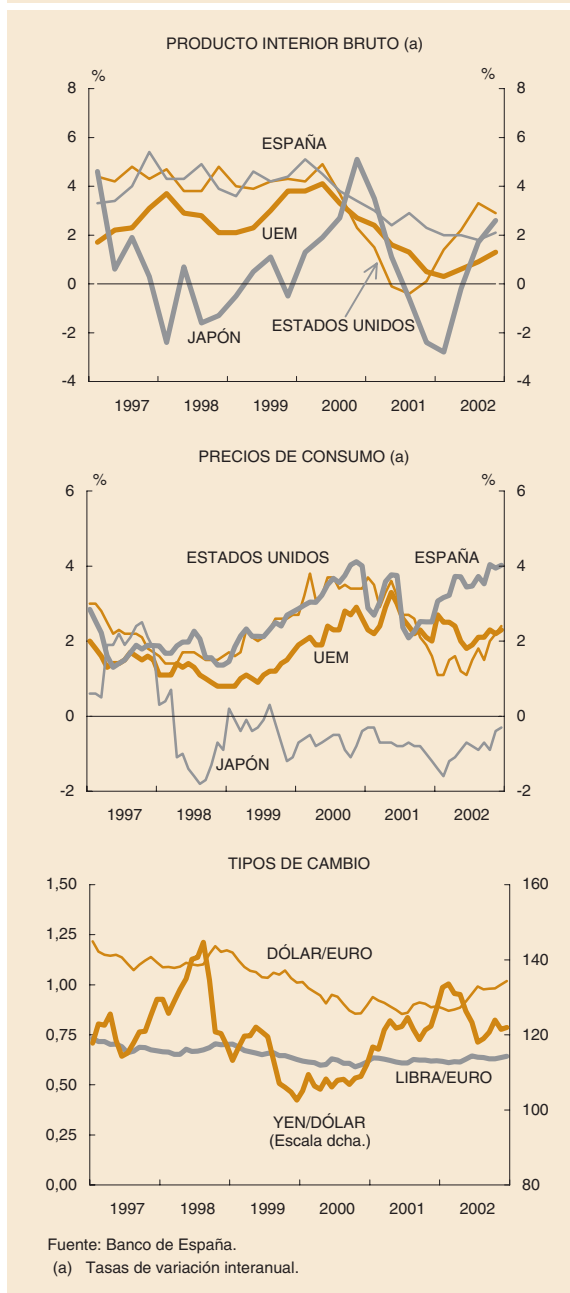
Las rentabilidades en los principales mercados de deuda pública experimentaron tendencias decrecientes desde los meses de abril y mayo de 2002, en contraste con el repunte registrado en los dos últimos meses de 2001, una vez que la situación internacional de los mercados se normalizó tras los atentados del 11 de septiembre. Del mismo modo, los mercados internacionales de renta variable registraron de nuevo caídas en sus índices de cotización, incluso superiores a las del año anterior, mientras que en los mercados de cambios la situación se saldó con una importante apreciación del euro.

En el gráfico I.1 se muestra la evolución de algunas de las variables macroeconómicas más representativas a lo largo de los últimos años en las principales áreas económicas. Como puede apreciarse, la economía estadounidense experimentó una mejoría en sus cifras del PIB, al pasar de una tasa de crecimiento del 0,3 % en 2001 a una del 2,5 % estimada para 2002. Ello fue fruto, principalmente, de la aceleración del consumo privado, que pasó de registrar una tasa de crecimiento en 2001 del 2,5 % a un 3,1 % estimado para 2002, si bien es preciso advertir que la información disponible del cuarto trimestre introduce cierta incertidumbre sobre la posible evolución futura de esta variable, al mos-

(1) Las cifras contenidas en esta Memoria referidas a la Contabilidad Nacional de las diferentes áreas económicas consideran la información disponible con fecha 7 de marzo.

GRÁFICO I.1

Evolución de la actividad, de la inflación y de los tipos de cambio



trar una significativa desaceleración respecto de la tendencia observada en trimestres anteriores. El gasto público aceleró su crecimiento, pasando a crecer un 4,4 % en 2002, frente al 3,7 % de 2001, mientras que la inversión privada en capital fijo siguió, un año más, su tono de depresión, reflejada en una variación negativa del 3 % en 2002 (-3,8 % en 2001).

No parece que existan presiones inflacionistas relevantes, como indica la tasa de inflación del 1,6 % en 2002 (2,8 % en 2001); y, de hecho, esta circunstancia pudo animar el descenso de

50 puntos básicos de los tipos de intervención de la Reserva Federal en noviembre, pasando del 1,75 % al 1,25 %, con el fin de estimular la inversión y el consumo. No obstante, la situación política internacional, caracterizada por la amenaza de un conflicto bélico en Irak, no parece ser el mejor estímulo para una mejora de la confianza de consumidores y empresarios norteamericanos que permita auspiciar una recuperación inminente en dicho país.

Las cifras disponibles sobre la economía japonesa confirman la situación de estancamiento que ya se apreciaba el año anterior, de modo que el PIB se estima que creció un 0,3 % en 2002, frente al 0,4 % correspondiente a 2001. A pesar de la aparente estabilidad de estas cifras, hay que destacar la evolución de la inversión privada, que llegó a registrar un crecimiento negativo del 4,3 % en 2002 (crecimiento que fue del -1,1 % en 2001), pero que se vio compensada en gran parte por una importante mejora de la demanda externa. Todo ello se desarrolló en un entorno caracterizado, por otra parte, por una tendencia en los precios claramente deflacionista y donde los tipos oficiales de intervención se han mantenido en los reducidos niveles de finales del año anterior, es decir, en el 0,1 %.

En el área del euro, las cifras correspondientes al año 2002 reflejan una situación de mayor debilidad de la actividad que la registrada un año antes. En concreto, la primera estimación oficial del crecimiento anual del PIB para el ejercicio 2002 se cifra en el 0,8 %, lo que supone una notable corrección adicional sobre el 1,4 % que se registró en 2001. Fueron la demanda privada de bienes de consumo y la demanda de inversión las que afectaron en mayor medida a esta evolución. En efecto, en 2002 el consumo privado creció tan solo un 0,6 % (1,8 % en 2001) y la formación bruta de capital fijo sufrió de nuevo una caída, cifrada en un 2,5 % (-0,6 % en 2001). Únicamente el consumo público (que creció un 2,5 % en 2002, frente a un 2,1 % en 2001) y el saldo exterior neto de bienes y servicios (que aportó seis décimas a la tasa de crecimiento del PIB en 2002, frente a cinco décimas en 2001) tuvieron un comportamiento más dinámico que en el año anterior.

Como en el caso estadounidense, las tensiones inflacionistas tendieron a disminuir, de modo que la inflación media anual se situó, en 2002, en el 2,2 %, es decir, dos décimas por debajo de la registrada un año antes. La mejora de las perspectivas inflacionistas, en un contexto de ausencia de síntomas de recuperación significativa de la actividad, permitió que el BCE disminuyera 50 puntos básicos el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en diciem-

bre, situándolo en el 2,75 % (véase gráfico I.2). En lo que concierne a la política fiscal, la información disponible permite estimar que el déficit público creció respecto al año anterior, situándose en el entorno del 2,2 % del PIB, como consecuencia, principalmente, de los menores ritmos de aumento de la actividad.

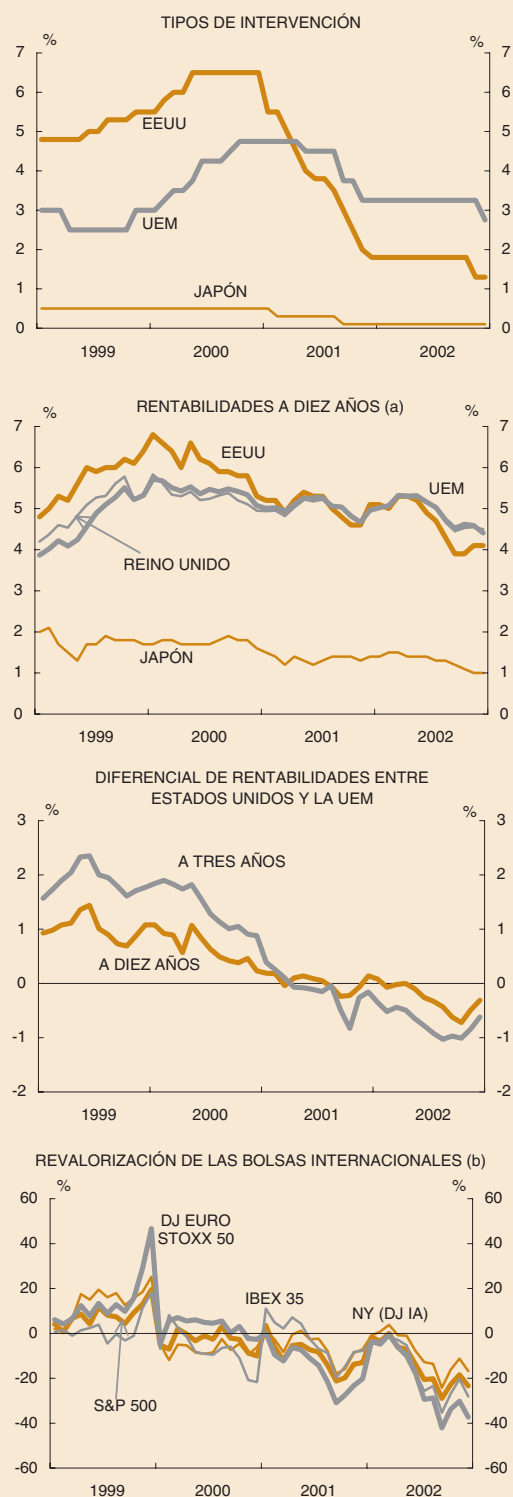
La rebaja mencionada de los tipos de intervención del BCE supuso el establecimiento de unas condiciones monetarias que en España podrían considerarse más holgadas que en el conjunto de la UEM, en la medida en que las presiones inflacionistas son superiores a las del área del euro. La inflación media en España en 2002, en términos del índice armonizado de precios de consumo, fue del 3,6 %, lo que supuso una aceleración frente al 2,8 % registrado en 2001, además de representar un diferencial de 1,4 puntos porcentuales con la ya mencionada inflación media del área del euro. Un año antes, este diferencial fue tan solo de 0,4 puntos porcentuales.

Conviene llamar la atención, no obstante, de que la situación macroeconómica española difiere tan solo en magnitud de la observada en el área del euro, mientras que el signo de la tendencia cíclica general es bastante similar. Así, el PIB español se desaceleró en 2002, hasta alcanzar un ritmo de crecimiento anual del 2 %, frente al 2,7 % registrado en 2001. La demanda de bienes de consumo de las familias se desaceleró igualmente, alcanzando una tasa de variación anual del 1,9 % (2,5 % en 2001), lo que permitió una recuperación de la tasa de ahorro de las familias. Los fuertes descensos de las cotizaciones bursátiles supusieron reducciones importantes de la riqueza financiera de las economías domésticas, que explican una parte de la desaceleración del consumo familiar, si bien el crecimiento de los precios de la vivienda habría tenido el efecto contrario. La inversión en bienes de equipo disminuyó un 4,1 % (descenso que fue del 1,2 % en 2001). Igualmente, la inversión en construcción ralentizó su crecimiento, situándolo en el 4,4 % (5,8 % en 2001), aunque, como puede observarse, sigue siendo uno de los componentes de la demanda con mayor pujanza. Por su parte, el consumo público aumentó su ritmo de crecimiento hasta el 3,8 % en 2002 (3,1 % el año anterior), mientras que la demanda exterior neta de bienes y servicios, una vez más, contribuyó negativamente al crecimiento de la actividad.

Por último, la política fiscal llevada a cabo en España siguió una orientación similar a la del año anterior, de modo que el déficit de las Administraciones Públicas se situó en el 0,1 % del PIB nominal.

GRÁFICO I.2

Tipos de interés, rentabilidades y revalorización en bolsa



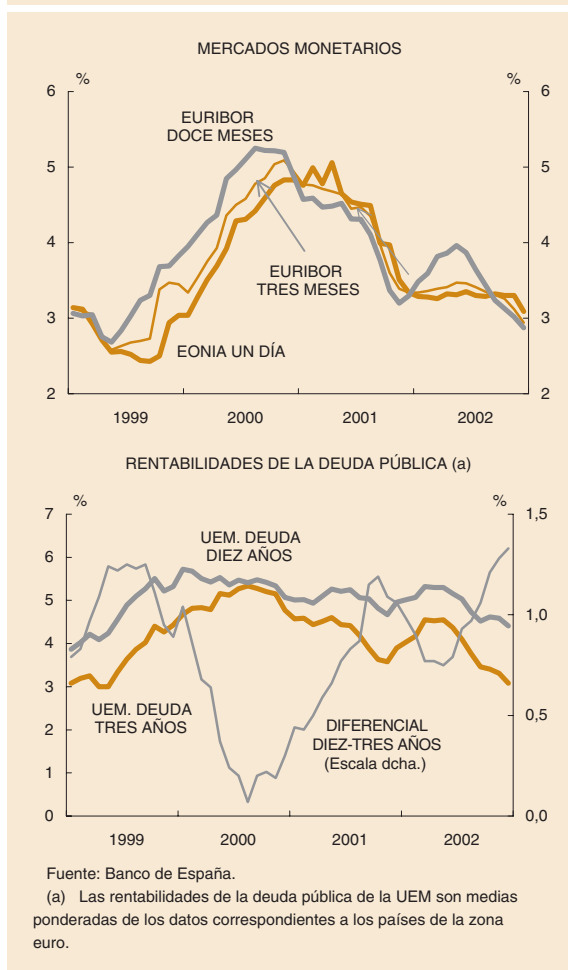
Fuente: Banco de España.

(a) Las rentabilidades de la deuda pública de la UEM son medias ponderadas de los datos correspondientes a los países de la zona euro.

(b) Revalorización acumulada durante la parte transcurrida del año.

GRÁFICO I.3

Tipos de interés en la UEM



I.2. LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

La tendencia de los mercados financieros internacionales de renta fija, en general, y de deuda pública, en particular, ha venido caracterizada en el año 2002 por descensos de las rentabilidades negociadas, continuando con la tendencia observada durante el conjunto del año 2001. No obstante, en los dos últimos meses de 2001 los tipos de interés negociados comenzaron a recuperar parte del camino recorrido anteriormente, neutralizando una parte de los descensos registrados en los meses centrales del año. Esta corrección fue más rápida e intensa en los plazos más largos.

Hasta, aproximadamente, los meses de abril y mayo de 2002, las rentabilidades siguieron la tendencia de aumento emprendida a finales de 2001, y fue a partir del verano cuando los mercados entraron en una fase de nuevos descensos de los tipos negociados. Si bien puede decirse que las rentabilidades descendieron de forma

generalizada en todos los mercados de deuda durante 2002, estos movimientos fueron de muy distinta intensidad por áreas geográficas y plazos de vencimiento de la deuda.

En Estados Unidos, las rentabilidades de la deuda pública con vencimiento a tres años acumularon en 2002 descensos por encima de los 120 puntos básicos (pb), que deben añadirse a los ya registrados en 2001, que fueron de unos 190 pb. Así, la referencia a tres años se situó, en diciembre de 2002, en el entorno del 2,5 %, mientras que dos años antes la rentabilidad negociada era, aproximadamente, del 5,6 %. En el caso de la referencia a diez años, las rentabilidades se vieron rebajadas unos 100 pb en 2002, frente a descensos de tan solo unos 20 pb en 2001. Los tipos de interés a diez años se situaron, en diciembre de 2002, en el nivel del 4,1 %, con lo que el diferencial de rentabilidades entre diez y tres años se colocó por encima de los 160 pb, casi 30 pb por encima del registrado un año antes (véase gráfico I.2).

Aunque con magnitudes algo distintas, las mismas tendencias tuvieron lugar en el conjunto del área del euro, donde la rentabilidad a tres años descendió alrededor de 80 pb, siguiendo la tendencia global iniciada el año anterior, situándose, en diciembre, en niveles cercanos al 3 %. En el plazo de diez años, los descensos fueron algo menores, de unos 50 pb, con lo que el final del año 2002 se cerró con niveles localizados en torno al 4,4 %. Así, el diferencial de rentabilidades entre diez y tres años alcanzó en diciembre unos 130 pb, que, como en el caso estadounidense, supuso un aumento cercano a los 30 pb respecto al final del año anterior.

De la comparación de las tendencias observadas en Estados Unidos y en el área del euro debe destacarse el proceso de convergencia progresiva de las rentabilidades desde el año 2000, que, finalmente, ha dado lugar a una inversión en el signo de los diferenciales. Así, en el plazo de tres años el diferencial de rentabilidades, que en diciembre de 1999 era de casi 180 pb, experimentó una disminución gradual, cambiando de signo en 2001. Esta tendencia se consolidó en 2002, al localizarse dicho diferencial en torno a -60 pb (2). En el caso del bono a diez años, los diferenciales entre ambas áreas no partían de niveles tan elevados en 1999, siendo en diciembre de dicho año de alrededor de 110 pb, para pasar sucesivamente a ser de 23 pb en 2000 y de 14 pb en 2001. Solo en el año 2002 se ha consolidado la inversión del signo de este diferencial, que fue de unos -30 pb en diciembre.

(2) Es decir, rentabilidades en el área del euro superiores a las de Estados Unidos.

En lo que respecta a los mercados monetarios y de capitales del área del euro, hay que apuntar, al menos, dos hechos relevantes. Por un lado, los tipos de interés negociados en el mercado monetario durante la primera mitad del año recogían expectativas relativamente positivas sobre la recuperación cíclica del área, pero a medida que avanzó el año dichas expectativas tendieron a retrasarse. De este modo, los tipos del Euribor a tres y doce meses comenzaron a disminuir paulatinamente a partir del mes de junio (véase gráfico I.3). Las expectativas de que el BCE pudiera rebajar sus tipos de intervención fueron alimentando esta tendencia con lo que, en diciembre, y una vez que la autoridad monetaria instrumentó la bajada de 50 pb (hasta el 2,75 %), las referencias comentadas a tres y doce meses terminaron situándose en niveles por debajo del 3 %.

Por otro lado, hay que destacar el avance observado en el proceso de convergencia de las rentabilidades negociadas entre los distintos países integrantes del área, de tal forma que todos ellos han reducido su diferencial de rentabilidad a diez años entre 5 y 10 pb frente a la deuda pública alemana, que es la que representa el nivel más bajo de rentabilidad a ese plazo, con la excepción de Luxemburgo.

En un último apunte sobre la evolución de los mercados de deuda pública, conviene tan solo recordar que en el Reino Unido se registraron también descensos de unos 45 pb en las rentabilidades a diez años, de modo que los niveles quedaron localizados, en diciembre de 2002, en el 4,5 %. En el caso de Japón, los descensos de las rentabilidades al mismo plazo fueron de unos 40 pb, situándose, al final del año, en niveles próximos al 1 %.

En lo que se refiere a los mercados de renta variable, la tendencia de las bolsas internacionales fue, por tercer año consecutivo, de descenso continuado de las cotizaciones. El índice estadounidense S&P 500 acumulaba en diciembre un descenso anual del 23,4 %. En otros índices, como el Dow Jones de la Bolsa de Nueva York o el Dow Jones Euro Stoxx 50, los descensos fueron del 16,8 % y del 37,3 %, respectivamente, mientras que el índice Nikkei mostró descensos de su cotización del 18,6 %. En general, esta evolución refleja el fuerte deterioro de las rentabilidades esperadas en el sector empresarial en casi la totalidad de las áreas geográficas.

Los mercados cambiarios estuvieron marcados por una progresiva apreciación del euro respecto a las principales monedas. Respecto al dólar, el euro acumuló en diciembre una

apreciación anual algo superior al 14 %, proceso que tuvo lugar, principalmente, desde el mes de mayo, después de un largo proceso de depreciación continuada que comenzó en abril de 1999. Frente al yen japonés, la apreciación se cifró en torno a un 9,5 %, aunque ya en 2001 se había registrado una fuerte apreciación frente a la moneda nipona. Frente a la libra esterlina, la apreciación acumulada resultó ser de un 3,6 %, que debe sumarse a la escasa apreciación del 1 % observada durante 2001.

I.3. EL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA

Las actuaciones del Tesoro en el mercado de deuda pública durante 2002 han supuesto unas emisiones netas que han hecho crecer en un 3,5 % el saldo total de deuda y han generado un ligero incremento de su vida media. A pesar del impulso cobrado por las emisiones netas de letras del Tesoro, estas siguen manteniendo una escasa proporción (13 %) sobre el total de deuda, siendo los bonos y obligaciones los instrumentos que dominan en el saldo vivo total. Los tipos marginales de las subastas registraron descensos generalizados, siguiendo la línea de lo ocurrido en los mercados secundarios, tanto españoles como internacionales.

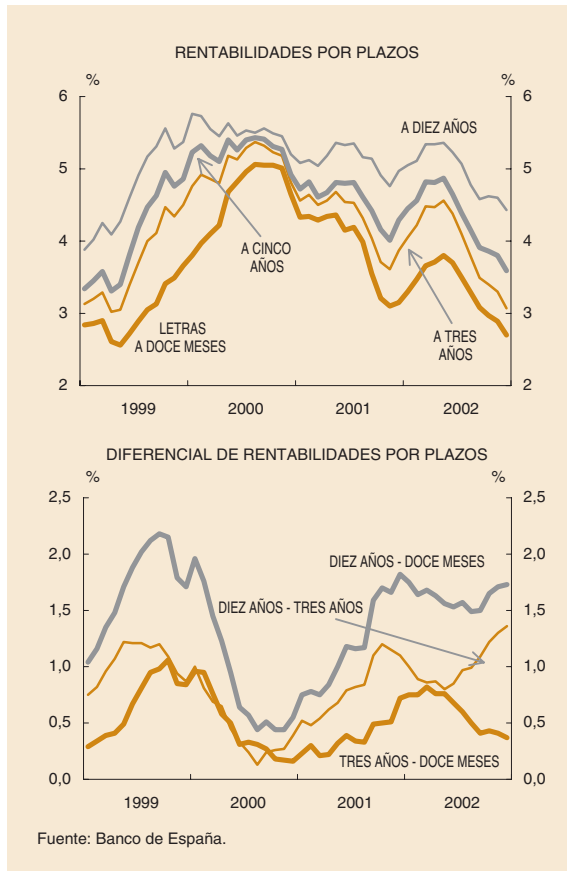
La negociación en los mercados secundarios de deuda aumentó en torno a un 16 %, manteniéndose el grueso de la misma con bonos y obligaciones (87 %); y, por tipo de operación, principalmente mediante *repos* (54 %) y simultáneas (34 %). Una descripción más detallada de la evolución de los volúmenes de emisión y de negociación de deuda pública se detalla en los capítulos II y III, respectivamente, de esta Memoria.

Las rentabilidades negociadas en el mercado secundario español de deuda pública siguieron la pauta de lo sucedido en el conjunto de la zona del euro y en Estados Unidos, con una trayectoria ascendente en los primeros meses del año que modificó su signo a partir de mayo, de modo que globalmente todos los segmentos del mercado registraron descensos acumulados en el año.

Así, como se muestra en el gráfico I.4, las operaciones al contado de letras del Tesoro a doce meses observaron descensos de casi 50 pb en su rentabilidad, situándose, en diciembre, en niveles en torno al 2,7 %. En lo que se refiere a la deuda a medio y largo plazo, la curva de rentabilidades por plazos mantuvo, a grandes rasgos, la forma del año anterior, negociándose rentabilidades superiores en los plazos más

GRÁFICO I.4

Mercado de deuda pública. España



largos, pero en un nivel inferior al de 2001. Sin embargo, la pendiente de dicha curva tendió a aumentar. En efecto, mientras que a tres años las rentabilidades negociadas registraron descensos de unos 80 pb, estos fueron de unos 70 pb y 55 pb en las referencias a cinco y diez años. De este modo, el diferencial diez-tres años aumentó en torno a unos 25 pb y se situó, en diciembre, en un nivel de unos 135 pb, lejos de los, aproximadamente, 15 pb que llegaron a distar ambas referencias durante el verano de 2000, cuando el proceso de aumentos de rentabilidades a todos los plazos finalizó en una convergencia generalizada en niveles entre el 5 % y el 5,5 %. Todo el proceso de descensos acumulados desde entonces ha situado los tipos de interés negociados, en diciembre de 2002, en el 3,1 %, el 3,6 % y el 4,4 % para las referencias a tres, cinco y diez años, respectivamente.

Este curso descendente de las rentabilidades de la deuda pública española ha sido algo más intenso que el ocurrido en Alemania, de tal forma que el diferencial con la referencia alemana a diez años se cifra, en diciembre, en unos 10 pb (con un mínimo de 7 pb en los primeros días de dicho mes), es decir, unos 15 pb menos que en diciembre de 2001. En el caso del plazo de tres años, el diferencial ha cambiado su signo respecto a lo sucedido en 2001, de modo que en España se negociaron rentabilidades inferiores a las registradas en Alemania.

