



# Mercado de Deuda Pública

Memoria  
sobre la actividad del Mercado de Deuda Pública

2003

BANCO DE ESPAÑA

Madrid 2004

## 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, 2004

Depósito legal: M. 18847 - 2004  
Impreso en España por Artes Gráficas Coyve, SA

## Índice general

	<i>Páginas</i>
<b>I. SITUACIÓN GENERAL DE LOS MERCADOS</b> .....	7
I.1. La situación económica general .....	7
I.2. Los mercados financieros internacionales .....	9
I.3. El Mercado de Deuda Pública en España .....	10
<b>II. MERCADO PRIMARIO DE DEUDA DEL ESTADO</b> .....	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 .....	18
<b>III. MERCADO SECUNDARIO DE DEUDA DEL ESTADO</b> .....	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
<b>IV. DISTRIBUCIÓN DE SALDOS POR GRUPOS DE AGENTES</b> .....	29
IV.1. Distribución de saldos vivos .....	29
IV.2. El Banco de España como entidad gestora .....	31
<b>V. OTROS EMISORES</b> .....	33
V.1. Mercado primario .....	33
V.2. Mercado secundario .....	34
V.3. Distribución por inversores .....	35
<b>VI. SUPERVISIÓN DEL SISTEMA</b> .....	37
<b>VII. INNOVACIONES</b> .....	39
VII.1. Mejora de la calificación crediticia de la deuda española .....	39

	<i>Páginas</i>
VII.2. Cambios en la figura de creador de mercado .....	40
VII.3. Novedades en la política del Tesoro .....	40
VII.4. Cambios en la organización de la industria de mercados financieros españoles .	41
VII.4.1. Iberclear .....	41
VII.4.2. Meffclear .....	42
<b>APÉNDICE ESTADÍSTICO</b> .....	<b>45</b>
<b>GLOSARIO</b> .....	<b>57</b>

---

# I. Situación general de los mercados

## I.1. LA SITUACIÓN ECONÓMICA GENERAL

Después de tres años de debilidad e incertidumbre, la evolución de las principales áreas económicas durante 2003 parece apuntar una recuperación global de la actividad. Pese a que en los primeros meses la caída de las expectativas de los agentes sugería un nuevo declive del ciclo internacional, en la parte final del año prácticamente todas las regiones económicas vieron acelerarse sus tasas de crecimiento, como resultado de la recuperación de la confianza de los agentes y del efecto de políticas económicas expansivas.

Pero no todas las economías tuvieron la misma respuesta a estos estímulos, de modo que la distribución del crecimiento mundial en 2003 fue bastante desigual. Como se observa en el gráfico I.1, EEUU registró tasas de crecimiento del producto interior bruto positivas y crecientes durante todo 2003 y al final del año se encontraba en plena recuperación —en el cuarto trimestre llegó a crecer un 4,3% en tasa interanual—, alcanzando un incremento del PIB del 3,1% en el conjunto del año. La economía norteamericana actuó como principal motor de la recuperación mundial junto con China, que creció un 9,1%, y Japón, que, tras once años de ausencia de dinamismo, consiguió repuntar en 2003 y registrar un crecimiento medio del 2,7%. Mientras tanto, la UEM comenzaba el año ralentizando su actividad, hasta estancarse en el segundo trimestre, con un crecimiento interanual del PIB de solo el 0,1%; y no fue hasta el segundo semestre cuando mostró signos de una incipiente recuperación, acabando el año con un crecimiento medio del 0,4%. Como resultado de este comportamiento dispar, la contribución de la UEM al crecimiento mundial fue de solo el 5%, mientras que EEUU aportó el 34%, China el 14% y Japón el 12% (1).

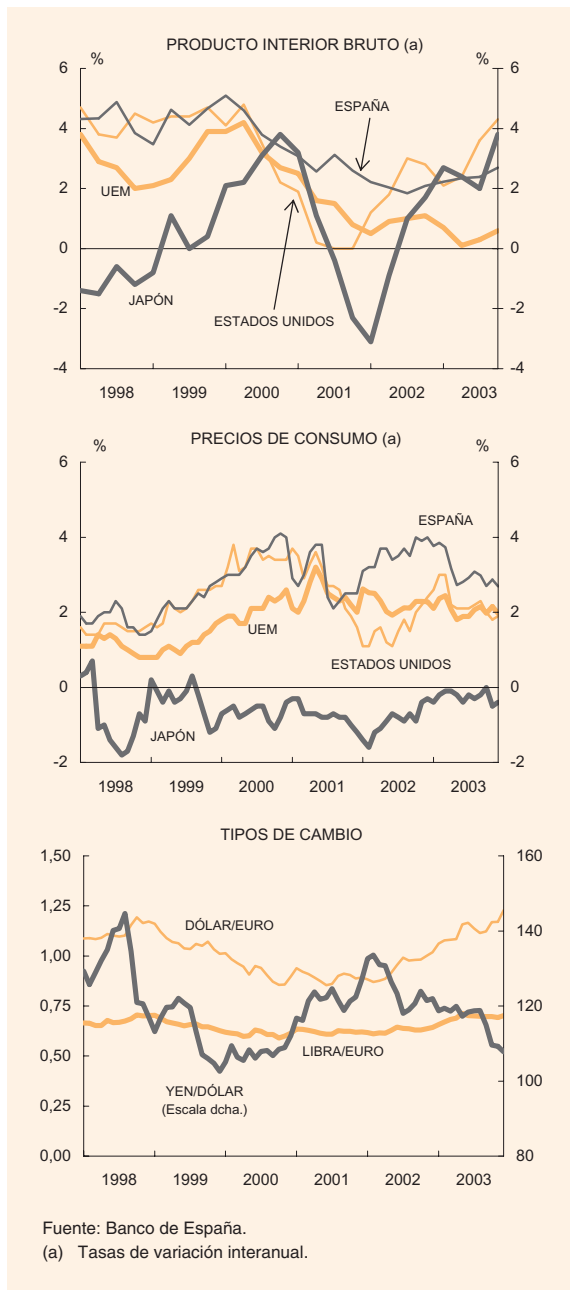
La progresión de la economía estadounidense fue fruto de un extraordinario impulso fiscal y monetario. En este sentido, se llevaron a cabo significativas reducciones de impuestos e incrementos del gasto en defensa y sanidad, y se redujo el tipo de intervención en el mes de junio hasta el 1%, desde el 1,25% vigente desde noviembre de 2002, cuando la Reserva Federal disminuyó el tipo en cincuenta puntos básicos. Estas políticas fueron posibles gracias a la ausencia de tensiones inflacionistas y a las expectativas favorables sobre la evolución de los precios. Estos, tras la aceleración de los primeros meses del año, comenzaron a ralentizarse en abril, hasta registrar un crecimiento interanual

---

(1) Las contribuciones al crecimiento mundial han sido calculadas tomando el tipo de cambio medio del dólar durante 2003.

GRÁFICO I.1

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



del 1,9% en diciembre de 2003, frente al 2,4% en el mismo mes del año previo. Además, hay que tener en cuenta el papel de la intensa depreciación experimentada por el dólar, que, junto con los reducidos niveles de tipos de interés y una inflación en el entorno del 2%, provocó que las condiciones monetarias fuesen de las más relajadas en las últimas décadas, favoreciendo el avance de la actividad en EEUU.