II. Mercado primario de deuda del Estado

El año 2002 ha vuelto a ser favorable para la financiación del Estado. El déficit de caja se ha reducido alrededor de un 9 % en relación con el registrado en 2001. La ligera caída en el volumen de vencimientos que debían ser refinanciados en 2002 ha contribuido también positivamente en el sentido de reducir la necesidad de recurrir a los mercados. No obstante, el incremento que registró el saldo de efectivo disponible a corto plazo del Tesoro y el esfuerzo iniciado en 2002 por dotar de mayor liquidez al mercado de letras han determinado, principalmente, que la apelación neta a la financiación en los mercados haya sido superior a la de 2001.

En el presente capítulo se analizará la evolución de los flujos de financiación del Estado y del mercado primario, de la ejecución del programa de recompras de deuda, así como de las características y distribución del saldo de deuda del Estado resultantes.

II.1. EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN DEL ESTADO

Según las estimaciones existentes hasta la conclusión de la primera semana de marzo de 2003, fecha de cierre de esta Memoria, la ejecución del presupuesto no financiero del Estado en el año 2002 presenta un déficit de caja que asciende a 2.626 millones de euros.

El gráfico II.1 presenta el desglose explicativo de las necesidades de financiación del Estado según un criterio de caja, que ascendieron a 5.503 millones de euros, y de su financiación efectiva. La financiación se ha cubierto en el mercado interior mediante una emisión neta de letras, bonos y obligaciones por un importe nominal igual a 9.495 millones de euros (1). Por otra parte, debe observarse que el aumento neto del saldo del Tesoro en sus cuentas de efectivo ha supuesto una sobrefinanciación en los mercados en 2.098 millones de euros en términos efectivos.

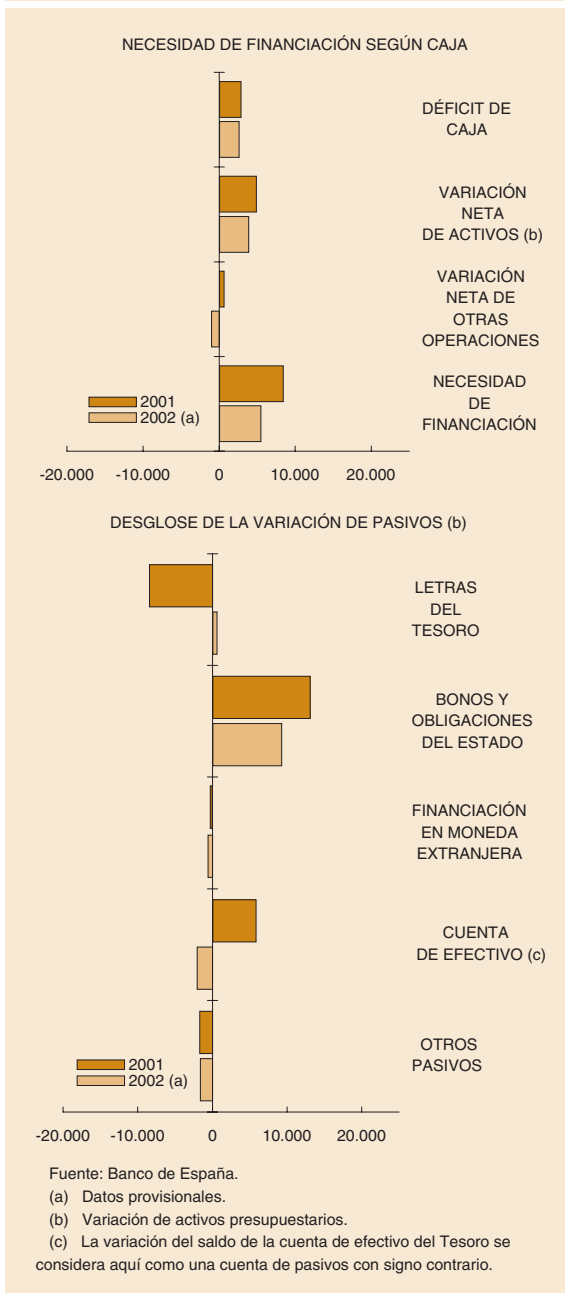
La composición de la financiación neta obtenida por el Tesoro en el mercado interior ha favorecido una leve extensión de la vida media del saldo de deuda del Estado, desde 5,93 años a finales de 2001, hasta 6,02 años al concluir 2002. Sin embargo, a diferencia de años

(1) Completan el capítulo de fuentes de financiación neta la emisión neta en divisas y la deuda asumida por el Estado. En 2002, la financiación neta en divisas ha sido negativa por un importe igual a 640 millones de euros, sin que se haya registrado emisión bruta alguna. Por otro lado, debe observarse que la cifra de emisión neta de letras, bonos y obligaciones, expresada en términos nominales por concordancia con el cuadro II.1, no refleja exactamente el efectivo captado.

GRÁFICO II.1

Necesidad de financiación según caja y su financiación

millones de €



anteriores, este alargamiento se ha producido, en parte, a través de una emisión neta de letras positiva, por un importe de 247 millones de euros en términos nominales. Por su parte, la colocación neta de deuda del Estado a medio y largo plazo ha ascendido durante 2002 a 9.248 millones de euros, también en términos nominales, cerca del 30 % inferior a la que se registró en 2001. Esa reducción en la emisión neta de deuda a medio y largo plazo en 2002, en relación con la registrada en 2001, está parcialmente ligada con la ejecución por parte del Te-

soro de una nueva edición de su programa de recompra de deuda por un importe nominal que ha ascendido a 2.929 millones de euros.

Como resultado de esta política de financiación se ha producido un crecimiento del 3,5 % en el saldo de deuda pública, cuyo importe nominal ascendía, al concluir 2002, a 282.941 millones de euros. Asimismo, el efecto conjunto de la superior financiación neta en 2002 y de la reducción del importe de amortizaciones registrado en ese ejercicio es que la actividad del Tesoro en el mercado primario ha crecido ligeramente en relación con la registrada en 2001. Así, si en este último año la emisión bruta de deuda ascendió a 65.227 millones de euros, el monto nominal de valores colocados en 2002 ha sido de 66.863 millones de euros.

Por lo que respecta al perfil temporal de la financiación (véase gráfico II.2), cabe observar, como hechos más destacables, la notable emisión neta que se produjo en marzo, fruto de la colocación en dicho mes de una nueva referencia a quince años, así como la significativa amortización neta, en julio, debido al vencimiento, ese mes, de un bono de cupón 4,25 % emitido originalmente a tres años.

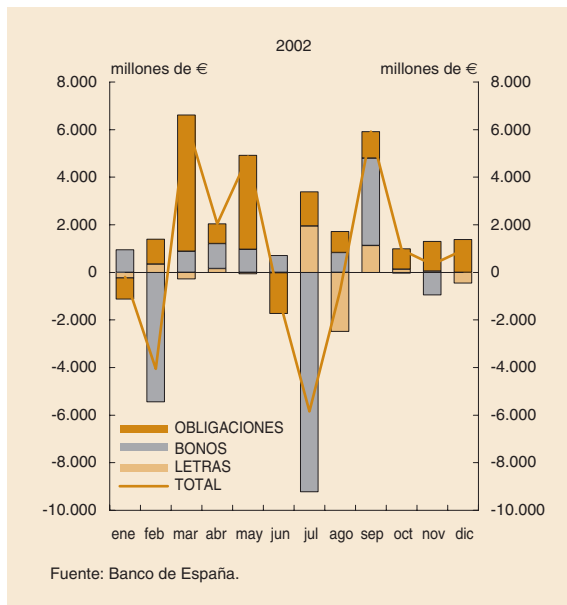
II.2. EVOLUCIÓN DEL MERCADO PRIMARIO

Durante el año 2002, el perfil que han seguido los tipos marginales a los que se ha financiado el Tesoro han mantenido, en términos generales, la trayectoria estable o descendente que ha caracterizado a los tipos de interés de mercado (véase gráfico II.3). En el mercado de letras a un año, al concluir 2002 el nivel de tipos marginales de emisión se ha reducido en 20 pb en relación con el de cierre de 2001. En el mercado de obligaciones a diez años, la caída ha sido ligeramente más pronunciada (51 pb).

Por lo que se refiere al nivel de actividad en el mercado primario, la emisión bruta de deuda del Estado aumentó en 2002 un 2,5 %, como se aprecia en el cuadro II.1. Sin embargo, debe observarse que ese modesto crecimiento se convertiría en una ligera reducción, si se excluyese del cómputo de emisiones la movilización mediante letras de la línea de crédito de la que el Tesoro dispuso en julio. En cualquier caso, la evolución de la actividad ha sido desigual en letras y en deuda a medio y largo plazo. En el primer caso, se registró un aumento del 19,1 % en la colocación, en relación con la observada en 2001. En cambio, el volumen de emisiones en los plazos medios y largos fue un 9,2 % inferior al de 2001. Como ya se ha indicado anteriormente, la emisión neta en 2002 registró un creci-

GRÁFICO II.2

Emisiones netas mensuales de deuda Distribución por instrumentos



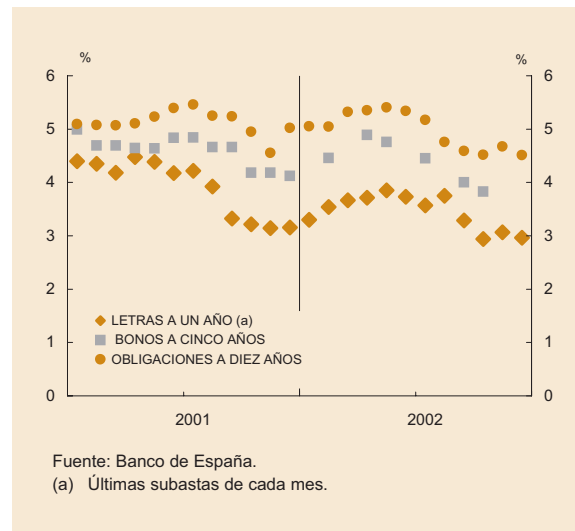
miento notable, al cifrarse en 9.495 millones de euros, frente a los 4.081 millones de euros de 2001. La contribución más importante a este aumento ha sido motivada por las letras, debido al acento que el Tesoro ha puesto en la financiación en ese mercado desde 2002, lo cual se refleja, asimismo, en la contracción cercana al 30 % en la financiación neta que ha captado mediante deuda a medio y largo plazo. Con todo, esta recomposición en la política de financiación del Tesoro ha sido todavía insuficiente para aumentar el peso de las letras en el conjunto de la deuda, ya que, al concluir 2002, las mismas suponían el 12,6 %, frente al 13 % en 2001.

II.2.1. Financiación a corto plazo

En 2002 el Tesoro se ha replanteado su política de los últimos años, consistente en la progresiva reducción del papel de las letras como instrumento básico para la financiación del Estado a favor de los bonos y obligaciones. A juicio del Tesoro español y de otros emisores soberanos europeos, el alargamiento en la vida media de la deuda pública registrado en los últimos años ha alcanzado una cota suficiente que no conviene sobrepasar. En consecuencia, la emisión de letras ha recibido un impulso en 2002, que está previsto que prosiga en años sucesivos. Esta nueva voluntad del Tesoro de fomentar el desarrollo de letras se ha manifestado en 2002 en una emisión neta positiva de esta categoría de instrumentos de financiación por primera vez desde 1996. En concreto, el

GRÁFICO II.3

Mercado primario de deuda del Estado Tipos marginales



saldo vivo de letras ha aumentado a lo largo de 2002 en 247 millones de euros, lo que supone un crecimiento del 0,7 % respecto al de finales de 2001.

La financiación neta obtenida mediante letras se ha concentrado en las de plazo igual a doce meses, habiéndose registrado una amortización neta en las líneas de plazo igual a dieciocho meses. Por lo que se refiere a letras de más corto plazo, la apelación neta en el conjunto del año ha sido nula. En este sentido, conviene hacer una observación en relación con el epígrafe de letras a seis meses del cuadro II.1. La emisión bruta y amortización que aparecen consignadas en 2002 se corresponden con la disposición por parte del Tesoro de una línea de crédito movilizada mediante letras en julio. En realidad, en esta operación las letras movilizadas no correspondieron a una línea de seis meses, sino a una específica de quince días de plazo. En consecuencia, aunque las cifras de emisión bruta y amortización de títulos de muy corto plazo en el cuadro II.1 son enteramente representativas de la actividad registrada, no lo es tanto la comparación con los importes registrados en 2001.

El tradicional protagonismo de las letras a doce meses en la actividad del Tesoro en el corto plazo se ha saldado con un crecimiento de la emisión bruta en un 32,2 %, en relación con la registrada en 2001, colocándose en conjunto un importe nominal de 16.271 millones de euros. El saldo de valores emitidos a este plazo ha crecido en 2002 también alrededor de un 22 % respecto al de cierre del año anterior. De esta forma, pasa a representar un 5,3 % del total de la deuda del Estado.

**Mercado primario de deuda del Estado
Año 2002**

Millones de euros

	Emisión bruta			Amortización			Emisión neta			Saldo		
	2001	2002	%	2001	2002	%	2001	2002	%	2001	2002	%
Total	65.226,7	66.862,9	2,5	61.145,5	57.368,2	-6,2	4.081,2	9.494,7	132,6	273.446,3	282.941,0	3,5
Total letras	27.070,4	32.235,4	19,1	36.149,7	31.988,5	-11,5	-9.079,3	246,9	102,7	35.584,0	35.831,0	0,7
Hasta seis meses (a)	125,0	2.200,0	1.660,0	930,9	2.200,0	136,3	-805,9	—	100,0	—	—	—
A un año	12.306,2	16.270,8	32,2	11.832,9	13.568,7	14,7	473,3	2.702,0	470,9	12.306,2	15.008,3	22,0
A dieciocho meses	14.639,2	13.764,7	-6,0	23.385,9	16.219,8	-30,6	-8.746,7	-2.455,1	71,9	23.277,8	20.822,7	-10,5
Total bonos y obligaciones	38.156,3	34.627,5	-9,2	24.995,8	25.379,7	1,5	13.160,5	9.247,7	-29,7	237.862,3	247.110,0	3,9
A tres años	9.128,8	3.374,5	-63,0	13.200,4	10.852,4	-17,8	-4.071,6	-7.477,9	-83,7	36.654,8	29.176,8	-20,4
A cinco años	8.861,4	9.498,6	7,2	10.530,2	8.647,4	-17,9	-1.668,8	851,2	151,0	53.977,8	54.829,0	1,6
A diez años	13.605,4	14.305,7	5,1	740,0	5.786,9	682,0	12.865,4	8.518,8	-33,8	101.336,6	109.855,4	8,4
A quince años	2.229,9	6.126,9	174,8	525,2	93,0	-82,3	1.704,6	6.033,9	254,0	29.368,9	35.402,9	20,5
A treinta años	4.330,8	1.321,8	-69,5	—	—	—	4.330,8	1.321,8	-69,5	16.524,1	17.845,9	8,0

Fuente: Banco de España.
(a) En 2002 se recogen las letras de muy corto plazo mediante las que el Tesoro movilizó un préstamo en julio.

Frente al protagonismo de las letras a doce meses en términos de emisión neta, cifrada en 2.702 millones de euros, la actividad emisora en letras a dieciocho meses se ha reducido. Así, con una colocación bruta de 13.765 millones de euros y un volumen de amortizaciones de 16.220 millones, el saldo vivo de letras emitidas a dieciocho meses se ha contraído, en 2002, en un 10,5 % en relación con el correspondiente a finales de 2001.

El mayor acento que ha puesto el Tesoro en la financiación de letras desde 2002 se ha traducido en la implantación de diversas reformas, entre las que se cuentan algunas modificaciones en los procedimientos de emisión que han comenzado a aplicarse en 2002, aunque sus bases comenzaron a sentarse ya en 2001. En concreto, a fin de aumentar la liquidez de estos instrumentos, desde agosto se abandonó la política de emitir letras a doce y a dieciocho meses cada 15 días, pasando a ser emitidas una vez cada mes. Además, desde septiembre comenzó a aplicarse una segunda fase de reforma: se subasta una misma referencia de letras en varias ocasiones (2) y se fomenta especialmente la liquidez del primer tramo de las letras a dieciocho meses. Aunque la reapertura de letras comenzó aplicándose a las de dieciocho

(2) En concreto, y a modo de ejemplo, inicialmente cada nueva referencia de letras a dieciocho meses se reabrirá tres veces: a saber, cuando tiene 17, 12 y 11 meses de vida residual.

meses de plazo, esta política continuará en 2003 también para las de plazos inferiores, a fin de fomentar su liquidez.

II.2.2. Financiación a medio y largo plazo

En el año 2002, pese al impulso concedido al mercado de letras, la política de financiación del Tesoro ha continuado descansando en la deuda interior a medio y largo plazo. Los recursos netos obtenidos en 2002 mediante deuda a medio y largo plazo han supuesto el 97 % del conjunto de la financiación neta captada en el año. Con todo, los 9.248 millones de euros obtenidos en términos nominales durante 2002 han supuesto una reducción del 29,7 % de la financiación neta en relación con la obtenida en 2001.

En conjunto, a pesar de que el volumen nominal de amortizaciones en 2002 ha crecido ligeramente (1,5 %) en relación con 2001, la colocación bruta de deuda interior a medio y largo plazo se ha visto reducida un 9,2 % en 2002. Sin embargo, al cierre de 2002 el saldo de bonos y obligaciones era un 3,9 % superior al de finales de 2001.

En términos absolutos, el peso de la financiación a medio y largo plazo obtenida en 2002 ha favorecido, un año más, al tramo de las obligaciones a diez años, donde se captaron 8.519 millones de euros en términos netos. Sin embargo, el plazo con un mayor crecimiento en su

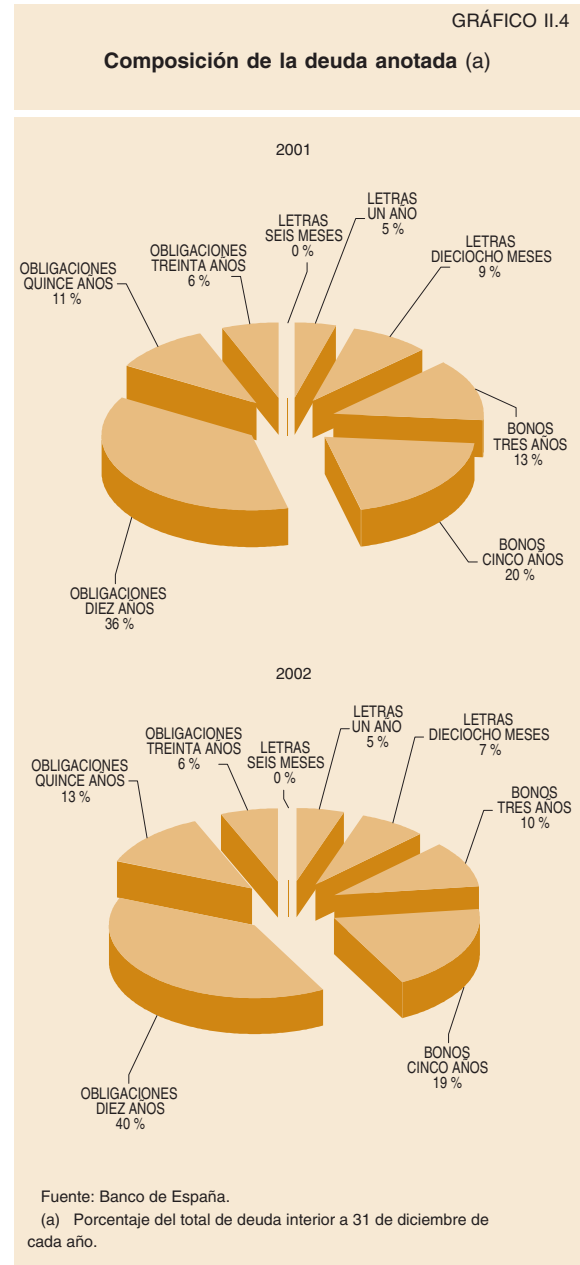
contribución neta ha sido el de las obligaciones a quince años. Por el contrario, los bonos a tres años han tenido en 2002 una importante contribución negativa (7.478 millones de euros) a la financiación neta del Tesoro, de manera similar a lo que ya sucedió en 2001. El tramo de las obligaciones a treinta años ha concentrado el interés del Tesoro, en 2002, en menor medida que el año 2001, como lo pone de manifiesto el que la captación neta de fondos en este segmento haya caído en términos interanuales un 69,5 %.

El destacado peso de la financiación neta mediante obligaciones a diez años debe ser valorado, un año más, en el contexto de la competencia entre emisores nacionales para atraer o mantener a los inversores en el marco de la UEM y en la condición de referencia que tiene ese plazo en el mercado. Por otra parte, en 2002 también el segmento de quince años ha merecido considerable atención por parte del Tesoro, al emitir una nueva referencia con ese plazo de cupón 5,50 %. A fin de asegurar una máxima liquidez para la misma desde el primer momento y asegurar una amplia distribución de esta obligación, el procedimiento al que respondió su colocación ha sido el de la sindicación. La emisión ascendió a 5.000 millones de euros. La colocación se estructuró sobre la base de 5 líderes, 8 colideres y 8 entidades en el grupo de venta. El 83 % de la emisión se colocó fuera de España.

En otro orden de cosas, conviene recordar que las cifras de emisión neta y amortizaciones de deuda, que se han venido presentando, incorporan los resultados del programa de recompras de deuda efectuado durante el año 2002. En el apartado II.2.3 se describirán con algo más de detalle las operaciones mediante las que se amortizó anticipadamente deuda a medio y largo plazo por un importe de 2.929 millones de euros.

Por lo que a los tipos marginales de resolución de las subastas se refiere, su comportamiento refleja el tono de estabilidad que ha predominado también en el mercado secundario (véase gráfico II.3). Un hecho que también puede señalarse mediante ese gráfico es la mayor flexibilidad del calendario con el que el Tesoro recurre a algunos instrumentos en su política de financiación desde 2002. En efecto, hasta 2002 los bonos y obligaciones se emitían de acuerdo con un calendario prefijado a comienzos de año. Desde 2002 las referencias concretas de deuda a medio y largo plazo que se emiten cada mes se deciden al comienzo del trimestre, tras consultar con los creadores de mercado.

Centrando ahora la atención más específicamente en el segmento de diez años, en el que el Tesoro se ha mostrado más activo, cabe obser-

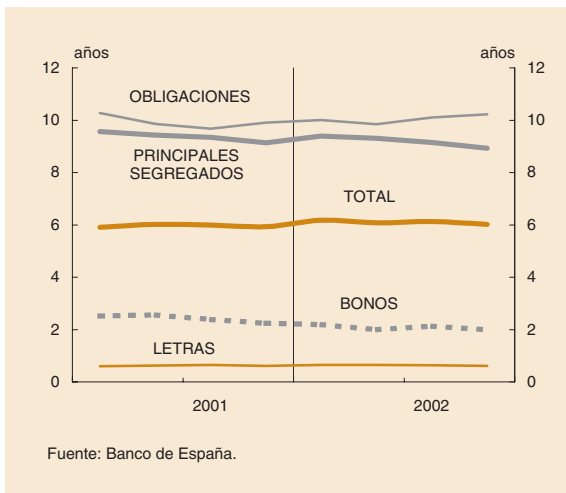


var que la emisión bruta de obligaciones a diez años ha aumentado un 5,1 % en relación con la registrada en 2001. En conjunto, el saldo de obligaciones emitidas a diez años con que ha concluido el ejercicio 2002 ha sido un 8,4 % superior al de finales de 2001. De esta forma, con 109.855 millones de euros de saldo vivo, esta línea de financiación supone el 38,8 % del conjunto de la deuda del Estado. Las obligaciones que han canalizado la actividad emisora en 2002 en el plazo de diez años han sido la de cupón 5,35 %, hasta el mes de abril, y la de cupón 5 %, a partir de mayo. Al darse por concluida la emisión de la obligación de cupón 5,35 %, su saldo acumulado alcanzaba 12.612 millones de euros.

El recurso bruto a bonos a tres y cinco años, habiendo alcanzado 3.374 y 9.499 millones de

GRÁFICO II.5

Vida media residual por grupos de instrumentos

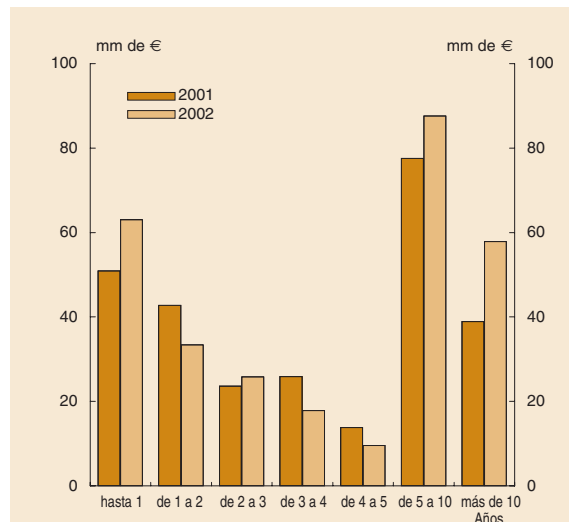


euros, respectivamente, en el conjunto del año, ha sido alrededor del 24 % y 66 %, respectivamente, del que correspondió a las obligaciones a diez años. Esos importes han supuesto una reducción interanual para la emisión bruta de bonos a tres años superior al 60 % y un incremento para la colocación de bonos a cinco años de alrededor del 7 %. En términos netos, el recurso a estas líneas de financiación de medio plazo ha sido también desigual. Así, la amortización neta de bonos a tres años registrada en 2002 (7.478 millones de euros, en términos nominales) contrasta con la emisión neta positiva de bonos emitidos a cinco años, por un importe nominal de 851 millones de euros. En conjunto, la evolución que se viene describiendo para los bonos de medio plazo supone que el saldo vivo de bonos a tres años ha disminuido un 20,4 %, en relación con los de cierre de 2001, mientras que el correspondiente a bonos a cinco años ha aumentado un 1,6 %. Los bonos que han canalizado la actividad emisora en 2002 en los plazos de tres y cinco años han sido, respectivamente, los bonos de cupones 4,65 % y 4,80 %. Al cierre de 2002, el número de tramos mediante los que se ha captado financiación con esas referencias desde el momento de su apertura ha sido nueve.

La colocación de valores emitidos a quince y a treinta años ha registrado una evolución opuesta. Mientras que las emisiones bruta y neta de las obligaciones a quince años han registrado importantes crecimientos, en relación con las mismas cifras de 2001, las obligaciones a treinta años han reducido su aportación neta de fondos al Tesoro un 69,5 % en relación con la de 2001. De todas formas, el saldo de obligaciones a quince y treinta años ha podido concluir el año 2002 con incrementos del 20,5 % y 8 % en relación con el de finales de 2001. De esta forma, su peso

GRÁFICO II.6

Distribución por vencimientos



respectivo dentro del conjunto de la deuda negociable del Estado ascendía, a cierre de 2002, al 12,5 % para las obligaciones a quince años, y al 6,3 % para las obligaciones a treinta años. El significativo peso que acumulan las obligaciones a quince años en el pasivo del Estado español y la política de emisión en 2002 reflejan el interés que siempre ha mantenido el Tesoro por cuidar este tramo. Las obligaciones a quince y treinta años en emisión durante 2002 han sido, respectivamente, las de cupones 5,5 % y 5,75 %.

Con la política de emisión que se ha venido describiendo, la estructura del saldo de deuda a finales de ejercicio se ha modificado ligeramente respecto a la de cierre de 2001. Como se puede apreciar en el gráfico II.4, continúa todavía el aumento del peso de la deuda a medio y largo plazo a costa del saldo vivo de letras. En concreto, la proporción de deuda emitida a medio y largo plazo pasa, de algo más del 86,8 % en 2001, al 87,3 % del año 2002. Por el contrario, la participación de las letras del Tesoro en el conjunto del saldo de deuda desciende, a finales de 2002, a niveles de en torno al 12,6 %, desde niveles cercanos al 13 % en 2001 y superiores al 16 % en 2000.

Naturalmente, los moderados cambios en la estructura de la deuda que se han descrito se han reflejado también en un ligero aumento de la vida media residual, que ya se ha señalado anteriormente. Como se puede apreciar en el gráfico II.5, esta ha pasado desde niveles de 5,9 años en 2001 hasta los 6,0 años de 2002. Como es lógico, un alargamiento de la vida media de la deuda presenta, entre otras ventajas,

CUADRO II.2

**Recompras de deuda
Año 2002**

Millones de euros

	Años vida residual (a)	PRO MEMORIA						
		Efectivo	Nominal recomprado	Nominal ofertado	Saldo previo a las recompras	% del saldo ofertado	% del saldo recomprado	% rec./ofer.
Total		3.097,7	2.929,0	8.156,0	32.383,6	25,2	9,0	35,9
B-3 (3 %)	0,2	618,3	605,0	2.221,0	6.733,9	33,0	9,0	27,2
B-5 (5,25 %)	0,2	2.194,0	2.100,0	4.020,0	6.703,0	60,0	31,3	52,2
O-10 (10 %)	2,3	48,7	40,0	695,0	4.896,5	14,2	0,8	5,8
O-10 (10,15 %)	3,2	51,2	40,0	125,0	3.403,6	3,7	1,2	32,0
O-10 (8,80 %)	3,5	62,0	51,0	256,0	3.257,3	7,9	1,6	19,9
O-15 (8,20 %)	6,3	55,0	43,0	445,0	5.578,6	8,0	0,8	9,7
O-15 (8,70 %)	9,3	68,5	50,0	394,0	1.810,8	21,8	2,8	12,7

Fuente: Banco de España.
(a) Tras la última recompra del período.

el incremento en el margen de maniobra para refinanciar los saldos vivos de deuda. En este sentido, antes de las operaciones de reestructuración de la deuda efectuadas en 2002, el volumen de vencimientos de bonos que se concentraban en enero de 2003 merecía la consideración de los potenciales riesgos asociados a su refinanciación. Precisamente, con objeto de limitarlos, y dada la comodidad que encontró el Tesoro para obtener financiación en 2002, este procedió a la ejecución de un programa de recompra de los bonos que vencían a comienzos de 2003, así como de otros valores. En el gráfico II.6 se presenta el perfil de vencimientos que afronta el Tesoro al concluir 2002.

II.2.3. Recompras de deuda

Como en 2001, el Tesoro tampoco ha efectuado en 2002 operaciones de canje de deuda. La comodidad con que afrontaba su programa de financiación anual y la conveniencia de dar preferencia a la gestión de los riesgos de refinanciación han trasladado el protagonismo a las recompras de deuda. En total se ejecutaron 12 subastas de recompra de deuda durante los meses de octubre y noviembre. Mediante estas operaciones se procedió a amortizar anticipadamente bonos emitidos originalmente a tres y cinco años, así como obligaciones a diez y quince años.

El cuadro II.2 resume las operaciones de recompra efectuadas en 2002. En el mismo, cabe establecer una clara dicotomía en cuanto a las emisiones que han sido objeto de amorti-

zación anticipada. Por un lado, están los bonos de cupón 5,25 % y 3 %, con vencimiento en enero de 2003. La concentración de vencimientos que se suele producir a comienzos de año, debido a exigencias de diseño para los programas de *strips*, ha venido determinando habitualmente que deban reducirse con antelación los posibles riesgos de refinanciación que pudieran sobrevenir. Con este fin, mediante siete subastas se amortizaron anticipadamente 605 millones de euros del bono de cupón 3 % y 2.100 millones del de cupón 5,25 %. El coste efectivo de esta operación para el Tesoro alcanzó, respectivamente, 618 y 2.194 millones de euros. En relación con el desarrollo de estas subastas, cabe observar que la mayor oferta para su amortización se concentró en esos bonos con vencimiento en enero de 2003. Para el Tesoro, el interés se centró, más concretamente, en el bono de cupón 5,25 %, como lo pone de manifiesto la *ratio* del 52,2 % del volumen efectivamente recomprado sobre el ofertado.

El segundo grupo de operaciones de recompra efectuadas en 2002 hace referencia a obligaciones de cupones relativamente elevados. Desde un punto de vista cuantitativo, tanto la oferta agregada (1.915 millones de euros) como el importe nominal amortizado (224 millones de euros) de esas referencias indican su menor relevancia. De hecho, el menor interés que para el Tesoro ha supuesto esta serie de operaciones queda puesto de manifiesto por la menor tasa media de adjudicación en estas subastas. Salvo para las obligaciones de cupón 10,15 % y 8,8 %, esa tasa se ha situado solo alrededor del 10 %.

III. Mercado secundario de deuda del Estado

III.1. DESCRIPCIÓN GENERAL

En el año 2002 la negociación en el mercado secundario de deuda pública alcanzó 18,8 billones de euros, lo que supuso un aumento del 15,9 % en relación con el año anterior. Este significativo crecimiento tuvo lugar tanto en el tramo de contratación entre titulares, con una expansión del 14,3 %, como en el correspondiente a la negociación con terceros, que aumentó un 16,7 %. Con estas evoluciones tan parejas durante 2002, se ha mantenido la estructura de la contratación, ya que el negocio entre titulares viene a representar, como en el año anterior, la tercera parte de los volúmenes contratados.

Como en ediciones anteriores de esta publicación, es necesario realizar dos precisiones relativas a la información de este capítulo. En primer lugar, las cifras utilizadas tienen cierto grado de provisionalidad —mayor en el tramo de negociación con terceros—. Sin embargo, son lo bastante fiables como para poder realizar la descripción general de la evolución del mercado de deuda pública.

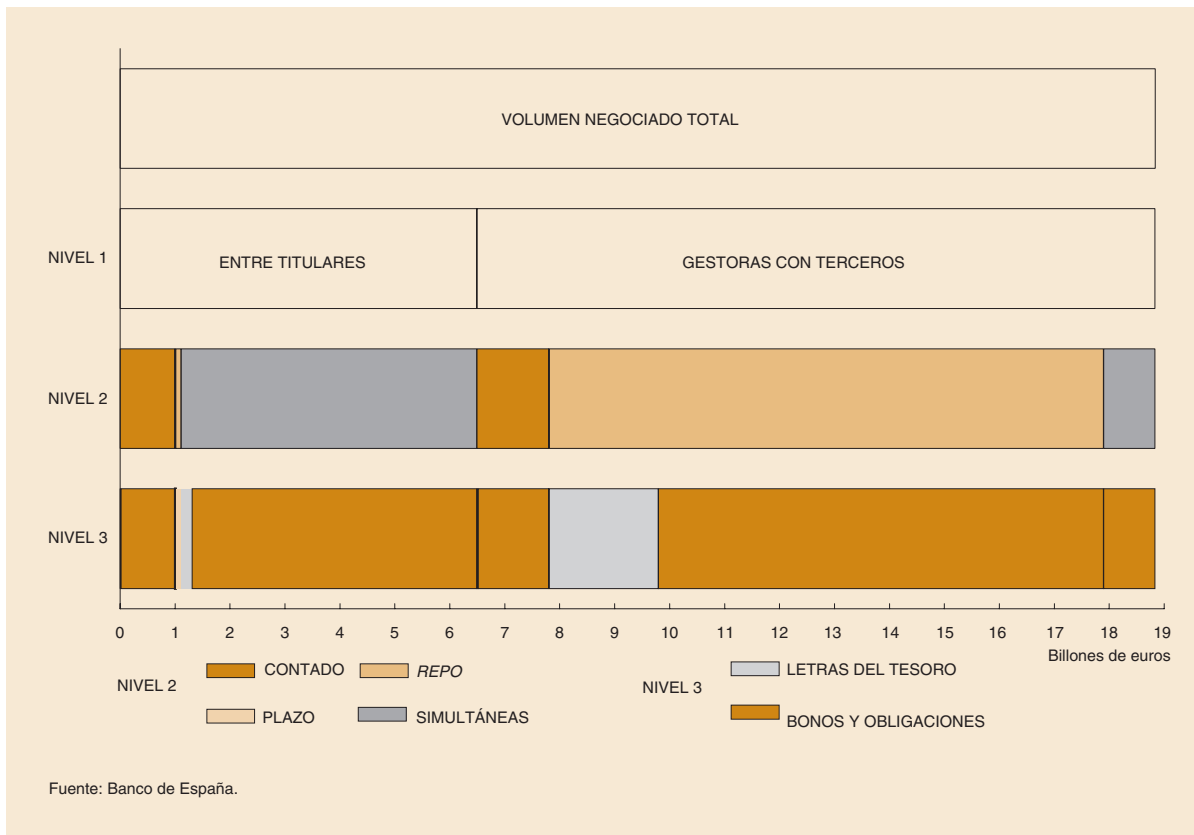
En segundo lugar, en este capítulo no están incluidos los 6,3 mm de euros negociados en el ámbito bursátil. Esta contratación fue realizada, fundamentalmente, con letras del Tesoro (4,4 mm), mientras que el resto se refiere a operaciones con bonos y obligaciones (1,9 mm). Como puede apreciarse, estos volúmenes tienen muy escasa relevancia cuantitativa; además, esta contratación suele corresponder a operaciones extrabursátiles, que únicamente se incluyen en el sistema bursátil para su registro y liquidación.

Mientras en la distribución entre titulares y terceros no se han observado cambios significativos, sí que se han registrado variaciones en el reparto de la contratación entre los distintos instrumentos negociados: durante el año 2002 se ha incrementado la concentración de la negociación en los bonos y obligaciones. Así, la contratación de estos instrumentos supone el 87,1 % del mercado, mientras que las correspondientes a letras del Tesoro y a instrumentos segregados (principales y cupones) se sitúan, respectivamente, en el 11,9 % y en el 1 %.

Respecto a la distribución por tipo de operación, la negociación en *repo* supone el 54,1 % del mercado, mientras que las simultáneas representan el 33,5 %. Por su parte, las operaciones al contado acumulan el 12,3 % de la negociación total, mientras que las operaciones a plazo tienen una importancia absolutamente marginal.

En el gráfico III.1 se muestra el desglose de la contratación del mercado de deuda entre los

Mercado secundario de deuda del Estado
2002



segmentos de titulares y de terceros («Nivel 1»), entre los distintos tipos de operaciones («Nivel 2») y entre los distintos instrumentos contratados (1) («Nivel 3»).

III.2. NEGOCIACIÓN ENTRE TITULARES

La negociación entre titulares, que —como ya se ha mencionado— creció un 14,3 % en 2002, se situó en 6,5 billones de euros. Esta expansión se ha centrado en la negociación de bonos y obligaciones, que creció un 21,1 % y ya supone el 96,3 % de la contratación en este tramo del mercado. Por el contrario, las reducciones observadas en la negociación con letras del Tesoro y con instrumentos segregados se situaron en el entorno del 50 %. Así, mientras la negociación de bonos y obligaciones alcanzaba 6,3 billones de euros, la contratación de letras del Tesoro tan solo suponía 225 mm de euros, y la correspondiente a principales y cupones segregados se encontraba en 12 mm de euros.

(1) La contratación de principales y cupones segregados se ha sumado a la correspondiente a bonos y obligaciones para facilitar la interpretación del gráfico, evitando la proliferación de un número excesivo de subdivisiones, muchas de ellas con volúmenes casi inapreciables.

Por tipo de operación, en 2002 se observaron crecimientos notables en las operaciones al contado (25,3 %) y en las operaciones simultáneas (12,5 %). Aunque la expansión de las operaciones *repo* se cifró en un 14,6 %, este hecho es poco relevante, ya que este crecimiento se obtiene partiendo de cifras de negociación ciertamente reducidas. De esta forma, las operaciones simultáneas redujeron un tanto su peso en la negociación entre titulares, ya que pasaron del 84,2 % de 2001 al 82,9 % de 2002; por el contrario, las operaciones al contado, que absorbieron la variación anterior, supusieron el pasado año el 15,4 % de los volúmenes cruzados entre titulares.

En el cuadro III.1 se puede observar la descomposición de la negociación entre titulares, por tipo de operación e instrumento, junto con las variaciones porcentuales en relación con la contratación del año 2001; por su parte, el cuadro III.2 muestra las cuotas de negociación para los años 2001 y 2002; finalmente, el gráfico III.2 ilustra la estructura de la negociación entre titulares (2). Estos dos cuadros y este gráfico sirven

(2) Con el objetivo de facilitar las comparaciones, la escala de este gráfico es idéntica a la utilizada en el gráfico III.3, dedicado a la negociación con terceros.

CUADRO III.1

**Negociación entre titulares
Año 2002**

mm de euros

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total	
	Volumen	Variación s/ 2001 (%)	Volumen	Variación s/ 2001 (%)	Volumen	Variación s/ 2001 (%)	Volumen	Variación s/ 2001 (%)	Volumen	Variación s/ 2001 (%)
Total	999,3	25,3	14,3	-8,0	97,3	14,6	5.381,9	12,5	6.492,8	14,3
Letras del Tesoro	14,8	-31,7	0,0	-100,0	9,2	-58,5	201,3	-55,1	225,3	-54,2
Bonos y obligaciones	976,6	26,8	13,3	-11,0	88,1	40,5	5.177,0	19,9	6.255,0	21,1
Principales y cupones	7,9	37,5	1,0	117,4	—	—	3,6	-77,7	12,5	-44,4

Fuente: Banco de España.

de apoyo a la lectura de esta sección, que, en lo que resta, se dedica a comentar las operaciones al contado y las operaciones simultáneas; no se facilita información adicional sobre las operaciones a plazo y sobre las operaciones *repo*, al carecer de relevancia cuantitativa.

III.2.1. Operaciones simples al contado

La contratación al contado, con un crecimiento del 25,3 %, totalizó 999 mm de euros en 2002. Como en años anteriores, casi toda esta negociación se realizó con bonos y obligaciones —en concreto, 976 mm—. Con estas cifras, resulta evidente que la negociación al contado depende casi en su totalidad de los volúmenes negociados con bonos y obligaciones, que crecieron un 26,8 %, ya que la evolución del resto de instrumentos tiene un peso muy reducido en el conjunto.

Aunque durante el año 2002 se han negociado más de treinta emisiones de bonos y obli-

gaciones, la contratación se concentró, como es habitual, en un número reducido de referencias. Así, las cinco emisiones más negociadas acumularon el 59 % de las operaciones cruzadas y el 57 % de los volúmenes negociados. En concreto, estas emisiones fueron la obligación con cupón 5,35 % y vencimiento en octubre de 2011, la obligación con cupón 5 % y vencimiento en julio de 2012, el bono con cupón 4,65 % y vencimiento en octubre de 2004, la obligación con cupón 5,40 % y vencimiento en julio de 2011 y, finalmente, el bono con cupón 4,80 % y vencimiento en octubre de 2006. El plazo en que mayor negociación se concentra es el de diez años y, a notable distancia, los plazos de tres y cinco años.

Por su parte, la negociación de letras del Tesoro se redujo en más de un 30 % en el año 2002 y tan solo alcanzó 14,8 mm de euros, mientras que la contratación de principales y cupones segregados fue, con unos volúmenes cruzados de 7,9 mm de euros, incluso menor.

CUADRO III.2

Cuotas de negociación entre titulares (a)

%

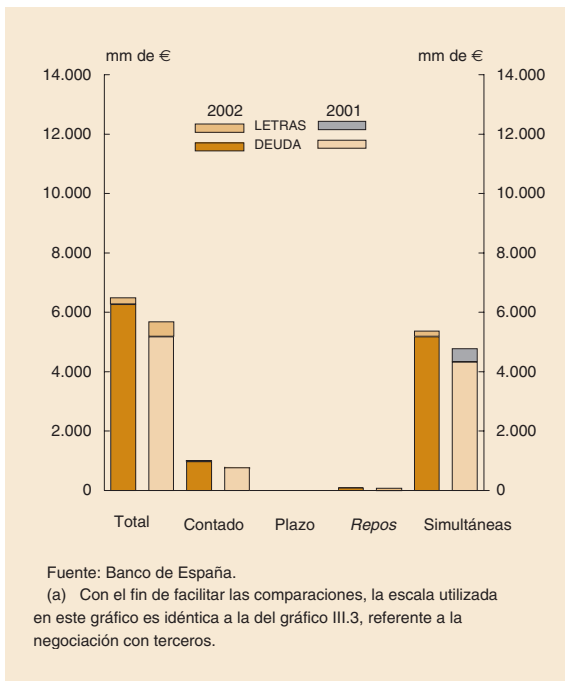
	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total	
	2001	2002	2001	2002	2001	2002	2001	2002	2001	2002
Total	14,0	15,4	0,3	0,2	1,5	1,5	84,2	82,9	100,0	100,0
Letras del Tesoro	0,4	0,2	0,0	0,0	0,4	0,1	7,9	3,1	8,7	3,5
Bonos y obligaciones	13,6	15,0	0,3	0,2	1,1	1,4	76,0	79,7	90,9	96,3
Principales y cupones	0,1	0,1	0,0	0,0	—	—	0,3	0,1	0,4	0,2

Fuente: Banco de España.

(a) Porcentajes sobre la negociación total entre titulares.

GRÁFICO III.2

Negociación entre títulos (a)



III.2.2. Operaciones simultáneas

La negociación de operaciones simultáneas entre titulares creció durante 2002 un 12,5 %, hasta situarse en 5,4 billones de euros, de los que casi 5,2 billones de euros se cruzaron con bonos y obligaciones. La contratación restante correspondió, fundamentalmente, a letras del Tesoro (201 mm de euros), ya que la negociación con principales y cupones segregados fue muy reducida (4 mm de euros).

Como ya se ha adelantado más arriba, las operaciones simultáneas supusieron en 2002 un 82,9 % de la contratación entre titulares y, en concreto, las instrumentadas con bonos y obligaciones representaron el 79,7 % de dicha negociación.

La negociación de operaciones simultáneas se realiza a plazos muy cortos: aproximadamente, el 80 % de los volúmenes cruzados se negocia a un día y los importes contratados a plazos superiores al mes pueden considerarse marginales.

III.3. NEGOCIACIÓN CON TERCEROS

La negociación con terceros registró un crecimiento del 16,7 % en 2002, al cifrarse en 12,3 billones de euros. Al igual que en el caso de la negociación entre titulares, aunque en menor medida, esta contratación se concentra en los

bonos y obligaciones. En efecto, con estos instrumentos, los volúmenes cruzados, que crecieron un 23,6 %, se situaron en los 10,2 billones de euros.

La contratación de letras del Tesoro —que sigue siendo, no obstante, significativa en este tramo, ya que acumuló algo más de 2 billones de euros— registró un descenso cercano al 10 % en relación con los volúmenes negociados en 2001. La negociación de principales y cupones segregados es más reducida y solamente alcanzó 171 mm de euros en el pasado 2002.

Con estos volúmenes, durante 2002 el peso de la negociación de bonos y obligaciones en el conjunto de la contratación con terceros ganó 4,5 puntos porcentuales y se situó en el 82,3 %. Por su parte, la cuota correspondiente a letras del Tesoro disminuyó desde el 21,1 % de 2001 hasta el 16,3 %, y, finalmente, el peso de la contratación con instrumentos segregados aumentó ligeramente, hasta situarse en el 1,4 %.

Como ya sucedió en 2001, durante el pasado año se observaron crecimientos en todas las formas de contratación, a excepción de las operaciones a plazo. El mayor aumento, cifrado en el 43,4 %, correspondió a las operaciones simultáneas; los avances de las operaciones *repo* y al contado fueron más moderados, situándose, respectivamente, en el 16,4 % y el 5,6 %. No obstante, para valorar las variaciones anteriores hay que considerar que los volúmenes contratados en simultáneas en el año 2001 eran muy reducidos y, en parte, explican el mayor crecimiento porcentual de esta operativa.

En la negociación con terceros, las operaciones *repo* suponen el 81,7 % de la negociación entre terceros, mientras que las operaciones al contado y las simultáneas representan el 10,6 % y el 7,6 %, respectivamente. Las operaciones simultáneas están, en este tramo de negociación, cobrando cada vez mayor importancia y son utilizadas, también en mayor medida, como sustitutos de las operaciones *repo*.

El resto de la sección se dedica a las descripciones, en primer lugar, de la operativa al contado y, en segundo, de la contratación en *repo* y en simultáneas.

Los cuadros III.3 y III.4 recogen, para la negociación con terceros, la misma información que, para el caso de la negociación entre titulares, facilitaban los cuadros III.1 y III.2; del mismo modo, el gráfico III.3 se ha elaborado con los mismos criterios que el gráfico III.2.

CUADRO III.3

**Negociación con terceros
Año 2002**

mm de euros

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total	
	Volumen	Variación s/ 2001 (%)	Volumen	Variación s/ 2001 (%)	Volumen	Variación s/ 2001 (%)	Volumen	Variación s/ 2001 (%)	Volumen	Variación s/ 2001 (%)
Total	1.313,3	5,6	4,1	-46,7	10.088,5	16,4	936,3	43,4	12.342,3	16,7
Letras del Tesoro	25,3	-30,5	0,0	-100,0	1.985,2	-8,3	1,9	-93,8	2.012,4	-9,8
Bonos y obligaciones	1.280,3	6,9	3,9	-44,5	7.941,5	24,1	932,8	50,6	10.158,5	23,6
Principales y cupones	7,7	-19,7	0,2	-52,9	161,8	53,4	1,6	-55,3	171,4	43,7

Fuente: Banco de España.

III.3.1. Operaciones simples al contado

La contratación al contado se situó, en 2002, en 1.313 mm de euros, de los que 1.280 se cruzaron con bonos y obligaciones. Así, los volúmenes cruzados con letras del Tesoro y con instrumentos segregados fueron muy pequeños: 25 mm y 8 mm de euros, respectivamente. En conjunto, esta negociación registró un crecimiento moderado (5,6 %), si bien esta expansión se produce exclusivamente gracias al aumento en la contratación de bonos y obligaciones, cifrado en el 6,9 %.

En la negociación de letras del Tesoro y de bonos y obligaciones, las entidades gestoras dan contrapartida en nombre propio a sus clientes en las tres cuartas partes de los volúmenes contratados; la otra cuarta parte responde, casi en su totalidad, a operaciones registradas por orden conjunta de las partes.