La zona euro, como se comentó anteriormente, necesitó más tiempo para iniciar la recuperación tras el estancamiento de princi-

pios de año, y cuando finalmente consiguió repuntar fue gracias al estímulo externo y de forma bastante modesta. Así, en la segunda mitad del año comenzó a mostrar un mayor dinamismo, apoyado en el crecimiento de la demanda de las exportaciones, que se benefició de la expansión del producto mundial, mientras que la demanda interna siguió mostrando síntomas de debilidad. De hecho, tras haberse incrementado en un 0,9% en 2002, el PIB de la zona euro registró un crecimiento acumulado en 2003 de solo el 0,4%, que es la peor cifra de crecimiento desde la recesión de 1993. Los precios, por otra parte, evolucionaron de forma estable durante 2003, manteniéndose su tasa de crecimiento interanual en torno a un valor medio del 2,1% y cerrando el año en un 2%.

En este contexto, España mantuvo un ritmo de crecimiento sostenido durante todo el año que se aceleró ligeramente en el último trimestre, resultando en una tasa de crecimiento del PIB en 2003 del 2,4%, cuatro décimas superior al dato de 2002. Además, frente a la comentada incapacidad de Europa para generar crecimiento autónomo, la progresión española no se basó en la contribución de la demanda exterior neta, que restó un 1% al crecimiento, sino en el aumento de la demanda interna, cuya contribución fue de 3,4 puntos, frente a los 2,6 puntos del año anterior. Así, los componentes más dinámicos de la economía española en 2003 fueron el consumo y la inversión en construcción. Dentro del consumo, el gasto de los hogares se expandió un 3% (cuatro décimas más que en 2002) gracias al aumento de la renta disponible de las familias —al que contribuyeron la creación de puestos de trabajo y la desaceleración de la tasa de inflación—, las ganancias de riqueza financiera y la persistencia de unas condiciones monetarias muy holgadas. La inversión en construcción, aunque se desaceleró, mantuvo un ritmo de crecimiento considerable, pasando de un 4,2% en 2002 al 3,7% en 2003.

Además, debe subrayarse que el mayor dinamismo de la economía española, basado en la fortaleza de la demanda interna, ha permitido casi duplicar el diferencial de crecimiento respecto a nuestros socios comunitarios, desde el 1,2% en 2002 al 2% en 2003. Asimismo, la tasa de inflación española medida por el IAPC se redujo en el promedio del año medio punto porcentual (el crecimiento medio interanual de los precios fue del 3,1%, frente al 3,6% de 2002), con lo que el diferencial de inflación entre la economía española y la UEM disminuyó considerablemente, pasando del 1,7% en diciembre de 2002 al 0,7% en diciembre de 2003.

## I.2. LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

Los mercados financieros internacionales estuvieron caracterizados en 2003 por unos reducidos niveles de tipos a largo plazo —favorecidos por el tono expansivo de las políticas monetarias—, la recuperación de las bolsas y la reducción de las primas de riesgo crediticio y de la variabilidad de las cotizaciones, todo lo cual favoreció el dinamismo económico.

En los mercados de renta fija, en general, y de deuda pública, en particular, las rentabilidades negociadas evolucionaron de forma similar en las principales áreas económicas, aunque con distinta intensidad. En todas ellas, ante el temor a la deflación, las rentabilidades continuaron durante la primera mitad del año la tendencia decreciente con la que finalizaron 2002, hasta alcanzar valores mínimos en el mes de junio, a partir del cual comenzaron a recuperarse, como resultado del mayor optimismo acerca del crecimiento. Pero mientras en EEUU, Reino Unido y Japón las principales referencias finalizaban el ejercicio en niveles superiores a 2002, en la UEM ocurría lo contrario.

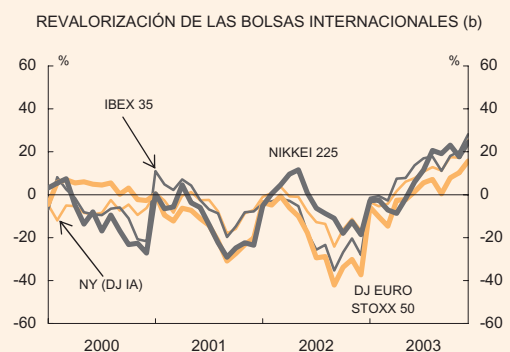
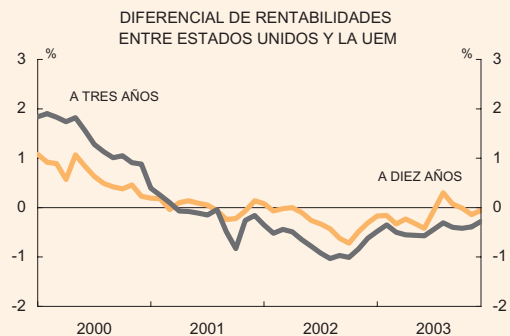
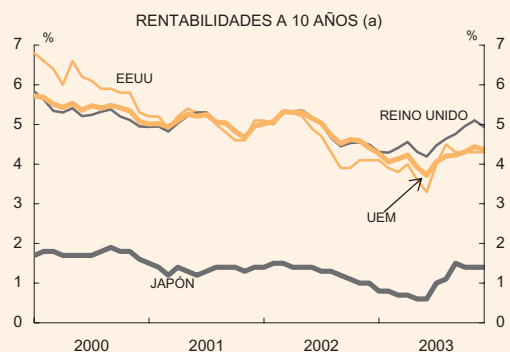
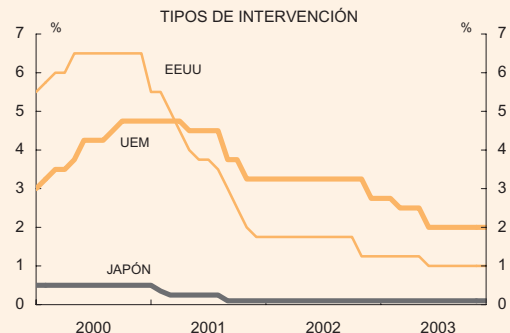
Concretamente, en Estados Unidos, las rentabilidades de la deuda pública con vencimiento a tres años acumularon en 2003 un aumento de 14 pb, que compensó ligeramente el descenso de 120 pb registrado en 2002. Así, la referencia a tres años se situó en diciembre de 2003 en el entorno del 2,6%. En la UEM, sin embargo, dicha referencia finalizó el año en el 2,9%, acumulando un descenso de 20 pb con respecto a diciembre de 2002. En el caso de la deuda pública a diez años, las rentabilidades acumularon a lo largo del año un descenso de 5 pb en la UEM, mientras que en EEUU, Reino Unido y Japón aumentaron 20 pb, 45 pb y 40 pb, respectivamente.

El resultado obvio de este comportamiento fue una notable reducción de los diferenciales entre EEUU y la UEM, en línea con el proceso de convergencia progresiva en rentabilidad que se viene observando entre ambas áreas económicas desde el año 2000 (véase gráfico I.2). Así, el diferencial a tres años EEUU-UEM se redujo desde -62 pb en diciembre de 2002 hasta -28 pb a final de 2003, y el diferencial a diez años pasó de -31 pb a solo -6 pb, llegando incluso a cambiar de signo cuando alcanzó 30 pb en agosto de 2003.

En este entorno, la evolución de los rendimientos de la deuda pública en España durante los últimos años ha sido prácticamente idéntica a la del conjunto de la UEM, siendo el diferencial medio España-UEM en 2003 de solo 4,6 pb para la deuda a tres años y de -3,7 pb para las referencias a diez años.

GRÁFICO I.2

### Tipos de interés, rentabilidades y revalorización en bolsa



Fuente: Banco de España.

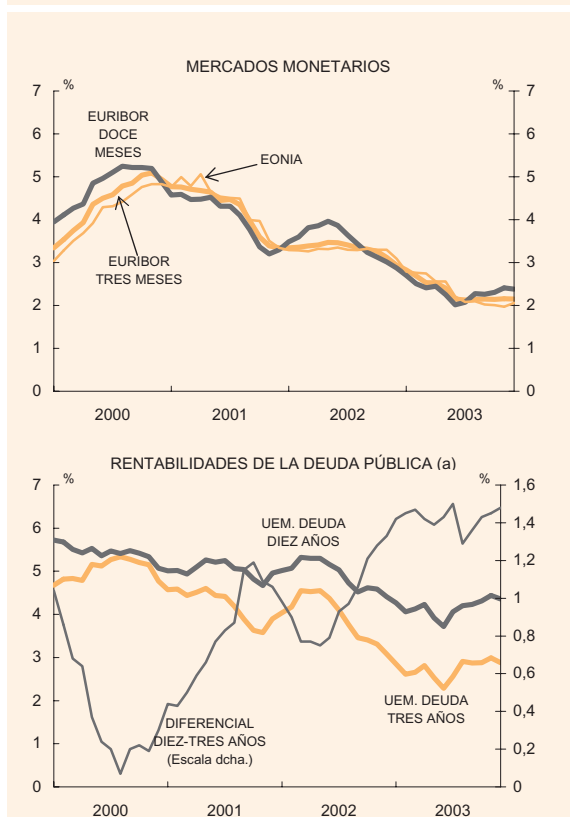
(a) Las rentabilidades de la deuda pública de la UEM son medias ponderadas de los datos correspondientes a los países de la zona euro.

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



GRÁFICO I.3

## Tipos de interés en la UEM



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.

En lo referente a los mercados monetarios y de deuda pública del área del euro destacan dos hechos relevantes. Por una parte, los tipos de interés en la UEM durante 2003 se situaron en niveles muy reducidos. En la primera mitad del año los tipos negociados recogían expectativas de que el BCE pudiera rebajar sus tipos de intervención, en un contexto de deterioro de las perspectivas sobre la recuperación económica. Esto provocó que los tipos del Euribor a tres y doce meses mostraran una tendencia decreciente, hasta que, una vez superados los miedos a la desaceleración económica y rebajados los tipos de intervención por parte del BCE —que los redujo en 50 pb en el mes de junio—, en el segundo semestre detuvieron su caída. Así, el Euribor a tres meses se estabilizó y el de a doce meses incluso aumentó.

Por otra parte, continuó el proceso de convergencia de las rentabilidades negociadas entre los distintos países de la Unión Monetaria. En efecto, todos ellos redujeron su diferencial medio anual de rentabilidad a diez años entre 2 pb y 17 pb con

respecto a la deuda alemana, que siguió representando el nivel de rentabilidad más reducido a ese plazo, excepción hecha de Luxemburgo.

En cuanto a la renta variable, el comportamiento de los mercados internacionales fue también favorable. Después de un primer trimestre muy negativo, en el mes de marzo comenzó una trayectoria ascendente que se mantuvo hasta el final del año gracias a la mejora de las perspectivas sobre la evolución mundial. Este mayor optimismo fue consecuencia de que los mayores motivos de preocupación en los primeros meses (guerra en Irak, riesgo de nuevos atentados terroristas, peligro de deflación en EEUU y epidemia SARS) no afectaron a las principales economías tanto como se esperaba. Como resultado, y después de tres años consecutivos de descensos generalizados de las cotizaciones, 2003 se cerró con fuertes ganancias en los principales índices bursátiles. Así, el DJIA acumuló en 2003 una revalorización del 25,3%, el Nikkei del 24,5%, el DJ Euro Stoxx 50 del 15,7% y el Ibex 35 del 28,2%.

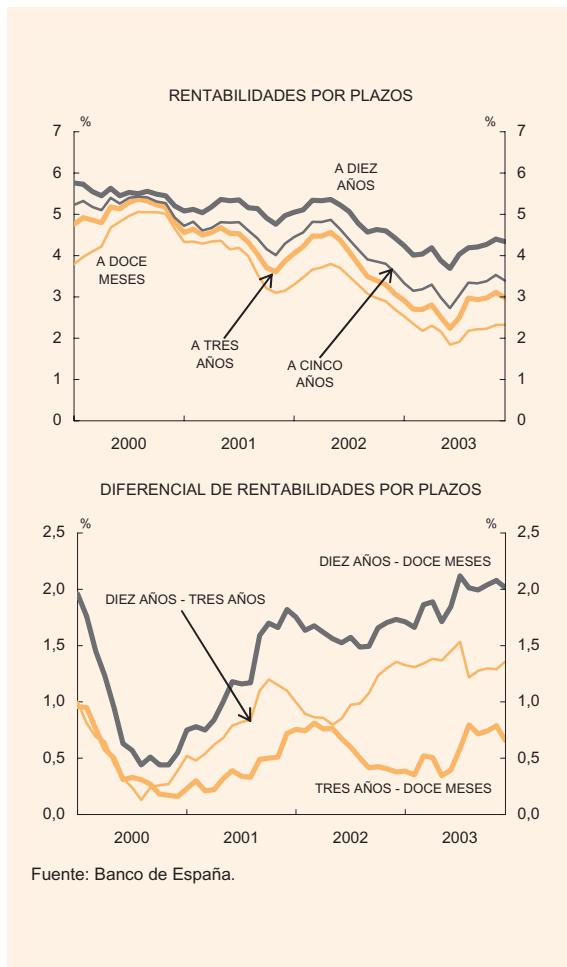
Los mercados cambiarios, a pesar de los buenos datos económicos de EEUU, estuvieron caracterizados por un clima de desconfianza hacia el dólar estadounidense, que se depreció frente a las principales monedas y especialmente contra el euro, como se observa en el gráfico I.1. De esta forma, el dólar continuó durante 2003 la misma tendencia que en 2002 y acumuló una depreciación del 20% con respecto al euro, proceso que tuvo lugar principalmente en la segunda mitad del año, cuando el tipo de cambio dólar/euro llegó a alcanzar máximos históricos. Esta depreciación gradual del dólar, entre cuyas causas destacan los elevados déficit de EEUU —tanto por cuenta corriente como fiscal—, no evitó sin embargo el predominio de unas condiciones financieras globalmente favorables. Por último, además de apreciarse fuertemente contra el dólar, el euro acumuló durante 2003 una apreciación del 6,6% frente al yen y del 9,3% frente a la libra esterlina, que se suman al 9,6% y 3,6% acumulados en 2002, respectivamente.

### I.3. EL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA

En 2003 las finanzas públicas españolas se saldaron con un superávit que permitió un ajuste a la baja en las necesidades de financiación. La operativa del Tesoro en el mercado de deuda pública resultó así en unas emisiones netas que hicieron disminuir ligeramente el saldo total de deuda y generaron un leve incremento de su vida media. Conviene también subrayar que, siguiendo la tendencia registrada a lo largo de los últimos

GRÁFICO I.4

## Mercado de deuda pública. España



años, el porcentaje del PIB que representa la deuda del Estado experimentó un nuevo descenso (del 54,5% en 2002 al 50,8% en 2003).