La actividad por orden conjunta de las partes responde a la contratación realizada por inversores de carácter profesional, operando entre sí

y comunicando sus operaciones a una gestora para que esta las registre. Este hecho se observa en los volúmenes medios de las operaciones, tanto en el caso de los bonos y obligaciones como en los de las letras del Tesoro.

Así, en el caso de los bonos y obligaciones, cuando la entidad gestora da contrapartida en nombre propio al tercero, el volumen medio de la operación se sitúa en 8,6 millones de euros. Cuando la operación se registra por orden conjunta de las partes, el volumen medio pasa a ser de 18,8 millones de euros. Mayor es la diferencia en el caso de las letras, ya que las cifras anteriores se sitúan en 1,1 y 23,3 millones de euros, respectivamente.

Al igual que en la contratación al contado entre titulares, en la negociación con terceros también existe cierto grado de concentración por emisiones. En este caso, este hecho tiene menor importancia, ya que las cinco referencias más negociadas en este tramo del mercado acumulan alrededor del 40 % de la negociación, frente al 57 % que se registraba en el caso de titulares.

CUADRO III.4

Cuotas de negociación con terceros (a)

%

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total	
	2001	2002	2001	2002	2001	2002	2001	2002	2001	2002
Total	11,8	10,6	0,1	0,0	82,0	81,7	6,2	7,6	100,0	100,0
Letras del Tesoro	0,3	0,2	0,0	0,0	20,5	16,1	0,3	0,0	21,1	16,3
Bonos y obligaciones	11,3	10,4	0,1	0,0	60,5	64,3	5,9	7,6	77,8	82,3
Principales y cupones	0,1	0,1	0,0	0,0	1,0	1,3	0,0	0,0	1,1	1,4

Fuente: Banco de España.

(a) Porcentajes sobre la negociación total con terceros.

GRÁFICO III.3

Negociación con terceros

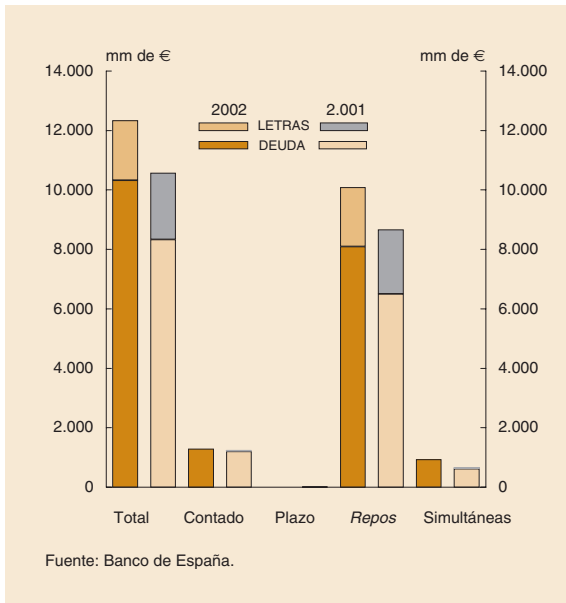
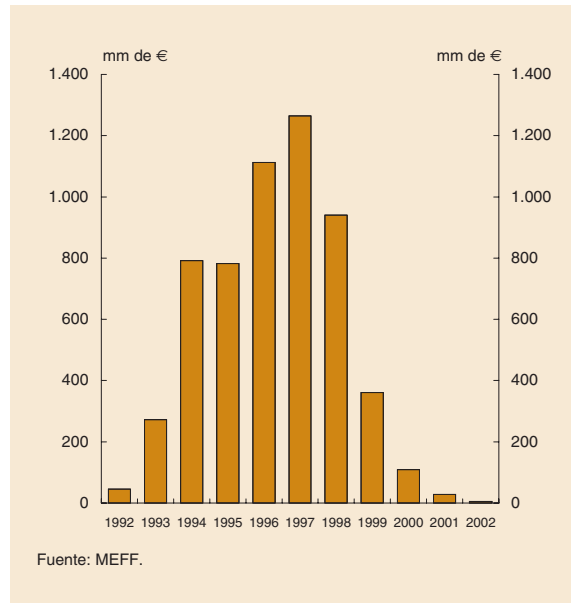


GRÁFICO III.4

Volumen de negociación del futuro sobre el bono a diez años en MEFF



III.3.2. Operaciones *repo* y simultáneas

En 2002, los volúmenes cruzados en operaciones *repo* con terceros superaron ligeramente los 10 billones de euros, lo que supuso un crecimiento del 16,4 % en relación con la contratación de 2001. Esta modalidad de contratación mantiene una cuota cercana al 82 % en el total de la negociación con terceros y se realiza con letras del Tesoro en una cuarta parte y, fundamentalmente, con bonos y obligaciones en las tres cuartas partes restantes. De este modo, la negociación con instrumentos segregados continúa siendo poco relevante en este ámbito de contratación.

En esta contratación, las gestoras dan contrapartida en nombre propio en casi la totalidad de los volúmenes cruzados, con independencia del instrumento negociado. No obstante, se observa también en esta operativa que las relativamente pocas operaciones registradas por orden conjunta de las partes tienen volúmenes medios superiores a los observados en aquellas operaciones en las que las entidades gestoras dan contrapartida a los terceros en nombre propio.

Por lo que se refiere a las operaciones simultáneas, su contratación, como se comentó más arriba, creció un 43,4 %, hasta situarse en los 936 mm de euros. Esta negociación se realizó casi íntegramente con bonos y obligaciones. En el año 2002, la contratación en simultáneas siguió ganando peso en el conjunto de la negociación con terceros y se situó en el 7,6 %.

Si bien durante 2002 las entidades dieron contrapartida en nombre propio en todas las ope-

raciones simultáneas con terceros, los volúmenes medios por operación son muy ilustrativos de que en esta contratación participan básicamente grandes inversores, mientras que la inversión minorista sigue tomando posiciones temporales en el mercado mediante la operativa en *repo*. En efecto, mientras en esta última el volumen medio por operación se halla en 2,4 millones de euros, el tamaño medio de una operación simultánea con terceros asciende a 35,4 millones de euros.

Sin embargo, para concluir, es preciso señalar que ambos tipos de operativa son similares en sus cortos plazos de negociación, característica esta que también estaba presente en la negociación entre titulares.

III.4. MERCADOS DERIVADOS (3)

En 2002, los mercados europeos de productos derivados de la deuda pública (4) han continuado la tendencia observada en años anterior-

(3) MEFF, EUREX, MATIF y LIFFE son, respectivamente, Mercado Español de Futuros Financieros, European Financial Futures Exchange, Marché à Terme International de France y London International Financial Futures and Options Exchange.

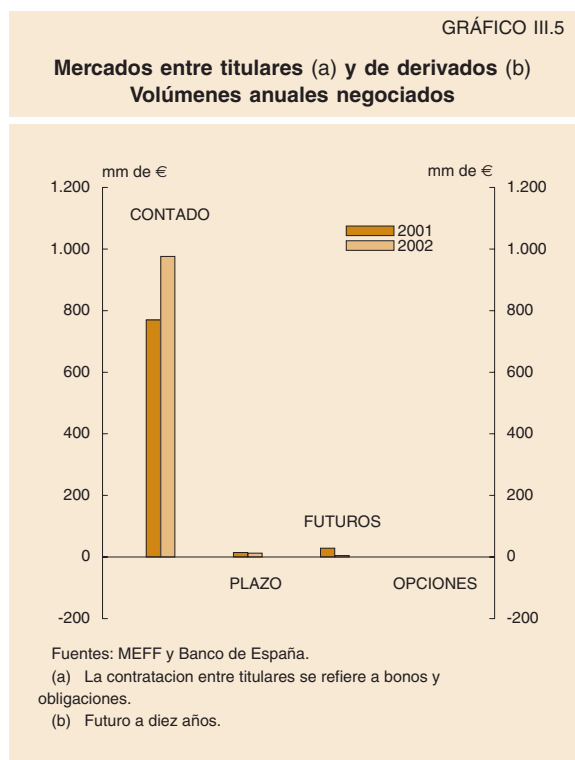
(4) Mientras en MEFF el único contrato derivado de deuda pública es el futuro sobre el bono nacional español a diez años, en EUREX se siguen negociando contratos de futuro y opción sobre el bono alemán a dos, cinco y diez años; en MATIF, futuros sobre deuda pública francesa a cinco y diez años; y en LIFFE, contratos de futuro y opción sobre deuda pública inglesa a largo plazo, así como futuros sobre deuda pública japonesa a largo plazo y sobre el bono alemán a dos años —este último, desde junio de 2002—.

res hacia la concentración de la actividad en el mercado alemán, que abarca ya el 97 % del volumen total negociado.

La contratación de estos instrumentos en EUREX (4) siguió aumentando, aunque de forma más moderada que en el período anterior. Así, en 2002 alcanzó un volumen de negociación un 9 % superior al de 2001, mientras el incremento en dicho año con respecto a 2000 fue del 46 %. También LIFFE, que se incorporó a EURONEXT a principios de 2002, vio aumentar su actividad en este segmento un 15 %. Mientras tanto, la negociación en MATIF fue un 99,9 % inferior a la de 2001, con lo cual la actividad total en EURONEXT descendió un 55 %. En lo que se refiere exclusivamente a la contratación del futuro sobre el bono a diez años, las cifras muestran un panorama similar, avanzando EUREX un 7 % y LIFFE un 15 %, mientras MATIF retrocede un 99,9 %.

En este contexto, MEFF mantuvo la tendencia decreciente iniciada en 1998 (véase gráfico III.4), alcanzando un volumen total de contratación a final de 2002 de 5.443 millones de euros, que supone un 81 % menos de negociación que en 2001 (5). Además, se acentuó la pérdida de peso relativo del mercado de futuros en el conjunto del mercado español de

(5) La posición abierta a 31 de diciembre de 2002 fue de 19,2 millones de euros, un 94 % inferior a la cifra de 2001.



deuda, ya que, como venía ocurriendo en años anteriores, el retroceso del mercado de derivados tuvo lugar a pesar del aumento de la negociación de bonos y obligaciones entre titulares, que en 2002 creció un 27 % en operaciones al contado con respecto a 2001 (véase gráfico III.5).

IV. Distribución de saldos por grupos de agentes

IV.1. DISTRIBUCIÓN DE SALDOS VIVOS

En 2002, como ya quedó reflejado en el capítulo II, se quebró la tendencia de reducción de los saldos vivos de letras del Tesoro que se venía observando en los últimos años. Aunque el aumento de 0,2 mm de euros en este tipo de instrumentos es de escasa cuantía, supone un cambio de tendencia relevante, puesto que este saldo se había venido reduciendo desde mediados de 1997. También se registraron aumentos, en 2002, en los saldos de bonos y obligaciones (8,3 mm de euros) y en los principales y cupones segregados (1,7 mm de euros) (1).

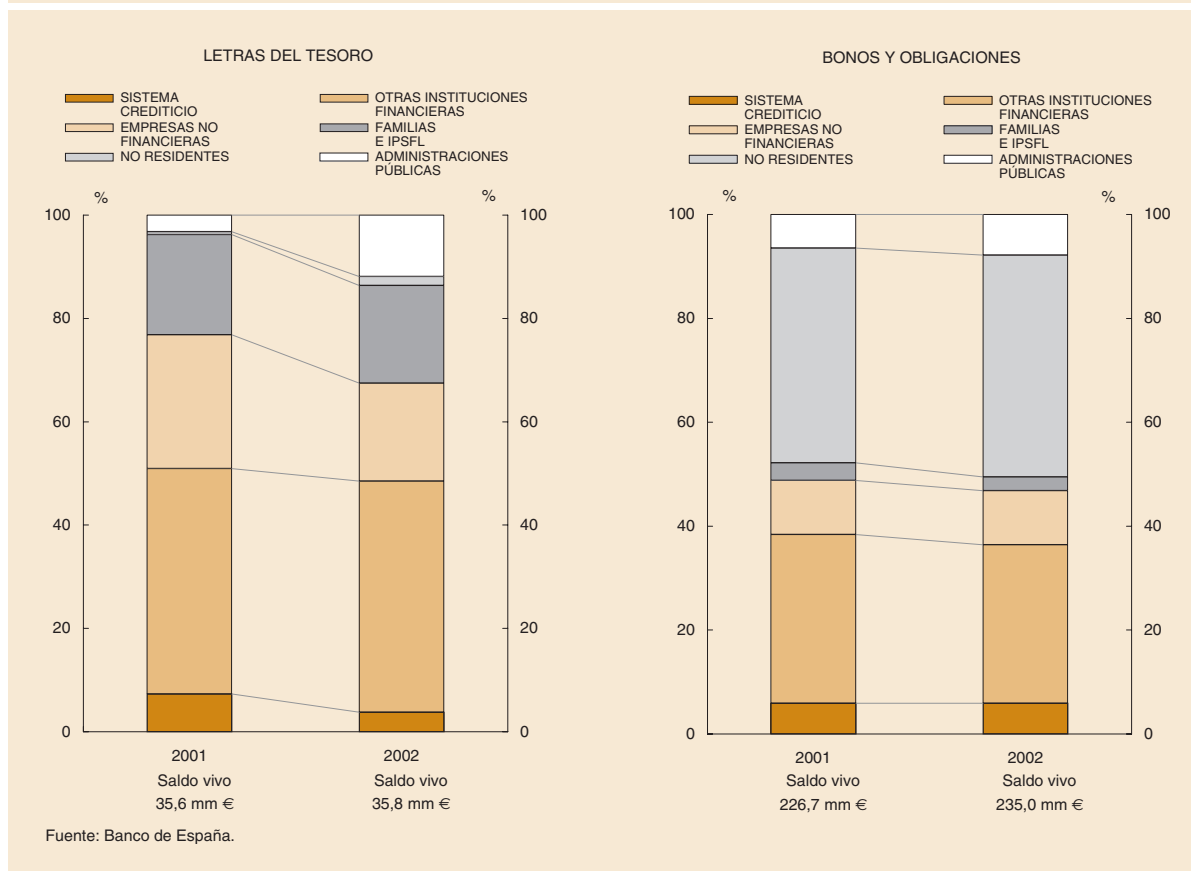
Por el contrario, en lo que respecta a la distribución de saldos entre los distintos agentes, el comportamiento de los inversores no residentes y de los fondos de inversión observado en los dos años anteriores se mantuvo en el pasado 2002. En efecto, mientras los no residentes siguieron acumulando valores públicos españoles, los fondos de inversión redujeron sus tenencias; no obstante, hay que señalar que esta evolución viene determinada por lo observado en las tenencias de bonos y obligaciones, al ser sus variaciones muy superiores a las registradas en el caso de las letras del Tesoro y, por supuesto, en el de los instrumentos segregados.

En lo que se refiere a bonos y obligaciones, mientras los inversores no residentes aumentaron sus carteras en 7 mm de euros (esto es, más del 80 % del aumento del saldo de estos instrumentos en 2002), los fondos de inversión redujeron sus carteras en 3,9 mm de euros. Con estas variaciones, el primer grupo de inversores es propietario del 42,7 % del saldo vivo de bonos y obligaciones, mientras que el segundo ha reducido su participación hasta el 15,9 %.

Por lo que respecta a las letras del Tesoro, estos dos grupos de inversores aumentaron sus tenencias: 1,9 mm de euros en el caso de los fondos de inversión y 0,4 mm de euros en el caso de los no residentes. Así, los fondos de inversión, a finales del 2002, mantenían en sus carteras el 31,2 % del saldo vivo de letras del Tesoro. Por su parte, los no residentes siguen teniendo en este ámbito una importancia muy reducida, ya que sus carteras solamente alcanzan 0,6 mm de euros, es decir, un 1,7 % del saldo vivo de estos instrumentos.

(1) Conviene recordar que las cifras de saldos de bonos y obligaciones facilitadas en este capítulo no han de coincidir necesariamente con las recogidas en el capítulo II, dedicado al mercado primario, debido al tratamiento diferenciado de los principales y cupones segregados, instrumentos que no emite el Tesoro, sino que resultan de la actividad de los participantes en el mercado. De este modo, los saldos vivos de bonos y obligaciones recogidos en el capítulo II serán necesariamente mayores que los comentados en este.

Deuda del Estado Distribución porcentual de saldos registrados



Si a los fondos de inversión se les 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 a finales de 2002 se situarían en el 44,7 % del saldo vivo de letras del Tesoro y en el 30,5 % del saldo vivo de bonos y obligaciones.

Por otro lado, las tenencias de las empresas no financieras se redujeron en 2,4 mm de euros en el caso de las letras, mientras que aumentaron en 0,5 mm de euros en el caso de los bonos y obligaciones. Por su parte, las familias redujeron sus carteras de ambos tipos de instrumentos: 0,1 mm de euros en letras del Tesoro y 1,5 mm de euros en bonos y obligaciones.

Por lo que respecta a las Administraciones Públicas, sus saldos de valores públicos vienen determinados, principalmente, por el sistema de subastas de liquidez del Tesoro. Debido a él, los saldos registrados a favor de este grupo de agentes se situaron, a cierre de 2002, en 4,2 mm de euros en el caso de las letras y en 18,2 mm en el caso de los bonos y obligaciones. No obstante, conviene señalar que las tenencias deriva-

das de este sistema tienen carácter temporal y que, por tanto, las carteras mantenidas a vencimiento (0,4 mm de euros en letras del Tesoro y 5,4 mm de euros en bonos y obligaciones) no responden a esta operativa, sino a otros hechos, entre los que destaca la materialización del fondo de reserva de la Seguridad Social.

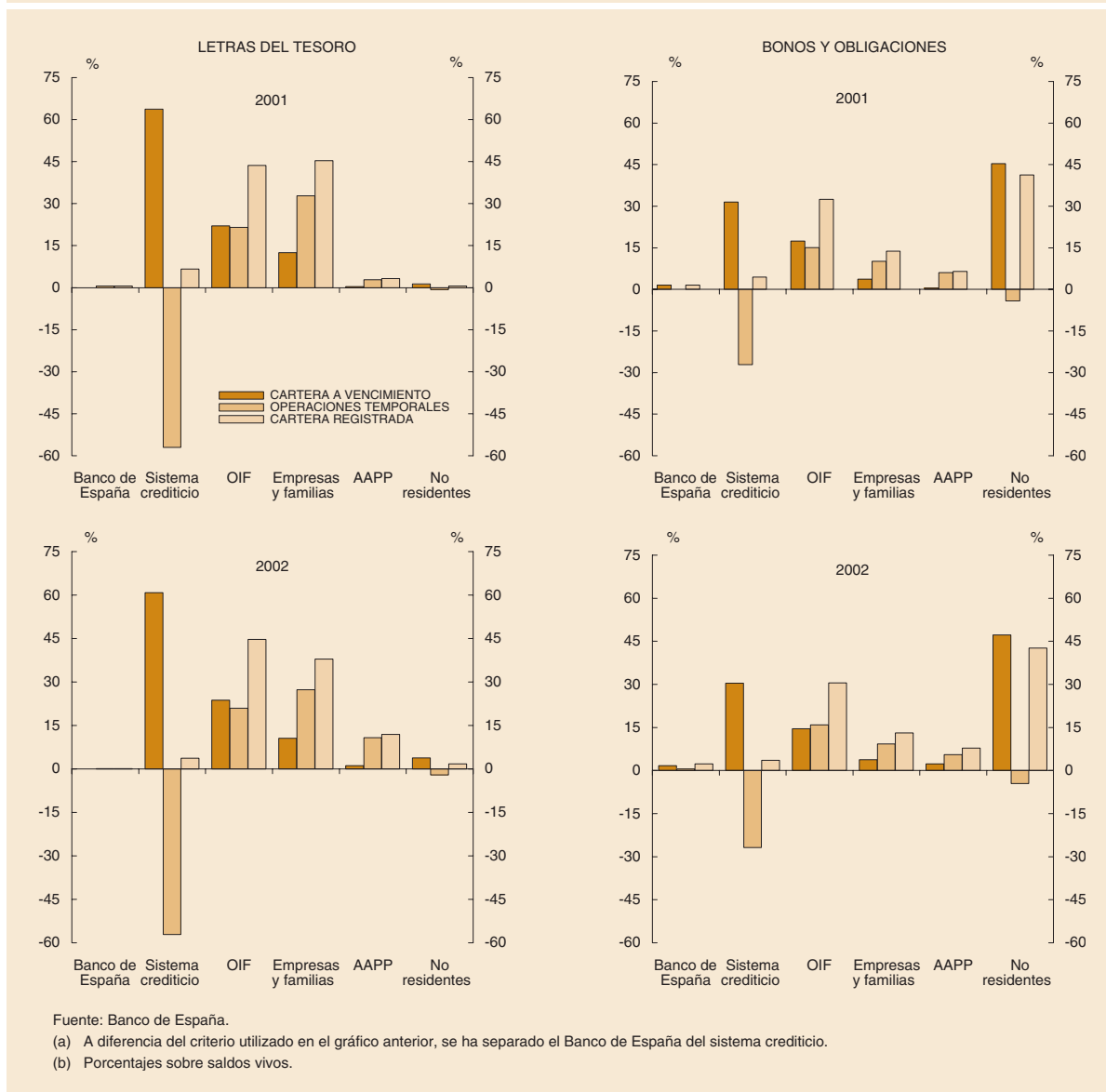
Como ya se apuntó en la edición anterior de esta Memoria, los saldos registrados a favor del Banco de España son muy cercanos a los que mantiene a vencimiento, debido a que sus adquisiciones temporales de deuda al sistema bancario, en el marco de las operaciones de mercado del Eurosistema, se han visto sustituidas, en gran medida, por la operativa de gestión de liquidez del Tesoro.

Por último, el sistema crediticio, que ha servido de contrapartida al resto de movimientos, registró una caída en su cartera de letras del Tesoro, cifrada en 1,2 mm de euros, y un aumento en la de bonos y obligaciones, cifrado en 0,5 mm de euros.

Todas estas variaciones pueden observarse en el gráfico IV.1, en el que se representan las

GRÁFICO IV.2

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



carteras registradas de letras del Tesoro y de bonos y obligaciones de cada grupo de agentes, para los años 2001 y 2002, como porcentajes de los correspondientes saldos vivos. En el apéndice estadístico, el cuadro A.14 recoge las carteras registradas de letras del Tesoro, bonos y obligaciones, y principales y cupones segregados, mientras que el cuadro A.15 recoge, para los mismos tipos de activos, las carteras a vencimiento.

También en términos porcentuales sobre los saldos vivos de letras del Tesoro y de bonos y obligaciones correspondientes a los años 2001 y 2002, el gráfico IV.2 muestra, para los distintos grupos de agentes, las carteras a vencimiento, las operaciones temporales netas y las

carteras registradas, con lo que se pueden identificar diversas formas de actuación. En efecto, por un lado, el sistema bancario, que actúa como intermediario, mantiene abultadas carteras a vencimiento, que refinancia mediante operaciones temporales con otras instituciones financieras, empresas, familias y, desde febrero de 2001, con el Tesoro; por otro lado, los inversores no residentes mantienen una posición muy elevada a vencimiento, concentrada en los bonos y obligaciones, y apenas la refinancian; finalmente, tanto el grupo de otras instituciones financieras —dominado por la actuación de los fondos de inversión— como las empresas no financieras y las familias complementan sus posiciones a vencimiento con adquisiciones temporales.

IV.2. EL BANCO DE ESPAÑA COMO ENTIDAD GESTORA

Los saldos mantenidos en las Cuentas Directas del Banco de España aumentaron, al igual que en años anteriores, durante el pasado 2002 y se situaron en 4.256 millones de euros, lo que supone un crecimiento del 11,7 % respecto de los niveles mantenidos al cierre de 2001. Este avance se produjo gracias al aumento de las tenencias registradas de bonos y obligaciones, cifrado en 1.057 millones de euros, que ha más que compensado la caída observada en los saldos de letras del Tesoro, cifrada en 610 millones de euros.

Con estas variaciones, al final de 2002 los saldos de letras del Tesoro totalizaban 2.452 millones de euros y representaban el 58 % de los saldos mantenidos en las Cuentas Directas del Banco de España. Por su parte, los saldos de bonos y obligaciones, que suponían el 42 % restante, ascendían a 1.804 millones de euros.

De este modo, al final del ejercicio pasado el Banco de España era la duodécima entidad gestora por tamaño de los saldos registrados. En el caso de las letras del Tesoro, se hallaba en la quinta posición, mientras que, en el caso de los bonos y obligaciones, se encontraba en la vigésima plaza.

V. Otros emisores

En el año 2002 se produjo un incremento de las emisiones de deuda de Comunidades Autónomas, el cual compensó las amortizaciones de deuda tanto autonómica como de otras instituciones públicas, dando lugar, por tanto, a un aumento del saldo vivo de deuda de otros emisores al cierre del ejercicio en la Central de Anotaciones. Sin embargo, ese incremento del saldo vivo no se reflejó en el volumen de la operativa del mercado secundario, dado que esta fue ligeramente inferior a la del año anterior. Ello se debió, sobre todo, a la reducción de la operativa en *repo* en el segmento de gestoras con terceros, el cual concentra la mayor parte de la actividad del mercado. Por otra parte, un 45 % del saldo total de deuda de otros emisores se encontraba registrado, al cierre del ejercicio, a nombre de inversores no residentes, lo cual representa un claro incremento con respecto al 35 % del año anterior. Como contrapartida, el peso relativo de los saldos registrados a nombre de cada uno de los restantes grupos de inversores considerados disminuyó.