En términos netos, tanto letras como bonos y obligaciones tuvieron una aportación positiva a la financiación del Estado, destacando el impulso cobrado por las letras del Tesoro. Sin embargo, estas continuaron representando una escasa proporción (14% en 2003 y 13% en 2002) del saldo vivo de deuda total, siendo los bonos y obligaciones los instrumentos dominantes. Los tipos marginales de las subastas volvieron a experimentar descensos generalizados, de acuerdo con la tendencia mostrada por los mercados secundarios de renta fija españoles e internacionales en los últimos años.

La negociación en los mercados secundarios de deuda aumentó un 13%, siendo las letras los instrumentos que más avanzaron, con un 16,5% más de negociación que en 2002, mientras que los bonos y obligaciones presentaron un importe un 12% superior al de 2002. Este ligero avance de las letras (desde un 11,9% sobre el total ne-

gociado en 2002 hasta un 12,2% en 2003) fue el resultado de las medidas de reforma introducidas en su mercado, que se describen con detalle en el capítulo VII. A pesar de ello, el grueso de la negociación en 2003 siguió correspondiendo a los bonos y obligaciones (86,4%) y por tipo de operación a *repos* (52,5%) y simultáneas (36,6%). Una descripción más detallada de la evolución de los volúmenes de emisión y de negociación de deuda pública se incluye en los capítulos II y III, respectivamente.

En cuanto a las rentabilidades negociadas en el mercado secundario español, su evolución a lo largo del año siguió el mismo patrón que el conjunto de la zona euro. Como muestra el gráfico I.4, los rendimientos alcanzaron valores mínimos en el mes de junio, para comenzar su recuperación a partir de entonces, una subida que, por otra parte, no fue suficiente para compensar los descensos acumulados en la primera mitad del año. Como consecuencia de ello, los niveles alcanzados en diciembre de 2003 fueron inferiores a los de diciembre de 2002 en todos los segmentos del mercado.

Así, las operaciones al contado de letras del Tesoro acumularon durante el año un descenso de rentabilidad de treinta y siete puntos básicos, situándose en diciembre en niveles en torno al 2,3%. En lo que se refiere a la deuda a medio y largo plazo, mientras que a cinco años las rentabilidades negociadas registraron un descenso de veinte puntos básicos, este fue de solo nueve en las referencias a tres y diez años. Por lo tanto, el diferencial diez-tres años finalizó el ejercicio inalterado con respecto al valor de cierre de 2002, en 136 pb, mientras que tanto el diferencial tres años-doce meses como el diez años-doce meses aumentaron 28 pb, situándose en 66 pb y 201 pb, respectivamente.

Esta trayectoria decreciente de las rentabilidades de la deuda pública española fue tal que resultó en la práctica eliminación de los diferenciales con la deuda alemana, continuando con el proceso de convergencia en rentabilidad observado desde hace varios ejercicios. Concretamente, habiendo comenzado el año con un diferencial a diez años de solo 7,4 puntos básicos respecto al bono alemán, y tras superar un repunte en el segundo trimestre, en el mes de diciembre el bono español llegó a superar la cotización de este hasta en 1,6 puntos básicos. Este hecho es especialmente significativo si se tiene en cuenta la menor liquidez de la deuda española debido a su inferior volumen de emisión. Ahora bien, hay que señalar que parte de ese diferencial negativo pudo resultar de la ventaja en términos de duración del bono español frente a la nueva referencia alemana.

---

## II. Mercado primario de deuda del Estado

El año 2003 ha vuelto a ser favorable para la financiación del Estado. Aunque el déficit de caja alcanzó en el conjunto del año los 4.132 millones de euros, frente a 2.626 millones de euros el año anterior (1), su ejecución ha supuesto, sin embargo, una mejora del 53,4% respecto de la cifra inicialmente presupuestada. Este hecho, junto con una acumulación de activos financieros también inferior a la presupuestada y el recurso a las disponibilidades líquidas del Tesoro como mecanismo de financiación, por un importe igual a 5.735 millones de euros, ha acabado determinando que la emisión neta de deuda anotada se haya visto reducida considerablemente en relación con la del año precedente. De hecho, en septiembre el Tesoro decidió revisar a la baja su programa de emisión neta para el año 2003 en alrededor de 5.300 millones de euros. No obstante, la concentración de vencimientos que debían ser refinanciados en 2003 y la continuidad durante este ejercicio de la política de recompras de deuda han determinado un aumento en el recurso bruto a los mercados por parte del Tesoro. En términos de costes, la tónica favorable que se acaba de describir se ha traducido en que la financiación se ha captado a niveles prácticamente idénticos a los de los países europeos de referencia en los mercados de deuda.

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 anotada del Estado resultantes.

### II.1. EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN DEL ESTADO

De acuerdo con la información de la Intervención General de la Administración del Estado, la ejecución del presupuesto no financiero del Estado en el año 2003 ha presentado un déficit de caja que ascendió a 4.132 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 4.938 millones de euros, y de su materialización en términos de efectivo y de instrumentos del mercado de deuda anotada. Concretamente, la financiación se ha cubierto en el mercado doméstico mediante una emisión neta de letras,

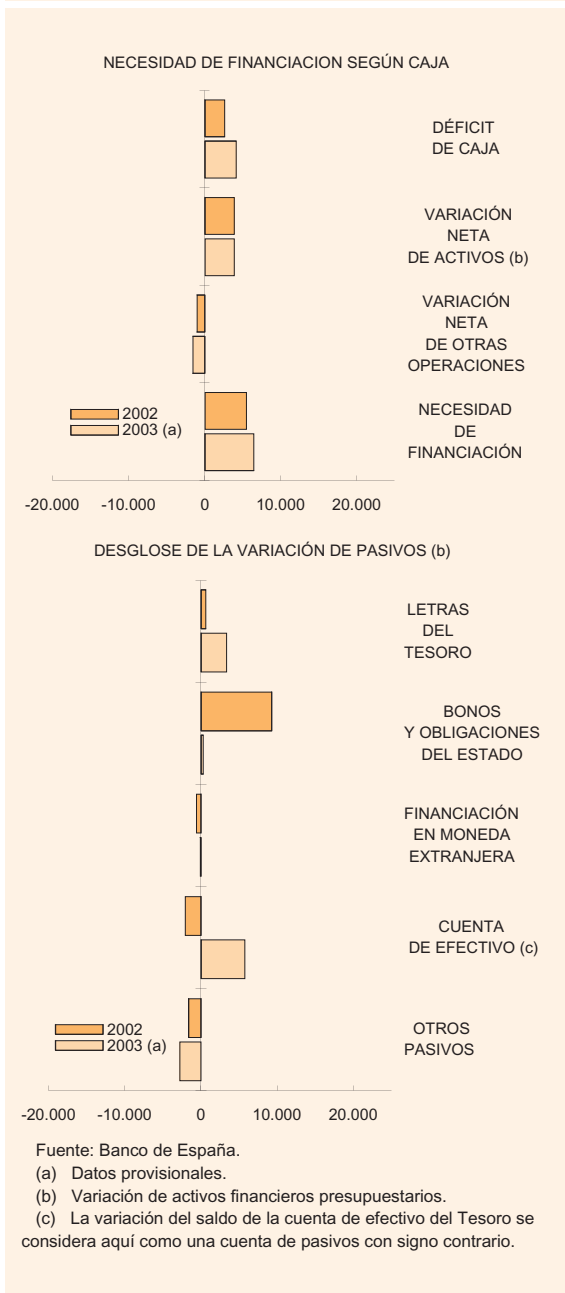
---

(1) Debe observarse que, en términos de Contabilidad Nacional (SEC-95), la necesidad de financiación del Estado durante 2003 se redujo un 38,1% en relación con 2002.