V.1. MERCADO PRIMARIO

La emisión bruta de deuda autonómica y de otras instituciones públicas en la Central de Anotaciones fue de 4.175 millones de euros en 2002, lo que supone un incremento del 147 % con respecto al año 2001 (véase cuadro V.1).

Las amortizaciones de 2002, en cambio, fueron un 10 % inferiores a las del año anterior, y resultaron en 2.393 millones de euros. En consecuencia, la emisión neta, que en 2001 había sido negativa, fue de 1.782 millones de euros.

La totalidad de la emisión bruta correspondió a deuda autonómica, de la cual fueron amortizados 1.694 millones de euros, resultando una emisión neta de las Comunidades Autónomas de 2.481 millones de euros.

Entre ellas, la Comunidad de Madrid, que no había emitido deuda el año anterior, fue la que emitió un mayor volumen en 2002. Sus emisiones se elevaron a 1.915 millones de euros, cifra igual a la de su emisión neta, puesto que no afrontó amortizaciones durante todo el período.

La Junta de Andalucía, por su parte, emitió 1.297 millones de euros, un 32 % más que en 2001. De ellos, instrumentó 641 millones en pagarés y los 656 millones restantes en bonos y obligaciones. La emisión bruta conjunta de Madrid y Andalucía supuso, por tanto, un 77 % de la del total de las Comunidades Autónomas. No obstante, la emisión neta de Andalucía fue de solo 201 millones de euros (correspondientes a

**Deuda de Comunidades Autónomas y otras instituciones públicas
Mercado primario. Año 2002**

Millones de euros

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación (31.12.2002)
TOTAL	4.175	2.393	1.782	15.484
Comunidades Autónomas	4.175	1.694	2.481	12.384
Andalucía	1.297	1.096	201	4.244
Aragón	92	—	92	426
Baleares	—	—	—	166
Canarias	350	219	131	504
Cantabria	—	—	—	50
Castilla y León	78	—	78	483
Castilla-La Mancha	100	—	100	388
Galicia	270	—	270	1.711
Madrid	1.915	—	1.915	3.020
Murcia	31	—	31	397
Navarra	42	42	—	641
Valencia	—	337	-337	354
Otras instituciones públicas	0	699	-699	3.100
CSI	—	—	—	180
ICO	—	429	-429	2.349
INI	—	270	-270	391
RTVE	—	—	—	180

Fuente: Banco de España.

239 millones de emisión neta de bonos y obligaciones y 38 millones de amortización neta de pagarés), dado que amortizó deuda por importe de 1.096 millones de euros (679 millones instrumentados en pagarés y los 417 millones restantes, en bonos y obligaciones).

Por volumen de emisión bruta, la siguiente fue la Comunidad de Canarias, cuyos 350 millones de euros de emisión incluyen 174 millones instrumentados en pagarés, que se corresponden con amortizaciones de ese mismo instrumento por el mismo importe. Los restantes 176 millones de euros, instrumentados en bonos y obligaciones, superaron con creces las amortizaciones de 45 millones de dichos instrumentos, resultando una emisión neta de 131 millones de euros.

La emisión bruta de la Junta de Galicia fue de 270 millones de euros, y equivale a su emisión neta, dado que no atendió amortizaciones durante el ejercicio. Ese mismo caso es el de Castilla-La Mancha, por importe de 100 millones de euros; Aragón, por importe de 92 millones de euros; Castilla y León, por 78 millones de euros; y Murcia, por 31 millones de euros.

La Comunidad de Navarra, por su parte, emitió 42 millones de euros, con los que atendió su volumen de amortizaciones, dando lugar a una emisión neta nula.

Las comunidades de Cantabria y Baleares no emitieron deuda, ni tampoco la amortizaron, durante 2002, mientras que el saldo de la Generalidad Valenciana disminuyó en 337 millones de euros, como consecuencia de unas amortizaciones de ese mismo importe y una emisión bruta nula.

Igualmente, el Instituto de Crédito Oficial (ICO) y el Instituto Nacional de Industria (INI) disminuyeron sus saldos registrados en la Central de Anotaciones en importes de 429 millones de euros y 270 millones de euros, respectivamente, que corresponden a los importes de sus amortizaciones, puesto que sus emisiones brutas fueron nulas.

V.2. MERCADO SECUNDARIO

El volumen de negociación de deuda autonómica y de otras instituciones públicas en el

CUADRO V.2

**Deuda de Comunidades Autónomas y otras instituciones públicas
Volúmenes negociados (a)**

Millones de euros

	Conjunto del mercado	Entre titulares					Gestoras con terceros				
		Total	Contado	Plazo	Repos	Simultáneas	Total	Contado	Plazo	Repos	Simultáneas
1993	5.884	2.711	1.484	144	1.064	18	3.173	2.061	12	1.100	—
1994	14.418	6.449	2.260	397	2.037	1.755	7.969	3.678	270	3.792	228
1995	27.238	8.354	3.913	505	—	3.937	18.884	4.652	523	12.693	1.016
1996	44.932	16.985	6.551	841	6	9.586	27.947	9.093	853	15.266	2.735
1997	61.363	22.033	4.472	499	1.412	15.650	39.330	9.352	1.298	24.377	4.303
1998	77.519	24.028	2.681	397	397	20.555	53.490	8.805	709	35.027	8.949
1999	63.661	2.740	1.766	65	3	906	60.921	4.829	475	53.999	1.618
2000	46.550	1.261	957	48	—	256	42.289	4.132	15	40.693	449
2001	65.405	2.211	840	23	16	1.332	63.194	4.373	32	58.748	41
2002:											
Total	63.789	1.947	1.002	4	—	941	61.842	5.011	1	56.751	79
Bonos y obligaciones de CCAA	56.707	1.761	906	4	—	851	54.946	3.995	1	50.871	79
Bonos y obligaciones de otras instituciones públicas	3.386	135	65	—	—	70	3.251	408	—	2.843	—
Pagarés	3.696	51	31	—	—	20	3.645	608	—	3.037	—

Fuente: Banco de España.

(a) Los volúmenes negociados con anterioridad a 1993 son muy poco significativos, lo que es consecuencia del escaso volumen en circulación de deuda de Comunidades Autónomas y otras instituciones públicas en ese período.

mercado secundario fue, en el año 2002, de 63.789 millones de euros, lo que representa una disminución del 2,5 % con respecto al año 2001 (véase cuadro V.2).

Esta disminución se produjo en los dos segmentos de negociación del mercado. Por un lado, la operativa entre titulares de cuenta se redujo en casi un 12 %, dado que fue de 1.947 millones de euros, frente a los 2.211 millones a que se había elevado el año anterior; por otro, la contratación de gestoras con terceros fue, en el año 2002, de 61.842 millones de euros, es decir, un 2 % inferior a la de un año antes, durante el cual se habían cruzado operaciones por importe de 63.194 millones de euros.

Por otra parte, la evolución de la negociación en función de la naturaleza del emisor se repartió de manera desigual. Así, la disminución de la contratación total se produjo en la operativa con bonos y obligaciones de otras instituciones públicas y de pagarés (cuyos volúmenes respectivos se redujeron en un 50 % y un 41 %, quedando en 3.386 millones de euros y 3.696 millones de euros, respectivamente), mientras que, por el contrario, el volumen de negociación

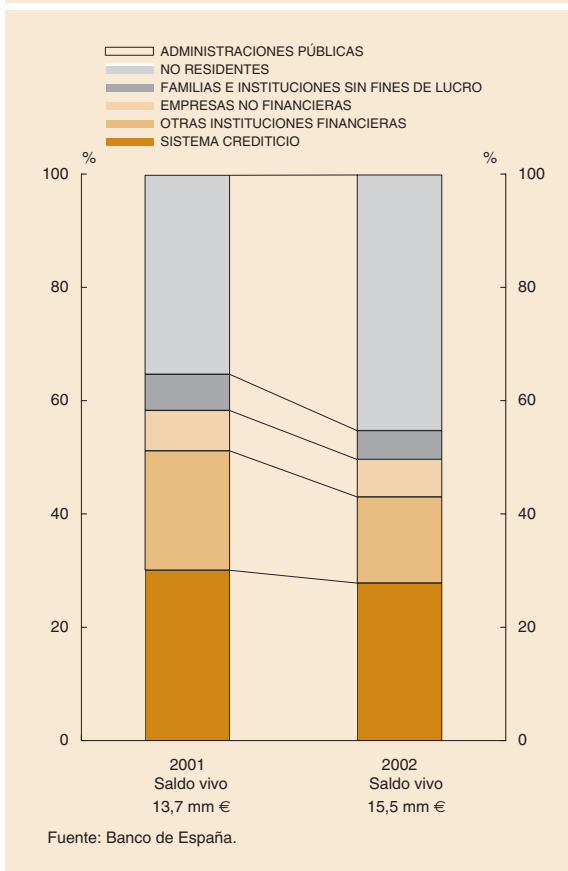
con bonos y obligaciones de Comunidades Autónomas se incrementó en más de un 8 %. Como resultado, esta negociación fue, en el año 2002, de 56.707 millones de euros, y representó un 89 % de la negociación total de deuda de otros emisores. El restante 11 % de la operativa se repartió a partes aproximadamente iguales entre negociación de bonos y obligaciones de otras instituciones públicas, y negociación de pagarés.

La reducción del volumen de contratación entre titulares de cuenta fue debida a una disminución de la negociación de simultáneas del 29 % (desde 1.332 millones de euros hasta 941 millones de euros), y, en concreto, de la de simultáneas con bonos y obligaciones de Comunidades Autónomas, dado que, si bien dicha deuda sigue representando el grueso de la operativa de simultáneas entre titulares —en 2002 supuso un 90 %—, su volumen disminuyó en un 33 %, quedando en 851 millones de euros.

Por el contrario, la contratación al contado entre titulares se incrementó en un 19 %, quedando en 1.002 millones de euros al cierre de

GRÁFICO V.1

Deuda de CCAA y otros emisores Distribución porcentual de saldos registrados



2002. Esta negociación se concentra también en la operativa con bonos y obligaciones de Comunidades Autónomas, que fue de 906 millones de euros en 2002, lo que supone un 65 % más que el año anterior.

Sin embargo, el centro de gravedad del mercado secundario de deuda de otros emisores se encuentra en el segmento de gestoras con terceros, cuyo volumen de negociación de 2002 —que fue de 61.842 millones de euros— representó un 97 % de la negociación total, a pesar de su ligera disminución del 2 % con respecto al del año 2001.

Dentro de este segmento, la mayor parte de la negociación se instrumenta a través de *repos*. En concreto, en el año 2002 las gestoras y sus clientes cruzaron operaciones *repo* por importe de 56.751 millones de euros, es decir, un 3 % menos que un año antes. De nuevo, esa negociación se concentró en operativa con bonos y obligaciones de Comunidades Autónomas, que se incrementó en un 6 % con respecto al año 2001, hasta un importe de 50.871 millones de euros. Ese incremento, sin embargo, fue contrarrestado por el descenso de la opera-

tiva en *repos* de bonos y obligaciones de otras instituciones públicas y de pagarés, cuya representación en la negociación total mantiene una evolución descendente.

Por su parte, la operativa al contado entre gestoras y terceros aumentó en un 15 %, hasta 5.011 millones de euros. Sin embargo, este incremento no fue suficiente para contrarrestar la disminución de la operativa en *repos*, por lo que la negociación total de gestoras con terceros se redujo ligeramente.

La reducción de la operativa del mercado secundario de deuda de otros emisores se compone, en definitiva, de disminuciones en la negociación de operaciones simultáneas, en el mercado entre titulares, y *repo*, en el mercado de gestoras con terceros, que no son completamente compensadas por los ligeros incrementos de los volúmenes contratados al contado en ambos segmentos. Se aprecia también un sesgo de la contratación cada vez mayor hacia la operativa con bonos y obligaciones emitidos por Comunidades Autónomas, en detrimento de la instrumentada con los emitidos por otras instituciones públicas y con pagarés.

V.3. DISTRIBUCIÓN POR INVERSORES

En el año 2002, el peso de las carteras registradas en la Central de Anotaciones a nombre de inversores no residentes se incrementó de manera notable con respecto al año anterior (véase gráfico V.1). Si, al cierre de 2001, el saldo de deuda de otros emisores registrado por no residentes suponía un 35 % del total de este tipo de deuda, al cierre de 2002 ese porcentaje se había elevado al 45 %.

En contrapartida, el peso de las carteras de cada uno de los restantes grupos de inversores disminuyó. En particular, las carteras de otras instituciones financieras (en las que se incluyen, entre otras, fondos de inversión, fondos de pensiones y entidades de seguro y previsión social) disminuyeron su peso relativo desde el 21 % hasta el 15 % en 2002.

Aunque en menor medida, también disminuyó el porcentaje que representaban las carteras registradas por el sistema crediticio, el cual era del 30 % al cierre de 2001, y de poco menos del 28 % al año siguiente. Este grupo de inversores, sin embargo, sigue siendo el segundo por volumen relativo de sus carteras registradas, por detrás del de no residentes.

El tamaño relativo de las carteras registradas a nombre de empresas no financieras apenas se alteró entre ambos ejercicios, pues pasó

del 7 % al 6,6 %, mientras que las familias e instituciones sin fines de lucro eran titulares de un 5 % del saldo registrado total al cierre de 2002, frente a poco más del 6 % un año antes. Por su parte, las carteras registradas a nombre de las Administraciones Públicas también disminuyeron ligeramente su peso relativo, y se mantuvieron, por tanto, en un nivel testimonial —que hace que apenas sea apreciable el segmento que les corresponde en lo alto de las barras del gráfico V.1—, que, al final del año 2002, era del 0,15 %.

La posición de los inversores no residentes se mantenía, prácticamente en su totalidad, a vencimiento. En efecto, el volumen de las carteras a vencimiento a nombre de este grupo de inversores, al cierre de 2002, suponía el 45 % del saldo total de deuda de otros emisores, es decir, igual porcentaje que el de sus carteras registradas. El sistema crediticio, en cambio, mantenía abierta una posición de venta tempo-

ral, al cierre del ejercicio, por importe de alrededor del 8 % del saldo total, puesto que las carteras a vencimiento en manos de este grupo de inversores representaban el 36 % del saldo total de deuda de otros emisores, es decir, ocho puntos porcentuales más que el 28 % de que era titular en términos de carteras registradas.

En sentido contrario, el peso de las carteras registradas de otras instituciones financieras excedía en poco más del 3 % al de sus carteras a vencimiento, y lo mismo ocurría en el caso de las empresas no financieras, mientras que el tamaño relativo de las carteras registradas de familias e instituciones sin fines de lucro superaba en alrededor de un 2 % al de sus carteras a vencimiento. Eran, por tanto, estos tres grupos de inversores los que mantenían abierta, a fin de año, la posición de compra temporal que era contrapartida de la posición mantenida por el sistema crediticio.

VI. Supervisión del sistema

Durante el año 2002, los servicios de inspección del Banco de España realizaron cinco inspecciones completas referidas a entidades gestoras del Mercado de Deuda Pública. Dos de las entidades inspeccionadas eran creadores de mercado. A 31 de diciembre de 2002, los saldos por cuenta de terceros por el conjunto de las entidades inspeccionadas representaban el 10 % del saldo total de deuda en la Central de Anotaciones en manos de terceros.

No se encontraron deficiencias importantes. Tan solo se observaron algunos defectos de carácter menor en el área de control interno, así como en aspectos registrales y de comunicación a la Central de Anotaciones.

En lo referente al respeto a la normativa de transparencia y protección al inversor, las prácticas se encontraron en general correctas, si bien en una entidad había algún problema con el envío de resguardos de formalización de la anotación en la renovación de operaciones.

Finalmente, se observaron también algunas imprecisiones contables, pero se trataba de problemas de muy escasa importancia.

Por otra parte, durante el año 2002 se presentaron en el Servicio de Reclamaciones del Banco de España veinte reclamaciones, quejas o consultas relacionadas con el Mercado de Deuda Pública. De ellas, trece fueron relativas al Banco de España en su papel de entidad gestora, y siete se referían a entidades de crédito.

Dos de las reclamaciones que se referían al Banco de España eran relativas a solicitudes, por parte de los reclamantes, de reinversión de letras del Tesoro a dieciocho meses, que fueron tramitadas a un año. En ambos casos se subsanó el error, compensándose al inversor por el diferencial de tipos de interés.

Las restantes reclamaciones referidas al Banco de España, que tenían, en realidad, naturaleza de consultas o de solicitudes de información, fueron puntualmente atendidas.

De las siete reclamaciones relativas a entidades de crédito, cuatro hacían referencia a la gestión de Deuda Pública. Una de ellas fue motivada por la no reinversión de letras del Tesoro con respecto a las que había orden de renovación permanente; otra se debió a la discrepancia con la cantidad invertida en Deuda del Estado por cuenta del reclamante; en una tercera, el motivo de la reclamación fue la realización, por parte de la entidad gestora, de una operación de cesión temporal de Deuda Pública con cargo a una cuenta de valores a nombre de varios herederos del titular original, sin autorización de estos; en cuarto lugar,

la reclamación se concretaba en una solicitud de certificado del asiento de la Central de Anotaciones por compra de Deuda Pública. De las cuatro reclamaciones, dos dieron lugar a la elaboración de informe favorable al reclamante, por parte del Servicio de Reclamaciones, y las otras dos se resolvieron con informe favorable a la entidad.

Las otras tres reclamaciones relativas a entidades de crédito tuvieron causas variadas. Una

de ellas se refería a la comisión cargada por suscripción y venta de letras del Tesoro. Otra fue resultado de la solicitud del efectivo de títulos depositados en garantía, al fallecimiento de su titular. La tercera fue motivada por la discrepancia del reclamante con la rentabilidad de las letras del Tesoro. Las dos primeras dieron lugar a informe del Servicio de Reclamaciones favorable a la entidad, mientras que la tercera había prescrito.

VII. Innovaciones

El año 2002 ha sido muy positivo para la deuda pública española. Tras obtener, en diciembre de 2001, la máxima calificación por parte de la agencia de calificación crediticia Moody's, sus diferenciales con respecto a la deuda emitida por otros emisores de la zona euro iniciaron una disminución hacia niveles históricamente bajos, llegando a situarse, a principios de diciembre de 2002, en un diferencial a diez años de siete puntos básicos respecto a Alemania y de cero puntos básicos frente a Francia.

Entre los principales cambios acontecidos en el mercado español de deuda durante 2002 destacan la puesta en marcha de una nueva plataforma de negociación de deuda pública, MTS España, y la culminación del proceso integrador de los mercados financieros. En este sentido, se produjo la constitución formal de Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A., como resultado de la unión de las cuatro bolsas españolas, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV), el mercado de futuros sobre cítricos FC&M y el Holding de Mercados Financieros, integrado, a su vez, por MEFF, AIAF y SENAF.

Otro de los acontecimientos más significativos del año ha sido la entrada en vigor de la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, que ha proporcionado una base legal para iniciativas innovadoras. Entre ellas está la fusión de CADE y el SCLV, dando lugar a la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (Iberclear), que estará finalmente integrada en el Holding.

Por otro lado, se modificó la figura de Creador de Mercado de Deuda Pública del Reino de España y se eliminó la de Entidad Negociante de Deuda Pública. Asimismo, el Tesoro introdujo ciertas novedades en su política, adoptando nuevos procedimientos de emisión y concentrando los volúmenes en un menor número de subastas. Y, por último, se regularon las emisiones de deuda pública local y se modificaron ciertas normas reglamentarias para facilitar que esta disfrutase en la práctica de los mismos beneficios y condiciones que la deuda del Estado, a los que tiene derecho por ley desde 1998.

VII.1. CAMBIOS EN LAS FIGURAS DE CREADOR DE MERCADO Y ENTIDAD NEGOCIANTE DE DEUDA PÚBLICA

Los principios básicos de la regulación de las figuras de Creador de Mercado y Entidad

Negociante de Deuda Pública del Reino de España fueron establecidos por la Orden Ministerial de 10 de febrero de 1999, y desarrollados, respectivamente, por la Resolución de 11 de febrero de 1999 (1) y la Resolución de 4 de marzo de 1999, ambas de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (DGTPF).

Los criterios relativos a los Creadores de Mercado fueron modificados por la Resolución de 20 de febrero de 2002, de la DGTPF, que derogó la Resolución de 11 de febrero de 1999 y redefinió las condiciones de colaboración de estas entidades con el Tesoro. Con respecto a la actividad de colocación de valores de deuda pública, se modificaron las condiciones que les eximían de la obligación de participar en las subastas; y con respecto a la negociación en el mercado secundario, se ampliaron las obligaciones de cotización a las que estaban sujetos para garantizar su liquidez. Además, la citada Resolución eliminó la figura de Entidad Negociante de Deuda Pública del Reino de España.

Estos cambios respondían a la necesidad de reforzar la actividad de los Creadores en el mercado de deuda del Estado para que esta conservase su atractivo en términos de liquidez, en un entorno caracterizado por un aumento de la competencia derivado de la implantación de la moneda única y la introducción de las nuevas tecnologías de la información en los mercados de capitales. Pero, con el objetivo de ampliar el ámbito de colaboración de los Creadores con el Tesoro para abarcar no solo el mercado de bonos y obligaciones, sino también el de letras, ya en 2003 ha sido aprobada la Resolución de 5 de marzo de 2003, de la DGTPF, por la que se regulan los Creadores de Mercado de Deuda Pública del Reino de España y que sustituye a la Resolución de 20 de febrero de 2002.

Entre las principales novedades que introduce cabe citar la modificación de la segunda vuelta que se concede a los Creadores de Mercado de Bonos y Obligaciones. En este sentido, se limita la exclusividad en el acceso a aquellos Creadores que cumplan al menos una de las dos condiciones siguientes: haber cumplido los mínimos de cotización durante el último período de evaluación precedente a la subasta o haber resultado, de acuerdo con la evaluación mensual, más activos en los últi-

(1) Esta Resolución fue modificada por la Resolución de 31 de julio de 2001, de la DGTPF, con el objetivo de introducir mayor flexibilidad, permitiendo a la DGTPF alterar las condiciones de cotización, previo acuerdo con los Creadores de Mercado.

mos períodos de evaluación precedentes a la subasta (2).

Otra aportación de esta norma es la creación de la figura de Creador de Mercado de Letras, a imagen de la de Creador de bonos y obligaciones en cuanto a condiciones de acceso, pérdida de dicha condición, derechos, obligaciones y evaluación, aunque con algunas diferencias. Entre ellas destacan las que afectan al precio de adjudicación y a la fecha e importe de la segunda vuelta. Así, las peticiones de los Creadores de letras serán adjudicadas al precio marginal redondeado resultante de la fase de subasta (3), la segunda vuelta se desarrollará entre la resolución de la subasta y las doce horas del día hábil posterior al de la celebración de la misma (4), y el importe emitido en ella será, como máximo, para cada letra, del 12 % del nominal adjudicado en la fase de subasta (5). Otra diferencia significativa es que los Creadores de letras no podrán segregar y reconstituir valores de deuda del Estado, actividad que queda limitada exclusivamente a los Creadores de bonos y obligaciones. Por último, mientras los Creadores de bonos y obligaciones solamente podrán participar en las operaciones de gestión y colocación de la deuda del Tesoro, los Creadores de letras también podrán acceder en exclusiva a operaciones de tesorería, como son las subastas de liquidez.

VII.2. NOVEDADES EN LA POLÍTICA DEL TESORO

Uno de los hechos más destacados de la política del Tesoro en 2002 fue la utilización del procedimiento de sindicación para poner en circulación la nueva obligación de referencia a quince años. La flexibilidad que supone para el Tesoro el poder elegir entre procedimientos de subasta y de sindicación, según convenga en

(2) Los primeros podrán obtener, como máximo, en la segunda vuelta, previa presentación de la correspondiente petición, el importe resultante de aplicar su coeficiente de participación en las adjudicaciones de las dos últimas subastas de ese bono al 20 % del nominal adjudicado en la fase de subasta. Para los segundos, el porcentaje es del 4 % adicional.

(3) Para bonos y obligaciones se utiliza el precio medio ponderado.

(4) La fecha límite para bonos y obligaciones son las doce horas del segundo día hábil posterior a la subasta.

(5) En bonos y obligaciones este porcentaje es del 24 %. Por otro lado, el 20 % y 4 % adicional del nominal adjudicado en la subasta —corregido por el coeficiente de participación— que pueden obtener como máximo los Creadores de bonos y obligaciones en la segunda vuelta pasarán a ser, en el caso de las letras, del 10 % y 2 %, respectivamente.

cada caso (6), constituye una innovación positiva.

Pero no es esta la única novedad en las subastas de bonos y obligaciones. En 2002 solo se celebraron 27 subastas, frente a las 36 del año anterior, lo que se tradujo en un mayor volumen por subasta. Además, las referencias que se subastaron cada día se fijaron al principio de cada trimestre, de acuerdo con el nuevo sistema de calendario, lo que permitió adaptar la oferta a la demanda del mercado sin perder el carácter predecible de las subastas. Otra novedad relevante se refiere a la resolución de las subastas. Aunque, en general, se mantuvieron los procedimientos de emisión, para el caso de las obligaciones del Estado a diez años se aplicó el sistema multiprecio, en lugar del sistema holandés modificado habitualmente utilizado (7). El objetivo de esta medida era evitar la presentación de pujas a precios superiores a los del mercado secundario. Sin embargo, dado que el nuevo procedimiento de emisión no ha eliminado esa práctica, a partir de febrero de 2003 todas las subastas han vuelto a resolverse por el sistema holandés modificado.

Mención aparte merece el mercado de letras del Tesoro, que ha sido objeto de una marcada reforma. La puesta en marcha de la moneda única y la negociación en plataformas electrónicas han reducido el carácter nacional que estos instrumentos han tenido tradicionalmente en Europa. En España, sin embargo, el porcentaje de letras en circulación colocadas en manos de no residentes es solo del 3,3 %, lo cual contrasta

con la participación de los inversores extranjeros en bonos y obligaciones, que supera el 40 %.

En este contexto, el Tesoro ha adoptado una serie de medidas encaminadas a colocar al mercado español entre los líderes de la zona euro. Ya en 2001 se modificaron las fechas de vencimiento de las nuevas letras puestas en circulación, de manera que, a partir de agosto de 2002, el Tesoro realiza una única subasta mensual a doce y dieciocho meses. Frente al sistema anterior de subastas quincenales, el cambio supuso una reducción a la mitad del número de referencias en circulación y un incremento de su volumen, con la consiguiente potenciación de su liquidez. En septiembre de 2002 se puso en marcha una segunda fase de reforma que afecta tanto al mercado primario como al secundario. En el mercado primario se concentran los vencimientos, que se producirán, a partir de febrero de 2004, en los meses pares del año. Asimismo, se subasta una misma referencia en varias ocasiones (8), lo cual facilita la acumulación de saldos en circulación por cada referencia, que superará, en 2004, los 5.000 millones de euros, garantizando la liquidez de estos activos. Por otra parte, para conseguir que desde el primer momento cada nueva referencia de letras sea plenamente líquida, el primer tramo, subastado a dieciocho meses, será mayor.

En cuanto al mercado secundario de letras del Tesoro, dos medidas contribuirán a mejorar su transparencia y liquidez. Por un lado, se incorporan las letras a las dos plataformas españolas de negociación, Senaf y MTS España; y, por otro, aparece la figura del Creador de Mercado de Letras, como se comentó en el apartado anterior.

VII.3. DEUDA DE LAS ENTIDADES LOCALES

La Ley 50/1998, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social, que introdujo modificaciones en la Ley 39/1988, de 28 de diciembre, reguladora de las Haciendas Locales, equiparó los beneficios y condiciones aplicables a las emisiones de deuda pública de las entidades locales con las del Estado (9). En 2002 se publicó el Real Decreto

(6) Para emitir volúmenes elevados de determinados instrumentos puede resultar más adecuada la sindicación, ya que, en principio, facilita una mejor distribución entre inversores nacionales e internacionales, al tiempo que garantiza la colocación de un importante volumen entre los inversores finales desde el primer día de su emisión. En el caso que nos ocupa, el propósito del Tesoro era convertir esta obligación en una referencia a nivel internacional, aprovechando el máximo *rating* crediticio otorgado a la deuda española por la agencia de calificación Moody's en diciembre de 2001. Los resultados, teniendo en cuenta que se trata de una referencia con vencimiento largo y algo atípico para otros emisores, fueron sobresalientes. Se alcanzó un volumen de órdenes de compra superior a los 9.000 millones de euros, de los cuales se colocaron 5.000 millones, lo cual facilitó su admisión a corto plazo en las principales plataformas internacionales de negociación de deuda. De hecho, el 83 % de la emisión se colocó fuera de España.

(7) El sistema multiprecio consiste en adjudicar todas las peticiones aceptadas al precio ofrecido incrementado en el importe del cupón corrido. El sistema holandés modificado resulta de combinar elementos de la subasta holandesa (o de precio único) con elementos de la subasta convencional (o de precios múltiples). Así, las peticiones realizadas al precio mínimo se adjudican a este precio; las peticiones entre el precio mínimo y el precio medio ponderado redondeado pagan el precio pujado, y las peticiones por encima del precio medio ponderado redondeado y las no competitivas pagan el precio medio ponderado redondeado. En todos los casos el precio se incrementa por el cupón corrido.

(8) Desde 2002 el Tesoro ha empezado a subastar cada referencia un total de cuatro veces, emitiéndola con 18, 17, 12 y 11 meses al vencimiento, y a partir de febrero de 2003 cada referencia se subasta en seis ocasiones —a 18, 17, 12, 11, 6 y 3 meses—.

(9) Este hecho afectó, entre otros, a los siguientes aspectos: sustitución del otorgamiento de escritura pública por la publicación en el BOE como requisito para la representación de las emisiones mediante anotaciones en cuenta, supresión de la necesidad de la verificación previa por la Comisión Nacional del Mercado de Valores para la admisión a negociación y la posibilidad de negociar la deuda pública local en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.

705/2002, de 19 de julio, por el que se regula la autorización de las emisiones de deuda pública de las entidades locales, con una doble finalidad. Por una parte, regular el procedimiento para la autorización por el Ministerio de Hacienda de las emisiones de deuda pública local, y, por otra, modificar diversas normas reglamentarias que dificultaban, en la práctica, que los beneficios y condiciones de la deuda del Estado se extendieran a las emisiones de deuda pública local.

VII.4. APROBACIÓN DE LA LEY DE MEDIDAS DE REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO

La principal novedad acontecida en 2002 en el ámbito de los mercados financieros españoles fue la aprobación de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (LMRSF). Dicha Ley recoge una serie de medidas necesarias para adaptar el sistema financiero a los cambios experimentados por los mercados, que tienden cada vez más hacia el desarrollo de las nuevas tecnologías de la información, la desintermediación financiera, los procesos de integración y el aumento de la competencia. Dos de los objetivos de la LMRSF son el fomento de la eficiencia en el mercado de valores y el impulso a la competitividad de la industria financiera. Entre las medidas que dispone para conseguirlos destacan, a efectos de esta Memoria, las que se refieren al Mercado de Deuda Pública.

Así, para favorecer la eficiencia de la industria se establecen medidas encaminadas a integrar los distintos sistemas de registro, compensación y liquidación de valores. En este sentido, como se detalla en el apartado correspondiente, se regula un régimen flexible y abierto por el que se crea Iberclear, Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A., mediante un proceso de fusión del SCLV y CADE, en el que se podrán integrar los otros sistemas ya existentes —los de derivados o los gestionados por las Bolsas de Valencia, Bilbao y Barcelona—.

Por otra parte, y también con el propósito de fomentar la eficiencia en el mercado, se da fundamento legal para la creación de una o varias entidades de contrapartida central. Estas entidades, actuando por cuenta propia, aseguran la liquidación de las operaciones contratadas en los mercados de valores. Su característica principal es la de interponerse entre las partes contratantes, asumiendo como propias las obligaciones de ejecución de las distintas órdenes de transferencia de valores o efectivo introducidas por los participantes, y gestionando el riesgo que se deriva de esta interposición mediante la

exigencia de garantías. Su supervisión corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y al Banco de España.

Por último, con el objetivo de dotar de una mayor flexibilidad en la gestión de balances a las entidades financieras, se crea un nuevo producto financiero, las «cédulas territoriales», basando su regulación en la de las cédulas hipotecarias. Se trata de valores de renta fija cuyo capital e intereses estarán especialmente garantizados por los préstamos y créditos concedidos por el emisor al Estado, las Comunidades Autónomas, los Entes Locales, los organismos autónomos y las entidades públicas empresariales o de naturaleza análoga del Espacio Económico Europeo. Estarán representados mediante anotaciones en cuenta y podrán ser admitidas a negociación en los mercados de valores y adquiridas por las entidades financieras para integrar sus carteras de inversión. Así, las cédulas territoriales amplían el conjunto de garantías admisibles en las operaciones de política monetaria y, al ser negociados en AIAF, estarán registrados en la Central de Anotaciones. Con esta figura se pretende que las entidades de crédito dispongan de una posibilidad de refinanciación de sus créditos frente a las Administraciones Públicas regionales o locales, y al mismo tiempo eliminar la ventaja competitiva de otros países comunitarios en los que ya se utiliza este instrumento.

VII.5. CAMBIOS EN LA ORGANIZACIÓN DE LA INDUSTRIA DE MERCADOS FINANCIEROS ESPAÑOLES

El Mercado español de Deuda Pública experimentó en 2002 cambios sustanciales de organización. En el mercado secundario destaca la entrada de una nueva plataforma de negociación, MTS España. Pero, en lo que a organización del mercado se refiere, el acontecimiento más significativo de 2002 ha sido, sin duda, la conclusión del proceso de integración de mercados iniciado en años anteriores, con la creación de Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A.

VII.5.1. MTS España

Uno de los mayores cambios experimentados en 2002 por el mercado secundario de deuda pública ha sido la creación de un segundo Sistema Organizado de Negociación que opera sobre deuda pública en nuestro país, MTS España. En un contexto de competencia entre Senaf y MTS España, la negociación de deuda, que ha mostrado un notable impulso a

lo largo de 2002, ha tendido a concentrarse en las plataformas electrónicas de negociación.

Otro hecho destacable es la introducción de nuevos valores en ambas plataformas de negociación. Como se comenta más arriba, las dos han incluido las letras del Tesoro entre los productos negociados, además de un segmento para la negociación de simultáneas, en la modalidad de garantía tanto genérica como específica.

VII.5.2. Iberclear

Iberclear, nombre comercial de la Promotora para la Sociedad de Gestión de los Sistemas Españoles de Liquidación, S.A., fue constituida el 7 de junio de 2000 por el SCLV y el Banco de España. Surgió como el embrión de un futuro Depositario Central de Valores de España, que unificaría la gestión de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores en el ámbito nacional, y cuya creación formal quedaba pendiente de la aprobación de la LMRSF, finalmente alcanzada en 2002.

Pero anteriormente a la entrada en vigor de la LMRSF ya se habían dado pasos importantes en el proyecto de unificación de los Sistemas de Registro y Liquidación de Renta Fija. El 9 de julio de 2001, todos los valores denominados en euros admitidos a negociación en AIAF Mercado de Renta Fija fueron incorporados a la plataforma técnica que gestiona CADE, manteniendo el SCLV la responsabilidad última respecto al registro y liquidación de los mismos. Dichos valores representaban alrededor del 80 % de la contratación en AIAF, de modo que su incorporación suponía, en la práctica, la unificación en una misma plataforma técnica de los procesos de registro y liquidación de los valores de renta fija denominados en euros negociados en los dos mercados mencionados. El 28 de enero de 2002 se incorporaron los valores que todavía estaban denominados en pesetas, y con ello el tratamiento operativo básico de todos los valores negociados en AIAF quedó equiparado al de los valores emitidos por el Tesoro español y las Comunidades Autónomas registrados en CADE (10). Esta integración incrementa la agilidad a la hora de utilizarlos como garantía de las operaciones de crédito con el Sistema Europeo de Bancos Centrales.

Con la entrada en vigor de la LMRSF se produjo finalmente la creación formal de Iberclear, propietaria de los sistemas de liquidación de valores que antes gestionaban el Banco de

(10) En concreto, las operaciones sobre dichos valores pueden ser liquidadas operación a operación (por brutos) y en tiempo real, incluso en el mismo día de su negociación (liquidación en D+0).

España y el SCLV. Para ello, la LMRSF modificó la Ley del Mercado de Valores (Ley 24/1988), que establecía una división de facultades entre el SCLV y el Banco de España, según la cual se encomendaba al SCLV el registro, compensación y liquidación de los mercados bursátiles y permitía que realizase estas mismas funciones para AIAF Mercado de Renta Fija, mientras el Banco de España gestionaba CADE. Las funciones encomendadas a esta nueva sociedad son: 1) llevar el registro contable correspondiente a valores representados por medio de anotaciones en cuenta, admitidos a negociación en las Bolsas de Valores o en el Mercado de Deuda Pública, así como a los valores admitidos a negociación en otros mercados secundarios oficiales, cuando sus órganos rectores lo soliciten; 2) gestionar la liquidación y, en su caso, la compensación de valores y efectivo derivada de las operaciones ordinarias realizadas en las bolsas de valores, de las operaciones realizadas en el Mercado de Deuda Pública y, en su caso, en otros mercados secundarios oficiales (11); y 3) las demás que le encomiende el Gobierno, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en su caso, del Banco de España.

Por tanto, el registro contable de los valores admitidos a negociación en el Mercado de Deuda Pública ha pasado a corresponder únicamente a Iberclear, como registro central, y a las entidades gestoras. Además de estas últimas, también podrán mantener cuentas de valores en Iberclear el Banco Central Europeo, los Bancos Centrales Nacionales de la UE y los Depositarios Centrales de Valores (12), así como los centros de compensación interbancaria, al objeto de gestionar el sistema de garantías.

VII.5.3. El holding «Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A.»

El 15 de febrero de 2002 se constituyó formalmente «Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A.», propietaria del 100 % de las acciones de las cuatro bolsas españolas, el SCLV, el mercado de futuros sobre cítricos FC&M y el Holding de Mercados Financieros españoles,

(11) Todo esto sin perjuicio de que, respecto de los valores admitidos a negociación en una única Bolsa de Valores, las Comunidades Autónomas con competencia para ello dispongan la creación de un servicio propio de llevanza del registro contable de valores representados por medio de anotaciones en cuenta y de compensación y liquidación, con las mismas facultades que Iberclear.

(12) De igual modo, Iberclear podrá mantener cuentas de valores a su nombre en dichos depositarios.

integrado a su vez por MEFF, AIAF y SENAF. Con este paso quedó prácticamente finalizado el proceso de integración de los mercados financieros españoles, quedando pendiente la incorporación de CADE, una vez aprobada la LMRSF, para constituir Iberclear junto con el SCLV.

Al agrupar Bolsa, renta fija, derivados, compensación y liquidación, España ha optado por un modelo de agrupación del negocio más similar al elegido por los mercados alemanes, frente al modelo horizontal promovido por Euronext, el otro gran bloque en los mercados europeos, aun cuando su mayor similitud se encuentra en el modelo suizo, donde la bolsa y el depositario

son propiedad de un *holding*. Es difícil cuantificar cuál es la mejor alternativa en términos de ahorros de costes para los participantes, pero, en todo caso, la opción elegida en España aporta sin duda un mayor peso específico a las estructuras nacionales. El *holding* se configura así como un conglomerado con la dimensión suficiente para responder adecuadamente a los procesos de fusiones en los mercados mundiales, y especialmente en Europa. Y, al mismo tiempo, representa una oportunidad para ampliar el negocio de las sociedades que se integran en él, ya que permite el aprovechamiento de economías de escala y la potenciación de nuevos productos de los diferentes mercados.

APÉNDICE ESTADÍSTICO

Índice

- A.1. LETRAS DEL TESORO HASTA SEIS MESES
- A.2. LETRAS DEL TESORO A DOCE MESES
- A.3. LETRAS DEL TESORO A DIECIOCHO MESES
- A.4. BONOS DEL ESTADO A TRES AÑOS
- A.5. BONOS DEL ESTADO A CINCO AÑOS
- A.6. OBLIGACIONES DEL ESTADO A DIEZ AÑOS
- A.7. OBLIGACIONES DEL ESTADO A QUINCE AÑOS
- A.8. OBLIGACIONES DEL ESTADO A TREINTA AÑOS
- A.9. EVOLUCIÓN DE LA CONTRATACIÓN DE LETRAS DEL TESORO
- A.10. EVOLUCIÓN DE LA CONTRATACIÓN DE BONOS Y OBLIGACIONES
- A.11. EVOLUCIÓN DE LA CONTRATACIÓN DE DEUDA SEGREGADA
- A.12. ROTACIÓN DE LA DEUDA DEL ESTADO
- A.13. CONTRATACIÓN DE DEUDA PÚBLICA EN EL MERCADO BURSÁTIL
- A.14. DISTRIBUCIÓN POR INVERSORES DE LA DEUDA DEL ESTADO. CARTERAS REGISTRADAS
- A.15. DISTRIBUCIÓN POR INVERSORES DE LA DEUDA DEL ESTADO. CARTERAS A VENCIMIENTO

CUADRO A.1

**Letras del Tesoro hasta seis meses
Año 2002**

Millones de euros

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (a) (%)
Diciembre 2001				—	
Total 2002	2.200,0	2.200,0	0,0	—	—
Enero	—	—	—		
Febrero	—	—	—		
Marzo	—	—	—		
Abril	—	—	—		
Mayo	—	—	—		
Junio	—	—	—		
Julio	2.200,0	—	2.200,0	2.200,0	—
Agosto	—	2.200,0	-2.200,0	—	—
Septiembre	—	—	—		
Octubre	—	—	—		
Noviembre	—	—	—	—	—
Diciembre	—	—	—	—	—

Fuente: Banco de España.

(a) Tipo marginal de la última subasta de cada mes.

CUADRO A.2

**Letras del Tesoro a doce meses
Año 2002**

Millones de euros

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (a) (%)
Diciembre 2001				12.306,2	
Total 2002	16.270,8	13.568,7	2.702,0	—	—
Enero	1.262,5	927,1	335,4	12.641,6	3,301
Febrero	1.256,8	823,6	433,2	13.074,9	3,543
Marzo	2.061,8	1.678,1	383,7	13.458,6	3,669
Abril	919,5	1.048,2	-128,7	13.329,8	3,714
Mayo	1.527,4	1.579,1	-51,6	13.278,2	3,853
Junio	1.502,1	1.319,3	182,8	13.461,0	3,730
Julio	1.632,2	1.352,4	279,8	13.740,8	3,571
Agosto	1.324,9	729,1	595,8	14.336,6	3,753
Septiembre	1.481,3	667,5	813,8	15.150,5	3,289
Octubre	1.015,4	642,1	373,4	15.523,8	2,942
Noviembre	936,8	642,8	294,0	15.817,9	3,069
Diciembre	1.350,0	2.159,6	-809,6	15.008,3	2,964

Fuente: Banco de España.

(a) Tipo marginal de la última subasta de cada mes.

CUADRO A.3

**Letras del Tesoro a dieciocho meses
Año 2002**

Millones de euros

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (a) (%)
Diciembre 2001				23.277,8	
Total 2002	13.764,7	16.219,8	-2.455,1	—	—
Enero	1.143,2	1.716,4	-573,2	22.704,6	3,547
Febrero	1.281,9	1.367,7	-85,8	22.618,8	3,767
Marzo	1.509,0	2.159,6	-650,6	21.968,2	3,974
Abril	1.499,2	1.218,0	281,1	22.249,3	4,010
Mayo	1.012,2	1.013,6	-1,4	22.247,9	3,967
Junio	961,0	1.163,2	-202,3	22.045,6	4,061
Julio	1.433,3	1.964,0	-530,7	21.515,0	3,778
Agosto	696,2	1.565,2	-869,0	20.646,0	3,289
Septiembre	999,6	693,1	306,4	20.952,4	3,216
Octubre	950,0	1.194,8	-244,8	20.707,6	2,896
Noviembre	950,0	1.191,4	-241,4	20.466,2	2,980
Diciembre	1.329,2	972,6	356,6	20.822,7	2,872

Fuente: Banco de España.
(a) Tipo marginal de la última subasta de cada mes.

CUADRO A.4

**Bonos del Estado a tres años
Año 2002**

Millones de euros

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (%)
Diciembre 2001				36.654,8	
Total 2002	3.374,5	10.852,4	-7.477,9	—	—
Enero	950,0	—	950,0	37.604,8	3,968
Febrero	—	—	—	37.604,8	—
Marzo	888,7	—	888,7	38.493,4	4,300
Abril	—	—	—	38.493,4	—
Mayo	—	—	—	38.493,4	—
Junio	704,1	—	704,1	39.197,6	4,363
Julio	—	10.247,4	-10.247,4	28.950,2	—
Agosto	831,7	—	831,7	29.781,8	3,604
Septiembre	—	—	—	29.781,8	—
Octubre	—	440,0	-440,0	29.341,8	—
Noviembre	—	165,0	-165,0	29.176,8	—
Diciembre	—	—	—	29.176,8	—

Fuente: Banco de España.

CUADRO A.5

**Bonos del Estado a cinco años
Año 2002**

Millones de euros

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (%)
Diciembre 2001				53.977,8	
Total 2002	9.498,6	8.647,4	851,2	—	—
Enero	—	—	—	53.977,8	—
Febrero	1.100,0	6.547,4	-5.447,4	48.530,4	4,460
Marzo	—	—	—	48.530,4	—
Abril	1.051,8	—	1.051,8	49.582,2	4,893
Mayo	967,2	—	967,2	50.549,4	4,760
Junio	—	—	—	50.549,4	—
Julio	1.010,7	—	1.010,7	51.560,1	4,450
Agosto	—	—	—	51.560,1	—
Septiembre	3.674,7	—	3.674,7	55.234,8	4,002
Octubre	1.694,2	1.300,0	394,2	55.629,0	3,827
Noviembre	—	800,0	-800,0	54.829,0	—
Diciembre	—	—	—	54.829,0	—

Fuente: Banco de España.

CUADRO A.6

**Obligaciones del Estado a diez años
Año 2002**

Millones de euros

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (%)
Diciembre 2001				101.336,6	
Total 2002	14.305,7	5.786,9	8.518,8	—	—
Enero	1.039,6	2.805,7	-1.766,0	99.570,6	5,053
Febrero	1.048,3	—	1.048,3	100.618,9	5,044
Marzo	721,4	—	721,4	101.340,3	5,323
Abril	834,1	—	834,1	102.174,4	5,350
Mayo	3.951,1	—	3.951,1	106.125,5	5,404
Junio	1.125,2	2.850,3	-1.725,1	104.400,4	5,338
Julio	900,7	—	900,7	105.301,1	5,175
Agosto	885,5	—	885,5	106.186,6	4,759
Septiembre	667,4	—	667,4	106.853,9	4,589
Octubre	865,3	—	865,3	107.719,2	4,521
Noviembre	883,2	131,0	752,2	108.471,4	4,674
Diciembre	1.384,1	—	1.384,1	109.855,4	4,514

Fuente: Banco de España.

CUADRO A.7

**Obligaciones del Estado a quince años
Año 2002**

Millones de euros

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (%)
Diciembre 2001				29.368,9	
Total 2002	6.126,9	93,0	6.033,9	—	—
Enero	—	—	—	29.368,9	—
Febrero	—	—	—	29.368,9	—
Marzo	5.000,0	—	5.000,0	34.368,9	5,556
Abril	—	—	—	34.368,9	—
Mayo (a)	0,0	—	0,0	34.369,0	—
Junio	—	—	—	34.369,0	—
Julio	538,7	—	538,7	34.907,7	5,366
Agosto	—	—	—	34.907,7	—
Septiembre	—	—	—	34.907,7	—
Octubre	—	—	—	34.907,7	—
Noviembre	588,2	93,0	495,2	35.402,9	5,025
Diciembre	—	—	—	35.402,9	—

Fuente: Banco de España.
(a) En mayo se produjo la reapertura de una serie de emisiones antiguas por un importe simbólico, con motivo de una Directiva europea sobre la fiscalidad.

CUADRO A.8

**Obligaciones del Estado a treinta años
Año 2002**

Millones de euros

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (%)
Diciembre 2001				16.524,1	
Total 2002	1.321,8	—	1.321,8	—	—
Enero	865,0	—	865,0	17.389,1	5,389
Febrero	—	—	—	17.389,1	—
Marzo	—	—	—	17.389,1	—
Abril	—	—	—	17.389,1	—
Mayo (a)	0,0	—	0,0	17.389,2	5,289
Junio	—	—	—	17.389,2	—
Julio	—	—	—	17.389,2	—
Agosto	—	—	—	17.389,2	—
Septiembre	456,8	—	456,8	17.845,9	5,039
Octubre	—	—	—	17.845,9	—
Noviembre	—	—	—	17.845,9	—
Diciembre	—	—	—	17.845,9	—

Fuente: Banco de España.
(a) En mayo se produjo la reapertura de una serie de emisiones antiguas por un importe simbólico, con motivo de una Directiva europea sobre la fiscalidad.

CUADRO A.9

Evolución de la contratación de letras del Tesoro

mm de euros

	TOTAL	Entre titulares					Gestoras con terceros				
		Total	Contado	Plazo	Repos	Simultáneas	Total	Contado	Plazo	Repos	Simultáneas
1993	1.234,5	421,4	30,7	0,3	390,4	—	813,1	79,3	0,0	713,3	20,5
1994	1.125,4	268,5	30,7	1,3	236,5	—	856,9	62,4	0,2	787,6	6,7
1995	1.110,9	261,5	48,2	1,8	210,4	1,1	849,4	79,0	1,2	758,7	10,5
1996	1.441,8	311,1	50,8	1,7	255,2	3,4	1.130,7	82,2	0,2	1.039,6	8,7
1997	2.445,4	502,9	69,0	2,5	430,4	1,0	1.942,5	100,5	0,8	1.827,3	13,9
1998	1.928,7	348,1	39,8	1,4	284,9	22,0	1.580,6	60,8	0,4	1.515,8	3,6
1999	2.503,1	452,5	31,6	2,0	75,3	343,6	2.050,6	48,2	1,1	1.994,1	7,2
2000	2.508,2	428,1	21,8	1,7	42,4	362,2	2.080,1	57,7	0,4	1.993,2	28,8
2001	2.723,0	491,9	21,6	0,1	22,2	448,0	2.231,1	36,4	0,2	2.164,5	30,0
2002	2.237,7	225,3	14,8	0,0	9,2	201,3	2.012,4	25,3	0,0	1.985,2	1,9

Fuente: Banco de España.