GRÁFICO II.1

### Necesidad de financiación según caja y su financiación

millones de €



bonos y obligaciones por un importe nominal igual a 1.793,3 millones de euros (2). Por otro lado, debe recordarse de nuevo que la disminución del saldo del Tesoro en sus cuentas de depósito de efectivo en el conjunto del año ha recortado el recurso a la financiación en los

(2) Completan el capítulo de fuentes de financiación neta la emisión neta en divisas y la deuda asumida por el Estado. En 2003, la financiación neta en partidas distintas de la deuda anotada ascendió a -2.939 millones de euros.

mercados por un importe igual a 5.735 millones de euros en términos efectivos.

La composición de la financiación neta obtenida por el Tesoro en el mercado interior ha favorecido que se produjera una leve extensión de la vida media del saldo de deuda del Estado, desde 6,02 años a finales de 2002, hasta 6,14 años, al concluir 2003. Este alargamiento se ha producido en un contexto caracterizado por una emisión de letras positiva en términos netos, por un importe de 2.935,2 millones de euros en términos nominales y por una colocación neta negativa de deuda del Estado a medio y largo plazo, la cual ascendió a -1.142,0 millones de euros.

Como resultado de la política de financiación practicada en 2003, se ha producido un crecimiento del 1% en el saldo de deuda pública anotada, cuyo importe nominal ascendía, al concluir ese ejercicio, a 284.734,3 millones de euros. Así mismo, el crecimiento registrado por el importe de amortizaciones en el ejercicio 2003 ha determinado que la actividad del Tesoro en el mercado primario haya crecido ligeramente en relación con la de 2002, a pesar de la contracción registrada por la apelación neta al mercado. Así, si en ese último año la emisión bruta de deuda anotada ascendió a 66.862,9 millones de euros, el monto nominal de valores colocados en 2003 ha sido 71.588,8 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 abril, fruto de la colocación en dicho mes de una obligación a diez años mediante un procedimiento de sindicación, así como la significativa amortización neta, en enero, debida al vencimiento ese mes de sendos bonos de cupones 5,25% y 3% y, ya más moderadas, de un bono en julio y de sendas obligaciones en agosto y en octubre.

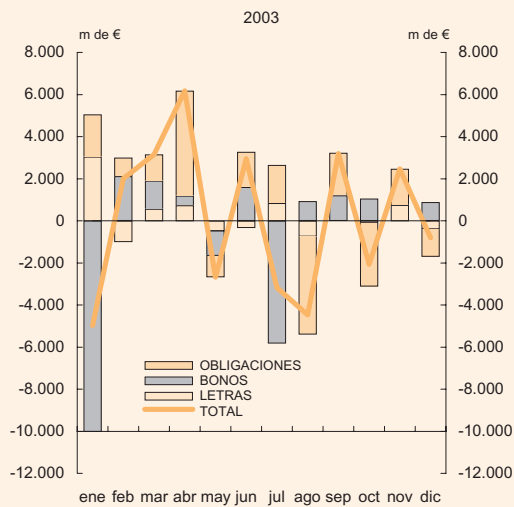
## II.2. EVOLUCIÓN DEL MERCADO PRIMARIO

Durante el año 2003 el perfil que han seguido los tipos marginales a los que se ha financiado el Tesoro ha respondido, en térmi-

Por otro lado, debe observarse que la cifra de emisión neta de letras, bonos y obligaciones está expresada en términos nominales, por razones de concordancia con el cuadro II.1, con lo que no refleja exactamente el efectivo captado. Obsérvese que es este el motivo por el que el signo de la emisión neta efectiva de bonos y obligaciones durante 2003 en el gráfico II.1 no concuerda con el de la misma variable en el cuadro II.1.

GRÁFICO II.2

### Emisiones netas mensuales de deuda Distribución por instrumentos



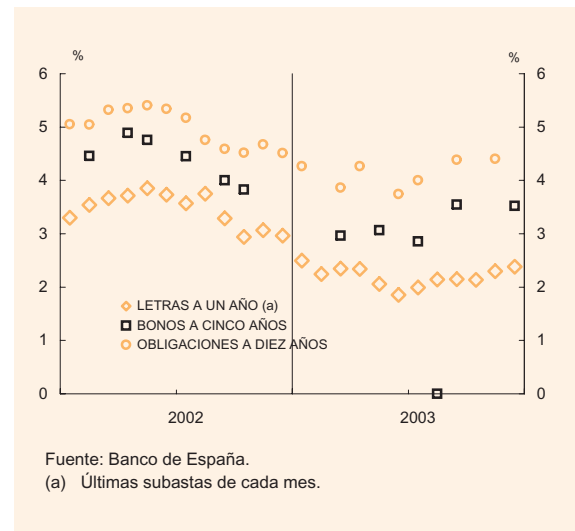
Fuente: Banco de España.

nos generales, a la trayectoria relativamente estable que ha caracterizado a los tipos de interés de mercado (véase gráfico II.3). Así, la diferencia entre los tipos marginales de las últimas subastas de 2003 y 2002 fue de tan solo -11 puntos básicos. Análogamente, un ejercicio similar referido a las letras a un año se salda con una caída en los tipos marginales en 51 puntos básicos. Por otra parte, la comparación con los tipos a los que se han financiado los emisores de referencia en Europa evidencia la mejora en la valoración relativa de la deuda del Estado español en los mercados de capitales, en los que los indicadores sintéticos de diferencial con Alemania y Francia prácticamente se anularon a lo largo de 2003.

Por lo que se refiere al nivel de actividad en el mercado primario, la emisión bruta de deuda del Estado aumentó en 2003 un 7%, como se aprecia en el cuadro II.1. Por instrumentos, la colocación de letras tuvo un mayor dinamismo, al registrar un crecimiento del 12%, en consonancia con el compromiso de fomento del mercado de instrumentos a corto plazo que el Tesoro ha puesto en práctica. El nivel de actividad del mercado primario de deuda a medio y largo plazo registró un crecimiento más modesto, próximo al 2%, a pesar de la concentración de amortizaciones en 2003 de líneas de bonos y obligaciones. En conjunto, como ya se ha indicado anteriormente, la emisión neta en 2003 registró una contracción notable, al cifrarse en 1.793,3 millones de euros, frente a los 9.494,7 millones de 2002. La sobre-financiación alcan-

GRÁFICO II.3

### Mercado primario de deuda del Estado Tipos marginales

Fuente: Banco de España.  
(a) Últimas subastas de cada mes.

zada en el mercado de letras ha permitido que el peso de esta clase de instrumentos en el conjunto de la deuda anotada haya aumentado en 2003, ya que, al concluir el ejercicio, las mismas suponían el 13,6%, frente al 12,7% en 2002.