CUADRO A.10

Evolución de la contratación de bonos y obligaciones

mm de euros

	TOTAL	Entre titulares					Gestoras con terceros				
		Total	Contado	Plazo	Repos	Simultáneas	Total	Contado	Plazo	Repos	Simultáneas
1993	3.790,1	1.443,5	308,1	41,9	491,9	601,6	2.346,6	790,2	16,8	1.135,5	404,1
1994	5.508,2	2.009,7	458,0	38,2	422,3	1.091,2	3.498,5	747,3	41,1	1.863,8	846,3
1995	5.586,4	1.673,0	405,5	32,6	186,3	1.048,6	3.913,4	554,6	37,4	2.544,9	776,5
1996	7.354,6	2.370,0	558,9	28,7	227,7	1.554,7	4.984,6	745,2	30,9	3.046,1	1.162,4
1997	9.906,8	2.751,9	495,7	27,6	232,1	1.996,5	7.154,9	1.035,0	43,7	4.730,7	1.345,5
1998	12.505,4	2.868,4	442,6	23,4	142,9	2.259,5	9.637,0	1.168,5	29,0	6.718,4	1.721,1
1999	10.563,0	2.829,5	459,0	6,8	49,1	2.314,6	7.733,5	1.256,6	26,3	5.588,4	862,2
2000	11.187,4	3.872,5	484,3	6,8	112,2	3.269,2	7.314,9	1.005,9	7,5	5.803,1	498,4
2001	13.386,7	5.165,3	770,1	15,0	62,7	4.317,5	8.221,4	1.197,6	7,0	6.397,3	619,5
2002	16.413,5	6.255,0	976,6	13,3	88,1	5.177,0	10.158,5	1.280,3	3,9	7.941,5	932,8

Fuente: Banco de España.

CUADRO A.11

Evolución de la contratación de deuda segregada (a)

mm de euros

	TOTAL	Entre titulares					Gestoras con terceros				
		Total	Contado	Plazo	Repos	Simultáneas	Total	Contado	Plazo	Repos	Simultáneas
1998	45,2	19,5	14,0	0,4	—	5,1	25,7	22,1	0,5	—	3,1
1999	43,2	12,0	8,3	0,8	—	2,9	31,2	13,7	0,8	15,3	1,4
2000	93,1	11,0	6,0	0,1	—	4,9	82,1	9,7	0,5	68,7	3,2
2001	141,8	22,6	5,7	0,5	—	16,4	119,2	9,6	0,5	105,4	3,7
2002	183,9	12,5	7,9	1,0	—	3,6	171,4	7,7	0,2	161,8	1,6

Fuente: Banco de España.
(a) Incluye principales y cupones.

CUADRO A.12

**Rotación de la deuda del Estado
Negociación total/saldo medio**

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total	
	2002	2001	2002	2001	2002	2001	2002	2001	2002	2001
Total	8,1	7,4	0,1	0,1	35,6	31,8	22,1	19,8	65,9	59,1
Letras del Tesoro	1,1	1,4	0,0	0,0	55,7	53,6	5,7	11,7	62,5	66,7
Bonos y obligaciones	9,8	9,0	0,1	0,1	34,9	29,6	26,6	22,6	71,4	61,3
Deuda segregada	0,8	1,0	0,1	0,1	7,9	6,6	0,3	1,3	9,1	9,0

Fuente: Banco de España.

CUADRO A.13

Contratación de deuda pública en el mercado bursátil
Volúmenes negociados

mm de euros

	Bonos y obligaciones	Letras del Tesoro	Total
Total 1994	20,1	0,3	20,4
Total 1995	21,2	0,4	21,6
Total 1996	49,0	0,6	49,6
Total 1997	19,0	0,5	19,5
Total 1998	0,4	0,1	0,5
Total 1999	6,7	9,0	15,7
Total 2000	1,9	4,4	6,3
Total 2001	2,0	3,9	5,9
Total 2002	1,9	4,4	6,3
I TR	0,6	1,0	1,6
II TR	0,5	1,0	1,5
III TR	0,4	1,2	1,6
IV TR	0,4	1,2	1,6

Fuente: Banco de España.

CUADRO A.14

Distribución por inversores de deuda del Estado
Carteras registradas

mm de euros y %

	Letras del Tesoro				Bonos y obligaciones				Principales y cupones			
	2001		2002		2001		2002		2001		2002	
	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%
Total	35,6	100,0	35,8	100,0	226,7	100,0	235,0	100,0	18,9	100,0	20,6	100,0
Sistema crediticio	2,6	7,3	1,4	3,8	13,3	5,9	13,8	5,9	1,2	6,3	0,9	4,4
<i>Banco de España</i>	0,2	0,6	0,0	0,1	3,4	1,5	5,4	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Bancos</i>	0,9	2,5	0,8	2,1	2,9	1,3	1,8	0,8	0,4	2,1	0,4	1,9
<i>Cajas de ahorros</i>	0,6	1,6	0,4	1,1	2,7	1,2	1,7	0,7	0,4	2,1	0,2	1,2
<i>Cooperativas</i>	0,1	0,3	0,2	0,4	1,0	0,4	1,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,1
<i>Resto</i>	0,8	2,3	0,0	0,1	3,3	1,5	3,9	1,7	0,4	2,1	0,3	1,2
Otras instituciones												
financieras	15,5	43,6	16,0	44,7	73,5	32,5	71,7	30,5	10,7	56,6	10,9	53,1
<i>Fondos de inversión</i>	9,3	26,2	11,2	31,2	41,3	18,2	37,4	15,9	6,2	32,8	6,4	30,9
<i>Fondos de pensiones</i>	1,2	3,4	1,6	4,6	8,5	3,8	9,0	3,8	0,6	3,2	0,7	3,4
<i>Seguros</i>	0,9	2,4	0,9	2,5	22,2	9,8	22,3	9,5	3,9	20,6	3,8	18,7
<i>Resto</i>	4,1	11,6	2,3	6,4	1,5	0,7	3,0	1,3	0,0	0,0	0,0	0,1
Empresas no financieras	9,2	25,9	6,8	19,0	23,7	10,4	24,5	10,4	1,2	6,3	0,7	3,5
Familias	6,9	19,4	6,8	18,9	7,8	3,4	6,3	2,7	1,5	8,0	2,4	11,5
Administraciones Públicas	1,2	3,2	4,2	11,9	14,9	6,5	18,2	7,8	0,0	0,0	0,6	2,8
No residentes	0,2	0,6	0,6	1,7	93,5	41,3	100,5	42,7	4,3	22,8	5,1	24,7

Fuente: Banco de España.

**Distribución por inversores de deuda del Estado
Carteras a vencimiento**

mm de euros y %

	Letras del Tesoro				Bonos y obligaciones				Principales y cupones			
	2001		2002		2001		2002		2001		2002	
	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%
Total	35,6	100,0	35,8	100,0	226,7	100,0	235,0	100,0	18,9	100,0	20,6	100,0
Sistema crediticio	22,7	63,7	21,7	60,8	74,9	33,0	75,7	32,1	2,6	13,7	3,0	14,8
<i>Banco de España</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	3,4	1,5	4,1	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Bancos</i>	14,2	39,9	11,6	32,4	36,2	16,0	34,1	14,5	1,2	6,3	1,6	7,9
<i>Cajas de ahorros</i>	7,7	21,6	9,4	26,4	30,7	13,5	32,3	13,7	1,0	5,3	1,0	4,8
<i>Cooperativas</i>	0,8	2,2	0,7	2,0	1,6	0,7	1,4	0,6	0,0	0,0	0,0	0,1
<i>Resto</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	3,0	1,3	3,8	1,6	0,4	2,1	0,4	2,0
Otras instituciones												
financieras	7,8	22,1	8,5	23,7	39,4	17,4	34,2	14,6	9,7	51,3	9,9	48,2
<i>Fondos de inversión</i>	4,4	12,5	6,1	17,0	14,8	6,5	10,5	4,5	5,7	30,2	5,8	28,3
<i>Fondos de pensiones</i>	0,1	0,3	0,4	1,0	6,2	2,7	4,5	1,9	0,1	0,5	0,3	1,3
<i>Seguros</i>	0,2	0,4	0,1	0,3	18,0	8,0	17,2	7,3	3,9	20,6	3,8	18,5
<i>Resto</i>	3,1	8,9	1,9	5,4	0,4	0,2	2,0	0,9	0,0	0,0	0,0	0,1
Empresas no financieras	1,4	3,9	0,8	2,2	5,8	2,6	6,4	2,8	1,0	5,3	0,5	2,5
Familias	3,1	8,6	3,0	8,4	2,5	1,1	2,3	1,0	1,3	6,9	2,1	9,7
Administraciones Públicas	0,1	0,4	0,4	1,1	1,3	0,5	5,4	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0
No residentes	0,5	1,3	1,4	3,8	102,8	45,4	111,0	47,2	4,3	22,8	5,1	24,8

Fuente: Banco de España.

GLOSARIO

ACTIVO SUBYACENTE

Activo al que se refieren los contratos de productos derivados, por lo que su precio condiciona el valor de estos.

ANOTACIÓN EN CUENTA

Registro contable que representa un conjunto de derechos de contenido económico, asociado a un valor. La persona que aparece legitimada en los asientos del registro contable goza de la presunción de titularidad del mismo, no siendo posible la reivindicación a terceros de buena fe que lo hayan adquirido a título oneroso. La transmisión de una anotación en cuenta tiene lugar por transferencia contable, sin que sea necesaria la intervención de fedatario público. La inscripción de la transmisión es oponible frente a terceros y produce los mismos efectos que la tradición de los títulos físicos. La legitimación para la transmisión y para el ejercicio de los derechos derivados de los valores representados por anotaciones en cuenta puede acreditarse mediante la exhibición de certificados expedidos por las entidades encargadas de los registros. Dichos certificados, únicos para los mismos valores y para el ejercicio de los mismos derechos, no tienen más función que la acreditación de la legitimación y no es posible su utilización como título de tradición ni su negociación.

BONO DEL ESTADO

Valor de deuda pública con cupón anual, emitido a un plazo comprendido entre dos y cinco años. En la actualidad se emite a unos plazos típicos de tres y cinco años.

BONO NOCIONAL

Bono teórico que se emplea como activo subyacente en los mercados de futuros sobre deuda pública como sustituto de los bonos reales, para favorecer la liquidez de dichos mercados. Sus características actuales, en el mercado MEFF Renta Fija para el plazo a diez años, son las siguientes: emitido a la par al vencer el futuro, con un nominal de 100.000 euros y un cupón anual del 4 %.

BONO SEGREGABLE

Valor negociable con cupones periódicos que son susceptibles de segregación y negociación separada del principal, de modo que un valor con n pagos periódicos de cupón se convierte en n+1 (incluyendo el principal) bonos emitidos a descuento. En lo que al ámbito de la Central de Anotaciones se refiere, la posibilidad

de segregación y reconstitución de bonos y obligaciones del Estado y de Comunidades Autónomas que hayan recibido la calificación de segregables requiere autorización del Ministerio de Economía y Hacienda. Las segregaciones, que solo pueden ser realizadas por Creadores de Mercado, deberán realizarse sobre importes nominales múltiples de 100.000 euros, con un mínimo de 500.000 euros.

CANJE DE DEUDA

Operación en virtud de la cual el Tesoro realiza permutas de valores de deuda pública: los entregados por parte del Tesoro suponen una nueva emisión y los recibidos por él son retirados de la circulación y amortizados. Este intercambio de valores suele instrumentarse en forma de subasta.

CAPACIDAD O NECESIDAD DE FINANCIACIÓN DEL ESTADO

En términos de Contabilidad Nacional, diferencia resultante entre los recursos y empleos, corrientes y de capital, del Estado. También se puede definir como la diferencia entre la variación neta de activos financieros y la variación neta de pasivos financieros del Estado. Este concepto no coincide con el de superávit (+) o déficit (-) de caja, en el que se recogen las diferencias entre los ingresos y gastos no financieros del Estado, en términos de liquidación presupuestaria.

CARTERA A VENCIMIENTO

Cartera registrada a favor de un participante en el Mercado de Deuda Pública más los valores cedidos temporalmente menos los adquiridos temporalmente.

CARTERA DISPONIBLE O REGISTRADA

Saldo de la cuenta de valores de un agente participante en el Mercado de Deuda Pública. Representa el volumen de valores de su propiedad, independientemente del tipo de operación utilizado para su adquisición, en el momento del cálculo.

CENTRAL DE ANOTACIONES (CADE)

Servicio público del Estado, sin personalidad jurídica, que gestiona el Banco de España por cuenta del Tesoro. Asume la llevanza del Registro Central de los valores negociados en el Mercado de Deuda Pública y organiza la compensación y liquidación de las operaciones que en él se realicen. Desde la entrada en vigor de la

Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, está integrada en Iberclear.

CREADORES DE MERCADO

Miembros del Mercado de Deuda Pública cuya función es favorecer su liquidez y cooperar con el Tesoro en la difusión exterior e interior de la deuda del Estado. Son miembros de alguno de los Sistemas Organizados de Negociación de deuda y adquieren una serie de compromisos de cotización y negociación en el mercado de deuda, así como en relación con la emisión y colocación de deuda emitida por el Tesoro. Bajo el cumplimiento de ciertas condiciones, son los únicos autorizados a acudir a las segundas vueltas de las subastas de deuda del Estado. El seguimiento de su actividad se realiza mensualmente, de acuerdo con criterios de participación tanto en el mercado primario como en el secundario, si bien la evaluación se hace pública por el Tesoro anualmente. El ámbito de colaboración de estas entidades con el Tesoro se limitaba a los bonos y obligaciones hasta que la Resolución de 5 de marzo de 2003, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, introdujo la figura del Creador de Mercado de Letras. Una de las principales diferencias entre los Creadores de Mercado de Bonos y Obligaciones y los Creadores de Mercado de Letras es que, mientras los primeros acceden en exclusiva a las operaciones de segregación y reconstitución de valores de deuda de Estado, los segundos tienen acceso en exclusiva a las subastas de liquidez del Tesoro.

CUENTA DE TERCEROS

Para cada entidad gestora, registro global de los saldos de deuda pública mantenidos en ella por los no titulares de cuenta propia que la hayan elegido como registradora.

CUENTA PROPIA

Registro individual de los saldos de deuda mantenidos a nombre propio en la Central de Anotaciones.

CUENTAS DIRECTAS DEL BANCO DE ESPAÑA

Cuentas de valores propiedad de terceros que han elegido como entidad gestora al Banco de España. La operatividad de estas cuentas es limitada.

ENTIDADES GESTORAS

Miembros del Mercado de Deuda Pública que han sido autorizados por el Ministerio de

Economía y Hacienda a asumir tareas registrales en dicho mercado. Llevan, en sus cuentas de terceros, el registro de los valores de quienes no son titulares de cuenta a nombre propio en la Central de Anotaciones, y mantienen en esta una cuenta global que es contrapartida exacta de esas cuentas de terceros.

IBERCLEAR

Sociedad constituida por el SCLV y el Banco de España que, tras la aprobación de la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, unifica la gestión de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores de ámbito nacional. Con anterioridad a dicha Ley, el SCLV se encargaba del registro, compensación y liquidación de AIAF Mercado de Renta Fija y de los mercados bursátiles, mientras que el Banco de España gestionaba, por cuenta del Tesoro, la Central de Anotaciones del Mercado de Deuda Pública (CADE).

LETRAS DEL TESORO

Valores de deuda pública a corto plazo emitidos a descuento. Actualmente, los plazos típicos de emisión son doce y dieciocho meses, aunque han existido emisiones a tres y seis meses, que se tiene previsto volver a utilizar en 2003.

MEDIADORES DEL MERCADO

Agentes cuya actividad exclusiva consiste en la puesta en contacto y asesoramiento de los miembros del Mercado de Deuda Pública, sin que su mediación suponga interposición en la operación. Existe un grupo de mediadores, que coincide con el de mediadores del Servicio de Liquidación del Banco de España, que realizan su labor en el segundo escalón del mercado, mientras que un subgrupo del anterior sirve la negociación en el mercado ciego. Los mediadores también son denominados *brokers*.

MERCADO A PLAZO

Mercado en el que se negocian compraventas de activos con liquidación futura, a un precio fijado en el momento de la contratación de la operación. A diferencia del mercado de futuros, no existe una cámara de compensación que se interponga entre las partes, ni los plazos están normalizados.

MERCADO CIEGO

Ámbito de negociación donde los participantes cotizan sus precios de compra y venta en

firme, a través de alguna de las plataformas electrónicas de negociación existentes que muestran los mejores precios de compra y de venta. Las operaciones en este ámbito se realizan, por tanto, sin conocimiento de la contrapartida de la operación.

MERCADO DE FUTUROS

Mercado derivado, organizado, dotado de una cámara de compensación que se interpone entre las partes, en el que se negocian compraventas a plazos normalizados de un activo subyacente, a un precio fijado en el momento de contratar la operación.

MERCADO DE OPCIONES

Mercado derivado en el que se negocia un contrato con liquidación aplazada que otorga al comprador el derecho, pero no la obligación, a la compra (opción de compra) o venta (opción de venta) del activo subyacente. El precio que se pacta en la opción para la compraventa futura se denomina precio de ejercicio.

MERCADO DERIVADO

Mercado organizado en el que se negocian productos derivados de un activo subyacente, con liquidación aplazada y características normalizadas.

NEGOCIANTE DE DEUDA

Miembro del Mercado de Deuda Pública que, dadas sus especiales condiciones de solvencia y de participación en la negociación de este mercado, tenía acceso al ámbito ciego del mercado. Esta figura fue eliminada por la Resolución de 20 de febrero de 2002, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

NO RESIDENTES

Participantes en el Mercado de Deuda Pública que permanecen más de 183 días, durante el año natural, fuera del territorio español y cuyo núcleo principal o base de sus actividades empresariales o profesionales o de sus intereses económicos no radica en España.

OBJETIVOS DE COLOCACIÓN

Sistema por el que el Tesoro anuncia, de forma previa a cada subasta, la cantidad de deuda a medio y largo plazo que está dispuesto a emitir. En España, dicho sistema consta de un mínimo, un máximo y un objetivo previsto. El mínimo está establecido de forma individual para cada instrumento, mientras que el previsto y el máxi-

mo, que se fijan para cada subasta, afectan de forma conjunta a los instrumentos subastados un mismo día.

OBLIGACIÓN DEL ESTADO

Valor de deuda pública con cupón anual, emitido a un plazo superior a los cinco años. Actualmente, los plazos típicos de emisión son diez, quince y treinta años.

OPERACIÓN A PLAZO

En el caso del Mercado español de Deuda Pública, operación simple en la que la transmisión del valor se efectúa en alguna fecha posterior a los cinco días hábiles siguientes al de contratación.

OPERACIÓN AL CONTADO

En el caso del Mercado español de Deuda Pública, operación simple en la que la transmisión del valor se efectúa dentro de los cinco días hábiles siguientes a la fecha de contratación. Cuando no se especifica la fecha de la transmisión, se entiende por estipulada la fecha hábil siguiente a la de contratación.

OPERACIÓN CON PACTO DE RECOMPRA A FECHA FIJA

Operación en la que el titular de los valores los vende y se compromete a comprarlos a un precio fijo, en una fecha intermedia entre la de la venta y la de la amortización. La venta de valores adquiridos temporalmente mediante este tipo de operación está limitada a la realización de operaciones temporales cuyo vencimiento no exceda de la fecha de vencimiento de la primera operación.

OPERACIÓN CON PACTO DE RECOMPRA A LA VISTA

Operación en la que se fija un período durante el cual el comprador tiene la opción de exigir la recompra de los valores por el vendedor inicial en las condiciones establecidas en el momento de la contratación. Dichas condiciones se suelen fijar en términos de rentabilidad interna, independientemente de cuando se ejercite la opción. Se trata de operaciones poco frecuentes, que normalmente se contratan entre las gestoras y sus clientes.

OPERACIÓN DOBLE

Denominada también operación simultánea, es la constituida por dos compraventas vincula-

das de sentido contrario, contratadas al mismo tiempo, pero con momentos de liquidación distintos. Para el participante que compra los valores en la primera transacción de la operación doble se trata de una adquisición temporal, mientras que para su contrapartida se trata de una cesión temporal.

OPERACIÓN SIMPLE

La constituida por una sola compraventa. Puede ser tanto al contado como a plazo.

PLATAFORMAS ELECTRÓNICAS DE NEGOCIACIÓN

Sistemas que, aprovechando los avances tecnológicos en el campo de las redes de comunicaciones, ofrecen a los grandes participantes en el mercado mecanismos de negociación avanzados, muy flexibles y adaptados a sus necesidades. En el Mercado de Deuda Pública existen en la actualidad dos plataformas electrónicas de negociación, SENAF y MTS España, configuradas ambas, desde el punto de vista jurídico, como Sistemas Organizados de Negociación. Estas dos plataformas se caracterizan por ofrecer un sistema ciego de negociación, de forma que los participantes no conocen la contrapartida con la que cierran las operaciones, y por su alto nivel de autorregulación.

POSICIÓN ABIERTA

La posición abierta en un instrumento derivado compensable en una cámara consiste en el número de contratos del mismo que permanecen vivos, en un momento dado del tiempo, por no haber sido cancelados anticipadamente como consecuencia de una transacción de signo contrario o por haber alcanzado su fecha de vencimiento.

PUNTO BÁSICO

Unidad mínima de cotización porcentual en los mercados financieros. Este concepto puede hacer referencia a precios o a rentabilidades, y equivale al decimal menos significativo de una cotización normalizada.

REPO

Véase operación con pacto de recompra.

ROTACIÓN

Medida de la intensidad de la operatoria de un activo o grupo de activos durante un período de tiempo, dada por el cociente entre el volu-

men contratado y el saldo medio en circulación en ese período.

SEGUNDO ESCALÓN

Ámbito de negociación del Mercado de Deuda Pública al que tienen acceso todos los miembros. Se trata de un mercado descentralizado, en el que se tiene conocimiento de la contrapartida y en el que la intervención de mediador no es obligatoria, aunque se comunica a la Central de Anotaciones cuando se produce.

SERVICIO DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES (SCLV)

Depositario central de valores español, encargado del registro contable de los valores de renta fija privada y de renta variable representados mediante anotaciones en cuenta y de la gestión en exclusiva de la compensación y liquidación de las operaciones contratadas en las Bolsas de Valores españolas, en AIAF Mercado de Renta Fija, así como en el Mercado de Valores Latinoamericanos (Latibex). Desde la entrada en vigor de la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, está integrado en Iberclear.

SERVICIO DE LIQUIDACIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA (SLBE)

Sistema de pagos gestionado por el Banco de España, a través del cual se liquidan las operaciones del mercado interbancario de depósitos, las del mercado de FRAS y el lado de efectivo de las del Mercado de Deuda Pública entre titulares de cuenta, entre otras. En esta red se precisa, para cada operación, la comunicación de las dos partes contratantes, salvo en el caso del mercado ciego de deuda pública, donde, debido al desconocimiento de la contraparte, la comunicación es triple, pues se requiere la comunicación del *broker* ciego que ha mediado la operación.

SIMULTÁNEA

Véase operación doble.

SINDICACIÓN

Procedimiento de emisión crecientemente utilizado por los emisores soberanos, que consiste en que un grupo de entidades se compromete, a cambio de una comisión de venta y aseguramiento, a colocar una emisión de valores entre los inversores. Además de mejorar la distribución de la deuda entre los inversores finales, esta técnica de emisión permite alcanzar rápidamente un saldo en cir-

culación lo suficientemente elevado para posibilitar su pronta presencia en las plataformas internacionales de negociación electrónica, lo que redundaría en una mayor liquidez de la nueva referencia. Aunque la sindicación admite múltiples estructuras, un rasgo común a todas ellas es la existencia de un grupo restringido de entidades seleccionadas por el emisor, que lideran, organizan y, en la mayor parte de los casos, aseguran la emisión. El Tesoro español utilizó por primera vez este procedimiento en marzo de 2002 en su financiación en euros, con ocasión de la emisión del primer tramo de la nueva obligación de referencia a quince años.

SISTEMA DE PROVISIÓN DE VALORES

Sistema de operaciones simultáneas (o permutas de valores), organizado por la Central de Anotaciones, destinado a reducir el riesgo de liquidación de valores en el Mercado de Deuda Pública. En virtud de este sistema, que, previa adhesión voluntaria al mismo, funciona de forma automática, a condición de la existencia de saldo suficiente en la cuenta de efectivo (o de otros valores) de la entidad en descubierto, un colectivo de prestamistas y el Banco de España ceden el valor que sea necesario para completar la liquidación del día a la entidad en descubierto, en simultánea (o mediante permuta de valores, si es el Banco de España el prestamista), a un precio penalizador.

STRIPS

Acrónimo de «Separate Trade of Registered Interest Principal Securities», con el mismo significado que Bono Segregable (véase).

SUBASTA

Procedimiento de emisión utilizado con carácter general por el Tesoro. Los inversores presentan al emisor sus peticiones, que pueden ser competitivas (reflejan los precios que están dispuestos a pagar por los valores) o no competitivas (no reflejan dicho precio). El emisor decide el precio mínimo que acepta recibir, rechazando todas las peticiones a precios inferiores al mismo.

TERCEROS

Participantes en el mercado de deuda, cuyas tenencias se encuentran anotadas en el registro de valores de alguna entidad gestora.

TITULARES

Participantes en el mercado de deuda que mantienen abierta cuenta de valores a nombre propio en la Central de Anotaciones.

VALOR CUPÓN CERO

Valor de renta fija emitido a la par, cuya remuneración explícita se percibe íntegramente, en el momento de su amortización, en forma de una prima de reembolso.

VALOR EMITIDO A DESCUENTO

Valor de renta fija emitido por debajo de la par, cuya remuneración se percibe como diferencia entre el precio de adquisición y el valor nominal al que se amortiza.

VIDA RESIDUAL

Tiempo que falta, en un momento dado, hasta la fecha de amortización de un activo.

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

PUBLICACIONES PERIÓDICAS

INFORME ANUAL (ediciones en español e inglés) (▲)
CUENTAS FINANCIERAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (edición bilingüe: español e inglés) (anual) (▲)
BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA (ediciones en español e inglés) (anual) (▲)
CENTRAL DE ANOTACIONES EN CUENTA (anual) (▲)
BOLETÍN ECONÓMICO (mensual) (▲)
ECONOMIC BULLETIN (trimestral) (▲)
BOLETÍN ESTADÍSTICO (mensual) (▲)
BOLETÍN DE ANOTACIONES EN CUENTA (diario)
CENTRAL DE BALANCES. RESULTADOS ANUALES DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS (monografía anual) (▲)
CIRCULARES A ENTIDADES DE CRÉDITO (▲)
CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA. RECOPILOCIÓN (cuatrimestral) (▲)
REGISTROS DE ENTIDADES (anual) (▲)
ESTABILIDAD FINANCIERA (ediciones en español e inglés) (semestral) (▲)
MEMORIA DEL SERVICIO DE RECLAMACIONES (anual) (▲)
MEMORIA DE LA SUPERVISIÓN BANCARIA EN ESPAÑA (ediciones en español e inglés) (anual) (▲)

ESTUDIOS ECONÓMICOS (SERIE AZUL)

38. FERNANDO GUTIÉRREZ Y EDUARDO FERNÁNDEZ: La empresa española y su financiación (1963-1982). (Análisis elaborado a partir de una muestra de 21 empresas cotizadas en Bolsa) (1985).
39. PEDRO MARTÍNEZ MÉNDEZ: Los gastos financieros y los resultados empresariales en condiciones de inflación (1986).
40. IGNACIO MAULEÓN, JOSÉ PÉREZ FERNÁNDEZ Y BEATRIZ SANZ: Los activos de caja y la oferta de dinero (1986).
41. MARÍA DOLORES GRANDAL MARTÍN: Mecanismos de formación de expectativas en mercados con retardo fijo de oferta: el mercado de la patata en España (1986).
42. J. RUIZ-CASTILLO: La medición de la pobreza y de la desigualdad en España, 1980-1981 (1987).
43. I. ARGIMÓN MAZA Y J. MARÍN ARCAS: La progresividad de la imposición sobre la renta (1989).
44. ANTONIO ROSAS CERVANTES: El Sistema Nacional de Compensación Electrónica (Primera edición, 1991. Segunda edición actualizada, 1995). (▲)
45. MARÍA TERESA SASTRE DE MIGUEL: La determinación de los tipos de interés activos y pasivos de bancos y cajas de ahorro (1991). (▲)
46. JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-PÁRAMO: Imposición personal e incentivos fiscales al ahorro en España (1991). (▲)
47. PILAR ÁLVAREZ Y CRISTINA IGLESIAS-SARRIA: La banca extranjera en España en el período 1978-1990 (1992).
48. JUAN LUIS VEGA: El papel del crédito en el mecanismo de transmisión monetaria (1992). (▲)
49. CARLOS CHULIÁ: Mercado español de pagarés de empresa (1992). (▲)
50. MIGUEL PELLICER: Los mercados financieros organizados en España (1992). (▲)
51. ELOÍSA ORTEGA: La inversión extranjera directa en España (1986-1990) (1992).
52. ALBERTO CABRERO, JOSÉ LUIS ESCRIVÁ Y TERESA SASTRE: Ecuaciones de demanda para los nuevos agregados monetarios (1992). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.) (▲)
53. ÁNGEL LUIS GÓMEZ JIMÉNEZ Y JOSÉ MARÍA ROLDÁN ALEGRE: Análisis de la política fiscal en España con una perspectiva macroeconómica (1988-1994) (1995). (▲)
54. JUAN MARÍA PEÑALOSA: El papel de la posición financiera de los agentes económicos en la transmisión de la política monetaria (1996). (▲)
55. ISABEL ARGIMÓN MAZA: El comportamiento del ahorro y su composición: evidencia empírica para algunos países de la Unión Europea (1996). (▲)
56. JUAN AYUSO HUERTAS: Riesgo cambiario y riesgo de tipo de interés bajo regímenes alternativos de tipo de cambio (1996). (▲)
57. OLYMPIA BOVER, MANUEL ARELLANO Y SAMUEL BENTOLILA: Duración del desempleo, duración de las prestaciones y ciclo económico (1996). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.) (▲)
58. JOSÉ MARÍN ARCAS: Efectos estabilizadores de la política fiscal. Tomos I y II (1997). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.) (▲)
59. JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, IGNACIO FUENTES, FERNANDO GUTIÉRREZ Y M^a TERESA SASTRE: El sistema bancario español ante la Unión Monetaria Europea (1997). (▲)
60. ANA BUISÁN Y ESTHER GORDO: El sector exterior en España (1997). (▲)
61. ÁNGEL ESTRADA, FRANCISCO DE CASTRO, IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: La inversión en España (1997). (▲)
62. ENRIQUE ALBEROLA ILLA: España en la Unión Monetaria. Una aproximación a sus costes y beneficios (1998). (▲)
63. GABRIEL QUIRÓS (coordinador): Mercado español de deuda pública. Tomos I y II (1998). (▲)
64. FERNANDO C. BALLABRIGA, LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ Y JAVIER JAREÑO MORAGO: Un modelo macroeconómico BVAR para la economía española: metodología y resultados (1998). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.) (▲)
65. ÁNGEL ESTRADA Y ANA BUISÁN: El gasto de las familias en España (1999). (▲)
66. ROBERTO BLANCO ESCOLAR: El mercado español de renta variable. Análisis de la liquidez e influencia del mercado de derivados (1999). (▲)

Nota: La relación completa de cada serie figura en el Catálogo de Publicaciones.

Las señaladas con (▲) están disponibles en versión electrónica.

67. JUAN AYUSO, IGNACIO FUENTES, JUAN PEÑALOSA Y FERNANDO RESTOY: El mercado monetario español en la Unión Monetaria (1999). (▲)
68. ISABEL ARGIMÓN, ÁNGEL LUIS GÓMEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y FRANCISCO MARTÍ: El sector de las Administraciones Públicas en España (1999). (▲)
69. JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Assessing the benefits of price stability: The international experience (2000). (▲)
70. OLYMPIA BOVER Y MARIO IZQUIERDO: Ajustes de calidad en los precios: métodos hedónicos y consecuencias para la Contabilidad Nacional (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.) (▲)
71. MARIO IZQUIERDO Y M^a DE LOS LLANOS MATEA: Una aproximación a los sesgos de medición de las variables macroeconómicas españolas derivados de los cambios en la calidad de los productos (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.) (▲)
72. MARIO IZQUIERDO, OMAR LICANDRO Y ALBERTO MAYDEU: Mejoras de calidad e índices de precios del automóvil en España (2001). (Publicada una versión inglesa con el mismo número.) (▲)
73. OLYMPIA BOVER Y PILAR VELILLA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.) (▲)
74. MARIO IZQUIERDO Y M^a DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.) (▲)
24. ANTONIO TENA JUNGUITO: Las estadísticas históricas del comercio internacional: fiabilidad y comparabilidad (1992). (▲)
25. MARÍA JESÚS FUENTE: Finanzas y ciudades. El tránsito del siglo XV al XVI (1992). (▲)
26. HERNÁN ASDRÚBAL SILVA: El Comercio entre España y el Río de la Plata (1778-1810) (1993). (▲)
27. JOHN ROBERT FISHER: El Comercio entre España e Hispanoamérica (1797-1820) (1993). (▲)
28. BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Fraude y administración fiscal en Castilla. La Comisión de Millones (1632-1658): Poder fiscal y privilegio jurídico-político (1994). (▲)
29. PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. I: España y México (1994). (▲)
30. PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. II: Suramérica y el Caribe (1994). (▲)
31. BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Reforma y fraude fiscal en el reinado de Carlos II. La Sala de Millones (1658-1700) (1995). (▲)
32. SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. I: Recursos y sectores productivos (1995). (▲)
33. FERNANDO SERRANO MANGAS: Vellón y metales preciosos en la Corte del Rey de España (1618-1668) (1996).
34. ALBERTO SABIO ALCUTÉN: Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930) (1996). (▲)
35. M^a GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996). (▲)
36. CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997). (▲)
37. EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998). (▲)
38. ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999). (▲)
39. MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000). (▲)
40. ANA CRESPO SOLANA: El comercio marítimo entre Amsterdam y Cádiz (1713-1778) (2000). (▲)
41. LLUIS CASTAÑEDA: El Banco de España (1874-1900). La red de sucursales y los nuevos servicios financieros (2001). (▲)
42. SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. II: Finanzas y renta nacional (2002). (▲)
43. ELENA MARTÍNEZ RUIZ: El sector exterior durante la autarquía. Una reconstrucción de las balanzas de pagos de España, 1940-1958 (2002). (▲)

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA (SERIE ROJA)

13. ANTONIO GÓMEZ MENDOZA: Ferrocarril y mercado interior en España (1874-1913). Vol. II: Manufacturas textiles, materias textiles, minerales, combustibles y metales (vol. extra) (1985).
14. ESTEBAN HERNÁNDEZ ESTEVE: Establecimiento de la partida doble en las cuentas centrales de la Real Hacienda de Castilla (1592). Vol. I: Pedro Luis de Torgrosa, primer contador del libro de caja (vol. extra) (1986).
15. ESPERANZA FRAX ROSALES: El mercado interior y los principales puertos, 1857-1920 (1987).
16. ESTEBAN HERNÁNDEZ ESTEVE: Contribución al estudio de las ordenanzas de los Reyes Católicos sobre la Contaduría Mayor de Hacienda y sus oficios (vol. extra) (1988).
17. ALONSO DE OJEDA EISELEY: Índice de precios en España en el período 1913-1987 (1988).
18. ALEJANDRO ARIZCUN: Series navarras de precios de cereales, 1589-1841 (1989).
19. FRANCISCO COMÍN: Las cuentas de la hacienda preliberal en España (1800-1855) (1990).
20. CARLOS ALBERTO GONZÁLEZ SÁNCHEZ: Reparación de capitales del virreinato del Perú en el siglo XVI (1991).
21. GASPAS FELIU: Precios y salarios en la Cataluña moderna. Vol. I: Alimentos (1991). (▲)
22. GASPAS FELIU: Precios y salarios en la Cataluña moderna. Vol. II: Combustibles, productos manufacturados y salarios (1991). (▲)
23. ESTEBAN HERNÁNDEZ ESTEVE: Noticia del abastecimiento de carne en la ciudad de Burgos (1536-1537) (1992). (▲)
- 0217 SONSOLES GALLEGO, ALICIA GARCÍA HERRERO AND JESÚS SAURINA: The Asian and European Banking Systems: The case of Spain in the quest for development and stability. (▲)
- 0218 JOSÉ RAMÓN MARTÍNEZ RESANO AND LILIANA TOLEDO FALCÓN: Futuros sobre acciones: De-

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- manda e implicaciones sobre los mercados de renta variable. (▲)
- 0219 JOSÉ MANUEL CAMPA AND JOSÉ M. GONZÁLEZ MÍNGUEZ: Differences in exchange rate passthrough in the euro area.
- 0220 LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ Y JAVIER JAREÑO MORAGO: ISIS: Un indicador sintético integral de los Servicios de Mercado. (▲)
- 0221 MARCO HOEBERICHTS: The Credibility of Central Bank Announcements. (▲)
- 0222 KLAUS DESMET: Asymmetric Shocks, Risk Sharing, and the Latter Mundell. (▲)
- 0223 JOSÉ MANUEL CAMPA AND IGNACIO HERNANDO: Value creation in European M&As. (▲)
- 0224 JUAN AYUSO HUERTAS, DANIEL PÉREZ CID AND JESÚS SAURINA SALAS: Are capital buffers pro-cyclical? Evidence from Spanish panel data. (▲)
- 0225 ANDREW BENITO: Does job insecurity affect household consumption? (▲)
- 0226 ANDREW BENITO: Financial pressure, monetary policy effects and inventory adjustment by UK and Spanish firms. (▲)
- 0227 ANDREW BENITO AND IGNACIO HERNANDO: Extricate: Financial Pressure and Firm Behaviour in Spain. (▲)
- 0228 ANA DEL RÍO: El endeudamiento de los hogares españoles. (▲)
- MIGUEL ARTOLA: La Hacienda del siglo XIX: progresistas y moderados (1986) (*).
- TERESA TORTELLA CASARES: Índice de los primitivos accionistas del Banco Nacional de San Carlos (1986). 9,38 €.
- GONZALO ANES ÁLVAREZ: Monedas hispánicas, 1475-1598 (1987). 25 €.
- JUAN SARDÁ DEXEUS: Escritos (1948-1980) (1987). 12,50 €.
- CENTRO DE ESTUDIOS JUDICIALES Y BANCO DE ESPAÑA: Aspectos jurídicos de las crisis bancarias (respuesta del ordenamiento jurídico). Ciclo de conferencias (1988). 9,38 €.
- CONGRESO SOBRE ARCHIVOS ECONÓMICOS DE ENTIDADES PRIVADAS. II. 1986. MADRID: Actas del segundo congreso sobre archivos económicos de entidades privadas (1988). 6,25 €.
- PEDRO TEDDE DE LORCA: El Banco de San Carlos (1782-1829) (1988) (*).
- SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Comentarios a las sentencias del Tribunal Constitucional de 22 de marzo de 1988 (1988). 6,25 €.
- FERNANDO SERRANO MANGAS: Armadas y flotas de la plata (1620-1648) (1989). 12,50 €.
- MARÍA TERESA OLAZ NAVARRO: Inventario de los fondos del Banco de San Carlos en archivos del Estado (1989) 9,38 €.
- BANCO DE ESPAÑA: Monedas de Oro de la Colección del Banco de España (1991). 48,08 €.
- PEDRO MARTÍNEZ MÉNDEZ: Los beneficios de la banca (1970-1989) (1991). 12,50 €.
- MARÍA JOSÉ TRUJILLO MUÑOZ: La potestad normativa del Banco de España: el régimen dual establecido en la Ley de Autonomía (1995). 3,13 €.
- BANCO DE ESPAÑA: Tauromaquia. Catálogo comentado sobre la Tauromaquia, de Francisco de Goya, referido a una primera tirada de esta serie, propiedad del Banco de España (1996). 5 €.
- JUAN LUIS SÁNCHEZ-MORENO GÓMEZ: Circular 8/1990, de 7 de septiembre. Concordancias legales (1996). 6,25 €.
- RAMÓN SANTILLÁN: Memorias (1808-1856) (1996) (**).
- BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): La política monetaria y la inflación en España (1997) (*).
- BANCO DE ESPAÑA: La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales (1997). 3,01 €.
- TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 28,13 €.
- JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS AND FERNANDO GUTIÉRREZ (Ed.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (**).
- VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 5,31 €.
- PEDRO TEDDE DE LORCA: El Banco de San Fernando (1829-1856) (1999) (*).
- BANCO DE ESPAÑA (Ed.): Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal (2000). 12,02 €.
- PABLO MARTÍN ACEÑA: El Servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000) (2000). 9,02 €.
- TERESA TORTELLA: Una guía de fuentes sobre inversiones extranjeras en España (1780-1914) (2000). 9,38 €.
- VICTORIA PATXOT Y ENRIQUE GIMÉNEZ-ARNAU: Banqueros y bancos durante la vigencia de la Ley Cambó (1922-1946) (2001). 5,31 €.
- BANCO DE ESPAÑA: El camino hacia el euro. El real, el escudo y la peseta (2001). 45 €.
- BANCO DE ESPAÑA: El Banco de España y la introducción del euro (2002). Ejemplar gratuito. (▲)

EDICIONES VARIAS (1)

- FELIPE RUIZ MARTÍN (Y OTROS): El Banco de España. Una historia económica (1970). Edición normal: 2.392 PTA / 14,38 €; edición de lujo: 17,97 €.
- GABRIEL TORTELLA CASARES: La banca española en la Restauración (2 vols.) (1974). 6,25 €.
- NICOLÁS SÁNCHEZ ALBORNOZ: Los precios agrícolas durante la segunda mitad del siglo XIX. Vol. I: Trigo y cebada (1975). 3,13 €.
- MIGUEL ARTOLA: Los ferrocarriles en España, 1844-1943 (2 vols.) (1978). 12,50 €.
- LA ECONOMÍA ESPAÑOLA AL FINAL DEL ANTIGUO RÉGIMEN (4 vols.): I. Agricultura: Edición e introducción de Gonzalo Anes. II. Manufacturas: Edición e introducción de Pedro Tedde. III. Comercio y Colonias: Edición e introducción de Josep Fontana. IV. Instituciones: Edición e introducción de Miguel Artola (1982) (*).
- MIGUEL ARTOLA: La Hacienda del Antiguo Régimen (1982) (*).
- RAMÓN SANTILLÁN: Memoria Histórica sobre los Bancos Nacionales de San Carlos, Español de San Fernando, Isabel II, Nuevo de San Fernando y de España (1982). 3,13 €.
- CONGRESO SOBRE ARCHIVOS ECONÓMICOS DE ENTIDADES PRIVADAS. I. 1982. MADRID: Actas del primer congreso sobre archivos económicos de entidades privadas (1983). 3,13 €.
- GONZALO ANES, LUIS ÁNGEL ROJO, PEDRO TEDDE (Y OTROS): Historia económica y pensamiento social. Estudios en homenaje a Diego Mateo del Peral (1983) (*).
- INTRODUCCIÓN A LA CONTABILIDAD. Nociones elementales para principiantes (1985). Centro de Formación del Banco de España. 3,13 €.
- JOAQUÍN MUNS: Historia de las relaciones entre España y el Fondo Monetario Internacional, 1958-1982: Veinticinco años de economía española (1986) (*).

(1) Todas las publicaciones las distribuye el Banco de España, excepto las señaladas con (*), (**) o (***) que las distribuyen, respectivamente, Alianza Editorial, Editorial Tecnos y Macmillan (Londres). Los precios indicados incluyen el 4 % de IVA.

DISTRIBUCIÓN, TARIFAS Y MODALIDADES DE SUSCRIPCIÓN (2003)

BANCO DE ESPAÑA				
I. ESTUDIOS E INFORMES		II. DIFUSIÓN ESTADÍSTICA		
PERIÓDICOS Informe anual (ediciones en español e inglés) Balanza de Pagos de España (anual) (ediciones en español e inglés) Boletín económico (mensual) (hay una versión en inglés de periodicidad trimestral) Central de Anotaciones. Memoria (anual) Memoria del Servicio de Reclamaciones (anual) Estabilidad financiera (semestral) (ediciones en español e inglés) Memoria de la Supervisión Bancaria en España (anual) (ediciones en español e inglés)		Boletín estadístico (mensual) (actualización diaria en Internet) Cuentas financieras de la economía española (series trimestrales, publicación anual) (edición bilingüe: español e inglés) (actualización trimestral en Internet) Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras (monografía anual) (hay una edición en CD Rom) Central de Balances Trimestral (se incluye en los boletines económicos de marzo, junio, septiembre y noviembre) Boletín de anotaciones en cuenta (diario) (solo disponible en versión electrónica en la página <i>web</i>)		
NO PERIÓDICOS Estudios Económicos (Serie azul) Estudios de Historia Económica (Serie roja) Documentos de Trabajo Central de Balances: estudios de encargo Notas de estabilidad financiera Ediciones varias Manual de la Central de Anotaciones		III. LEGISLACIÓN FINANCIERA Y REGISTROS OFICIALES		
		Circulares a entidades de crédito Circulares del Banco de España (recopilación) (cuatrimestral) Registros de entidades (anual)		
		IV. FORMACIÓN		
		Textos del Área de Desarrollo de Recursos Humanos		
BANCO CENTRAL EUROPEO				
Informe anual, Boletín mensual y Otras publicaciones.				
INFORMACIÓN, SUSCRIPCIÓN Y VENTA				
<p>Todas las publicaciones que el Banco de España edite a partir de este momento, a excepción del <i>Boletín de la Central de Anotaciones</i>, <i>Textos del Área de Desarrollo de Recursos Humanos</i> y <i>Ediciones varias</i>, se harán simultáneamente en impresión y en formato electrónico, que estará disponible en la página <i>web</i> del Banco de España (www.bde.es), donde podrán ser descargadas GRATUITAMENTE, así como un elevado número de publicaciones anteriores. La relación de las publicaciones descargables puede ser consultada en el Catálogo, que está publicado en la página anteriormente mencionada.</p>				
PUBLICACIONES IMPRESAS				
<p>Todas las publicaciones, a excepción del <i>Boletín estadístico</i>, <i>Central de Balances: estudios de encargo</i>, <i>Circulares</i> (recopilación), <i>Textos del Área de Desarrollo de Recursos Humanos</i> y <i>Ediciones varias</i>, se pueden obtener gratuitamente, solicitándolas a la Sección de Publicaciones mediante escrito a la dirección postal que figura al final de esta página. El Banco de España reserva un número limitado de ejemplares a este fin, agotados los cuales no se compromete a su reedición, pudiendo reducir el número de ejemplares demandados por un mismo solicitante.</p> <p>El Banco de España admite la incorporación a la lista de distribución de las siguientes publicaciones: <i>Boletín económico</i>, <i>Boletín Mensual del Banco Central Europeo</i>, <i>Documentos de Trabajo</i>, <i>Estabilidad financiera</i> y <i>Notas de estabilidad financiera</i>, reservándose el derecho de suspender el envío sin preaviso de ningún tipo, así como de reducir el número de ejemplares demandados por un mismo solicitante. Las personas interesadas en ser incluidas en estas listas deberán solicitarlo a la Sección de Publicaciones, mediante escrito a la dirección postal que figura al final de esta página.</p>				
PUBLICACIONES	TARIFAS (1)			
	VENTA		SUSCRIPCIÓN	
	ESPAÑA (IVA incluido)	EXTRANJERO (sin IVA)	ESPAÑA (IVA incluido)	EXTRANJERO (sin IVA)
Boletín estadístico	12,50 €	18,03 €	125,01 €	186,31 €
Circulares del Banco de España: recopilación completa	43,75 €	84,14 €	43,75 €	84,14 €
Circulares del Banco de España (recopilación): actualización anual			18,75 €	36,06 €
Central de Balances: estudios de encargo	Consultar al Servicio de Difusión de la Central de Balances (tels. 913 386 931, 913 386 929 y 913 386 930, fax 913 386 880; envíos postales a calle Alcalá, 50, 28014 Madrid).			
Textos del Área de Desarrollo de Recursos Humanos	Consultar precios en el Catálogo			
Ediciones varias				
<p>(1) Los precios para España llevan incluido el 4 % de IVA. Canarias, Ceuta, Melilla y extranjero están exentos del IVA, así como los residentes en el resto de la Unión Europea que comuniquen el NIF.</p>				
<p>Los interesados en suscribirse (indicar la suscripción deseada) o en adquirir alguna de las publicaciones anteriores podrán hacerlo mediante: transferencia a la cuenta corriente 9000.0001.20.0250974114, abierta en el Banco de España en Madrid, a favor de Publicaciones del Banco de España; cheque nominativo a favor de Publicaciones del Banco de España; o en la ventanilla de Publicaciones, Alcalá, 50, 28014 Madrid. En el caso de optar por el pago por transferencia, tendrán que remitir copia de la orden de dicha transferencia, por correo o bien por fax (913 386 488); si elige el pago mediante cheque, podrá hacerlo, bien por correo, o en ventanilla.</p>				
<p>Información: Banco de España, Sección de Publicaciones, Alcalá, 50, 28014 Madrid. Teléfono 913 386 364. <i>e-mail:</i> publicaciones@bde.es</p>				
Información más detallada en: www.bde.es				