La ejecución del programa de financiación se ha vuelto a caracterizar en 2003 por una reducción en el número de subastas y por un incremento en los importes medios captados en cada una. De esta forma, es posible conciliar objetivos más ambiciosos de liquidez para los instrumentos de deuda en el mercado secundario con un recurso al mercado primario que crece en menor medida. En conjunto, esta política limita la frecuencia en el lanzamiento de nuevas referencias. Con todo, en 2003 se lanzó un nuevo bono a tres años de cupón 3,20% y una nueva obligación a diez años con cupón 4,20%. La colocación de este último instrumento se inició mediante un procedimiento de sindicación, al objeto de asegurar una elevada liquidez desde el mismo comienzo de la emisión y de alcanzar objetivos específicos en cuanto a la distribución entre inversores.

#### II.2.1. Financiación a corto plazo

En 2003 el Tesoro ha seguido poniendo en práctica su política de fomento del papel de las letras en su financiación. En consecuencia, la emisión de letras ha recibido un nuevo impulso en 2003, como ya se anticipaba en la memoria correspondiente a 2002. En concreto, esta voluntad del Tesoro por fomentar el desarrollo de letras se ha manifestado en la introducción de

**Mercado primario de deuda del Estado  
Año 2003**

Millones de euros

	Emisión bruta			Amortización			Emisión neta			Saldo		
	2003	2002	%	2003	2002	%	2003	2002	%	2003	2002	%
<b>Total</b>	<b>71.588,8</b>	<b>66.862,9</b>	<b>7</b>	<b>69.795,5</b>	<b>57.368,2</b>	<b>22</b>	<b>1.793,3</b>	<b>9.494,7</b>	<b>-81</b>	<b>284.734,3</b>	<b>282.941,0</b>	<b>1</b>
<b>Total letras</b>	<b>36.207,9</b>	<b>32.235,4</b>	<b>12</b>	<b>33.272,7</b>	<b>31.988,5</b>	<b>4</b>	<b>2.935,2</b>	<b>246,9</b>	<b>1.089</b>	<b>38.766,2</b>	<b>35.831,0</b>	<b>8</b>
A tres meses	3.258,1	—	—	2.205,1	—	—	1.053,0	—	—	1.053,0	—	—
A seis meses	4.070,8	2.200,0	85	1.594,9	2.200,0	-28	2.475,9	—	—	2.475,9	—	—
A un año	12.366,0	16.270,8	-24	15.008,3	13.568,7	11	-2.642,2	2.702,0	-198	12.366,0	15.008,3	-18
A dieciocho meses	16.513,0	13.764,7	20	14.464,5	16.219,8	-11	2.048,5	-2.455,1	183	22.871,2	20.822,7	10
<b>Total bonos y obligaciones</b>	<b>35.380,9</b>	<b>34.627,5</b>	<b>2</b>	<b>36.522,9</b>	<b>25.379,7</b>	<b>44</b>	<b>-1.142,0</b>	<b>9.247,7</b>	<b>-112</b>	<b>245.968,0</b>	<b>247.110,0</b>	<b>0</b>
A tres años	10.139,5	3.374,5	200	17.328,3	10.852,4	60	-7.188,9	-7.477,9	4	21.988,0	29.176,8	-25
A cinco años	7.191,5	9.498,6	-24	7.412,4	8.647,4	-14	-220,9	851,2	-126	54.608,0	54.829,0	0
A diez años	12.452,7	14.305,7	-13	10.561,1	5.786,9	83	1.891,6	8.518,8	-78	111.747,0	109.855,4	2
A quince años	2.756,4	6.126,9	-55	1.221,0	93,0	1.213	1.535,4	6.033,9	-75	36.938,3	35.402,9	4
A treinta años	2.840,8	1.321,8	115	—	—	—	2.840,8	1.321,8	115	20.686,8	17.845,9	16

Fuente: Banco de España.

una nueva línea a tres meses, en la reactivación de la línea de seis meses y, en términos cuantitativos, en una apreciable colocación positiva en términos netos. En particular, el saldo vivo de letras ha aumentado a lo largo de 2003 en 2.935,2 millones de euros, lo que supone un crecimiento del 8% respecto al de finales de 2002.

La financiación neta obtenida mediante letras se ha distribuido, fundamentalmente, entre las de plazo igual a seis meses y las de dieciocho meses, habiéndose registrado una amortización neta en las líneas de plazo igual a doce meses. En este sentido, conviene observar que el fomento de la liquidez de las letras desde su colocación inicial, junto con la fungibilidad que las mismas presentan, ha incentivado en 2003 cierto desplazamiento en la colocación hacia letras a dieciocho meses. En relación con la fungibilidad de las letras, debe observarse que, pasados seis meses, el saldo vivo existente de una letra a dieciocho meses puede ser engrosado mediante nuevas emisiones de la misma referencia, esta vez a doce meses. Un hecho cualitativamente destacado de la política de financiación en 2003, que se inscribe en la política de fomento del mercado de corto plazo, es el recurso neto positivo logrado mediante letras a tres meses y la estabilidad de las emisiones a lo largo del ejercicio.

Como se anticipaba anteriormente, el tradicional protagonismo de las letras a doce meses en la actividad del Tesoro en el corto plazo se ha invertido en 2003, habiéndose registrado una contracción de la emisión bruta de un 24%,

en relación con la registrada en 2002, y colocándose en conjunto un importe nominal de 12.366,0 millones de euros. Así, el saldo de valores emitidos a este plazo ha caído en 2003 también alrededor de un 18% respecto al de cierre del año anterior. De esta forma, las letras originalmente emitidas a doce meses representaban a finales de 2003 alrededor de un 4% del total de la deuda anotada del Estado. En cambio, la actividad emisora en letras a dieciocho meses ha crecido un 20%, alcanzándose una colocación bruta de 16.513,0 millones de euros, por lo que, habida cuenta de que amortizaban 14.464,5 millones en letras emitidas originariamente a ese plazo, el saldo vivo correspondiente a finales de 2003 ha crecido un 10% en relación con el correspondiente a finales de 2002.

En el segmento de más corto plazo, el nulo nivel desde el que partían las condiciones de liquidez, junto con el compromiso adquirido para con la misma, ha determinado el protagonismo de la colocación neta y bruta a tres y seis meses, cuyos importes recoge el cuadro II.1.

La ejecución de la política de emisión a corto plazo que se ha descrito ha permitido que el saldo vivo medio de letras por referencia superase a finales de 2003 los 3.500 millones de euros, frente a alrededor de 2.000 millones de euros a finales de 2002.

## II.2.2. Financiación a medio y largo plazo

Como se ha venido diciendo, en el año 2003 se ha invertido el papel de la deuda a medio y

largo plazo en la política de financiación del Tesoro en comparación con años anteriores. En términos nominales, la actividad en este conjunto de líneas ha supuesto una aparente detracción de los fondos totales dispuestos, es decir, de la suma de los obtenidos en el mercado de letras y de los dispuestos con cargo al saldo de la cuenta de efectivo. Sin embargo, en términos efectivos la contribución a la financiación ha sido positiva, aunque prácticamente nula. De esta forma, al cierre de 2003 el saldo de bonos y obligaciones se ha mantenido prácticamente estable en relación con el de finales de 2002. Asimismo, la concentración de amortizaciones de bonos y obligaciones en 2003 ha acabado determinando que, pese a la menor apelación neta a estos instrumentos, la colocación bruta de los mismos haya crecido un 2%, en relación con la de 2002.

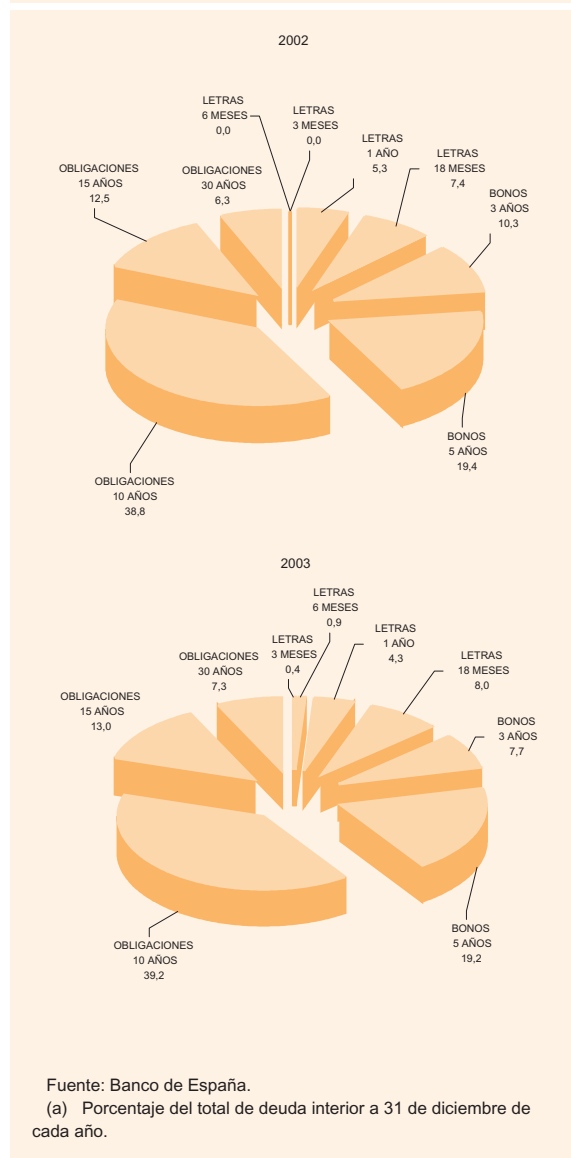
En términos absolutos, el peso de la financiación a medio y largo plazo obtenida en 2003 ha favorecido al tramo de las obligaciones a treinta años, donde se captaron 2.840,8 millones de euros en términos netos, habiéndose concentrado la amortización neta de deuda en las líneas a tres y a cinco años, por importes de 7.188,9 y 220,9 millones de euros, respectivamente. En relación con las cifras de emisión neta y de amortizaciones de deuda a medio y largo plazo, conviene observar que las cifras reflejadas en el cuadro II.1, con las que se viene trabajando, incorporan los resultados del programa de recompras de deuda efectuado durante el año 2003 y que se describirán con más detalles en el apartado II.2.3.

En términos brutos, la actividad de emisión se ha concentrado en las líneas a diez y tres años. En el primer caso, el volumen de emisión bruta registrado en 2003 —12.452,7 millones de euros— ha permitido acomodar el sustancial volumen de amortizaciones registradas —10.561,1 millones de euros—, hasta determinar una emisión neta positiva —1.891,6 millones de euros—, en consonancia con el carácter de referencia que desempeña este instrumento en los mercados. En el segundo caso, un volumen de amortizaciones significativamente mayor —17.328,7 millones de euros— y la menor relevancia relativa de esta línea han determinado la sustancial contracción —25%— registrada en el saldo de bonos originalmente emitidos a tres años, pese al dinamismo que, como se ha dicho, mostró en 2003 este tramo.

Por volumen captado, los bonos a cinco años han canalizado 7.191,5 millones de euros, un 24% menos que el año anterior. Con este nivel de actividad y el volumen de amortizaciones registrado en 2003, al concluir el año el

GRÁFICO II.4

## Composición de la deuda anotada (a)

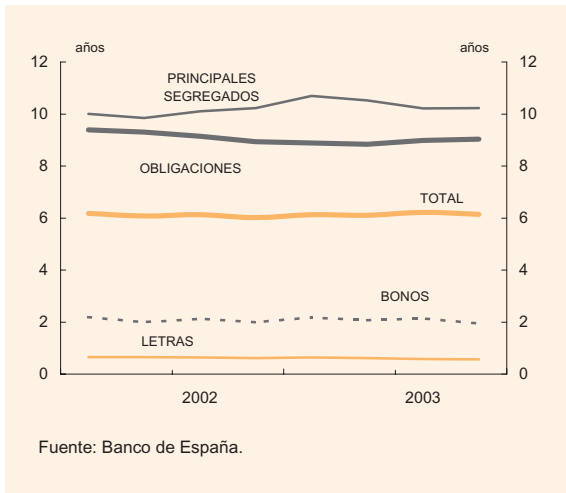


saldo de bonos emitidos originalmente a cinco años se mantenía estable en comparación con el de 2002. En cuanto al segmento de las obligaciones a quince años, el rasgo característico del nivel de actividad en 2003 ha sido un menor volumen bruto emitido. En total, se colocaron 2.756,4 millones de euros, lo que ha supuesto una contracción interanual del 55% respecto a la cifra de 2002, cuando comenzó la emisión de la obligación que actualmente sirve de referencia en este tramo. Al concluir 2003, el saldo de obligaciones originalmente emitidas a quince años había crecido un 4%.

El fuerte crecimiento del nivel de actividad bruta en obligaciones a treinta años —115%— se ha trasladado íntegramente a la emisión neta, dada la ausencia de amortizaciones du-

GRÁFICO II.5

Vida media residual por grupos de instrumentos



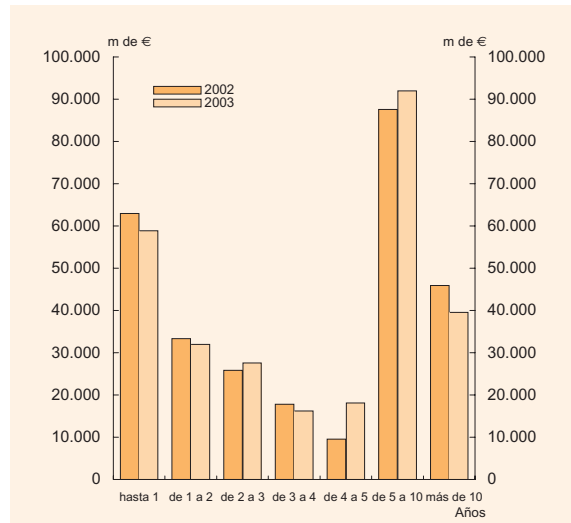
rante 2003. De esta forma, el saldo de obligaciones a treinta años ha crecido un 16%, ascendiendo un punto porcentual —hasta el 7%— el peso de este instrumento en el conjunto de la deuda anotada.

Los valores de deuda que concretamente han canalizado la actividad emisora en 2003 han sido seis. En el plazo de diez años, las obligaciones de cupón 5%, que, al concluirse su emisión, registraba un saldo vivo de 12.770 millones de euros, y la obligación de cupón 4,2%, que comenzó su andadura a través de una sindicación, cuyo importe colocado ascendió a 5.000 millones de euros. En el plazo de tres años, el bono de cupón 3,2% comenzó a emitirse ya en enero mediante subasta convencional. En el plazo de cinco, quince y treinta años, prosiguieron las colocaciones iniciadas con anterioridad de los valores de cupón 4,25%, 5,5% y 5,75%, respectivamente.

Con la política de emisión que se ha venido describiendo, la estructura del saldo de deuda a finales de ejercicio ha registrado una ligera alteración respecto de la de cierre de 2002. Como se puede apreciar en el gráfico II.4, la deuda a medio y largo plazo ha perdido peso a favor de las letras en alrededor de un punto porcentual. En concreto, la proporción de deuda anotada emitida a medio y largo plazo pasa, de algo más del 87,3% en 2002, al 86,4% del año 2003. Por el contrario, como ya se apuntó anteriormente, la participación de las letras del Tesoro en el conjunto del saldo de deuda anotada aumenta, a finales de 2003, a niveles de entorno al 13,6%, desde niveles cercanos al 12,7% en 2002.

GRÁFICO II.6

Distribución por vencimientos



Fuente: Banco de España.

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 6,02 años en 2002 hasta los 6,14 años de 2003. Obsérvese que la emisión neta negativa de deuda a medio y largo plazo no es incompatible con este alargamiento en la vida media de la deuda anotada. La razón es que, al hablar de emisiones netas, el saldo que se determina no es homogéneo en lo que se refiere a la vida residual de los instrumentos que forman parte de una misma línea. En otras palabras, la vida residual en origen de un bono cualquiera difiere de la que el mismo presenta cuando llega su vencimiento, sin que por ello deje de pertenecer a la misma clase.

En lo que al riesgo de refinanciación se refiere, puede decirse que parte de las operaciones de recompra acometidas durante 2003 tenían como finalidad gestionar anticipadamente la refinanciación de los bonos que venían en julio, agosto y octubre de 2004. En el gráfico II.6, se presenta el perfil de vencimientos que afronta el Tesoro al concluir 2003.

II.2.3. Recompas de deuda

Durante 2003, la comodidad con la que se desarrollaba el programa de financiación anual y la conveniencia de dar preferencia a la gestión de los riesgos de refinanciación han permitido que se intensificase el programa de recompras



CUADRO II.2

**Recompras de deuda  
Año 2003**

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/ofe
<b>Total</b>		<b>8.080,2</b>	<b>7.222,0</b>	<b>19.947,0</b>	<b>73.491,2</b>	<b>27,1</b>	<b>9,8</b>	<b>36,2</b>
B-3 (4,60%)	0,2	3.401,6	3.269,0	7.272,0	10.760,0	67,6	30,4	45,0
O-10 (10,90%)	0,3	382,1	347,0	902,0	5.025,0	18,0	6,9	38,5
O-10 (10,50%)	0,4	186,2	170,0	200,0	3.760,8	5,3	4,5	85,0
B-5 (4,50%)	0,6	453,9	440,0	1.257,0	9.393,0	13,4	4,7	35,0
O-10 (8%)	1,1	230,4	203,0	898,0	5.065,0	17,7	4,0	22,6
O-10 (10%)	1,8	92,2	80,0	1.325,0	4.856,0	27,3	1,6	6,0
O-10 (10,15%)	2,2	408,8	333,0	1.116,0	3.363,0	33,2	9,9	29,8
O-10 (8,80%)	3,0	35,3	30,0	482,0	3.206,0	15,0	0,9	6,2
O-10 (7,35%)	3,9	565,5	484,0	1.314,0	4.238,4	31,0	11,4	36,8
O-10 (6%)	4,1	739,0	645,0	1.235,0	16.528,0	7,5	3,9	52,2
O-15 (8,20%)	5,2	1.111,3	876,0	2.910,0	5.535,0	52,6	15,8	30,1
O-15 (8,70%)	8,8	473,9	345,0	1.036,0	1.761,0	58,8	19,6	33,3

Fuente: Banco de España.

(a) Tras la última recompra del período.

de deuda. En total, se ejecutaron recompras a lo largo de siete sesiones distribuidas durante todo el año: comenzando ya en abril y siguiendo en distintas fechas de mayo, noviembre y diciembre. 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 volumen nominal de las recompras practicadas en 2003 ascendió a 7.222,0 millones de euros.

El cuadro II.2 resume las operaciones de recompra efectuadas en 2003. En el mismo, cabe establecer una clara dicotomía en cuanto a las referencias que han sido objeto de amortización anticipada. Por un lado están los bonos de cupón 4,60%, 10,90%, 10,50%, 4,5% y 8% con vencimientos a lo largo de 2004. La concentración de vencimientos que se suele producir, debido a exigencias de diseño para los programas de *strips* o a otras consideraciones, habitualmente ha determinado que deban reducirse con antelación los posibles riesgos de refinanciación que pudieran sobrevenir. Con este fin, mediante cuatro subastas se amortizaron anticipadamente 3.269,0 millones de euros del bono de cupón 4,60% y 347,0 de la obligación de cupón 10,90%. Las recompras de la obligación de cupón 8% se concentraron en dos subastas, alcanzándose un importe conjunto de 203,0 millones de euros. Finalmente, la obligación de cupón 10,50% y el bono de cupón 4,50% fueron objeto de recompra en sendas subastas, alcanzándose un importe en las mismas de 170,0 y 440,0 millones

de euros, respectivamente. En relación con el desarrollo de estas subastas, cabe observar que la mayor oferta para su amortización se concentró en el bono de cupón 4,60%. Para el Tesoro, el mayor interés relativo lo concentró la obligación de cupón 10,50%, si se atiende a la *ratio* del 85% del volumen efectivamente recomprado sobre el ofertado. Sin embargo, en términos absolutos el mayor interés para el Tesoro lo supuso el bono de cupón 4,60%, dado el elevado nivel de suscripción de las ofertas presentadas —45%— y el elevado volumen ofertado.

El segundo grupo de operaciones de recompra efectuadas en 2003 hace referencia a obligaciones de cupones relativamente elevados u otros instrumentos cuya cotización se valoró desalineada con niveles relativos adecuados. Cabe destacar que el volumen de estas operaciones, cuya ejecución descansa más intensamente en la comodidad con la que se desarrollan los programas de financiación, ha crecido en términos cuantitativos en relación con el volumen alcanzado en 2002. Así, el importe nominal amortizado anticipadamente en 2003 —2.793 millones de euros— ha sido alrededor de doce veces el que se alcanzó el año anterior. Por otra parte, el mayor interés de las ofertas y/o la mayor comodidad del Tesoro con las mismas quedan puestos de manifiesto por unas tasas de adjudicación muy superiores a las registradas en 2002 y similares a las del primer grupo de instrumentos que han sido objeto de recompra.

---

### III. Mercado secundario de deuda del Estado

#### III.1. DESCRIPCIÓN GENERAL

En el año 2003 la negociación en el mercado secundario de deuda pública creció un 13% respecto al año inmediatamente anterior y alcanzó los 21,3 billones de euros. En relación con la negociación de 1998, año anterior al inicio de la Unión Monetaria, los volúmenes negociados en 2003 son casi un 50% superiores, lo que significa que en este nuevo entorno el mercado de deuda pública ha crecido en los últimos cinco años a un ritmo medio del 8%.

En 2003 la negociación en el tramo de titulares creció casi el doble que la observada en el tramo de terceros. En efecto: mientras que la primera registró un avance del 19%, la segunda aumentó un 9,9%. Con estas evoluciones, la negociación entre titulares representa el 36% del mercado, mientras que la negociación con terceros supone el 64% restante. Esta distribución, caracterizada porque aproximadamente una tercera parte del mercado corresponde a la contratación entre titulares y las dos terceras partes restantes a la realizada con terceros, viene siendo una constante en los últimos años.

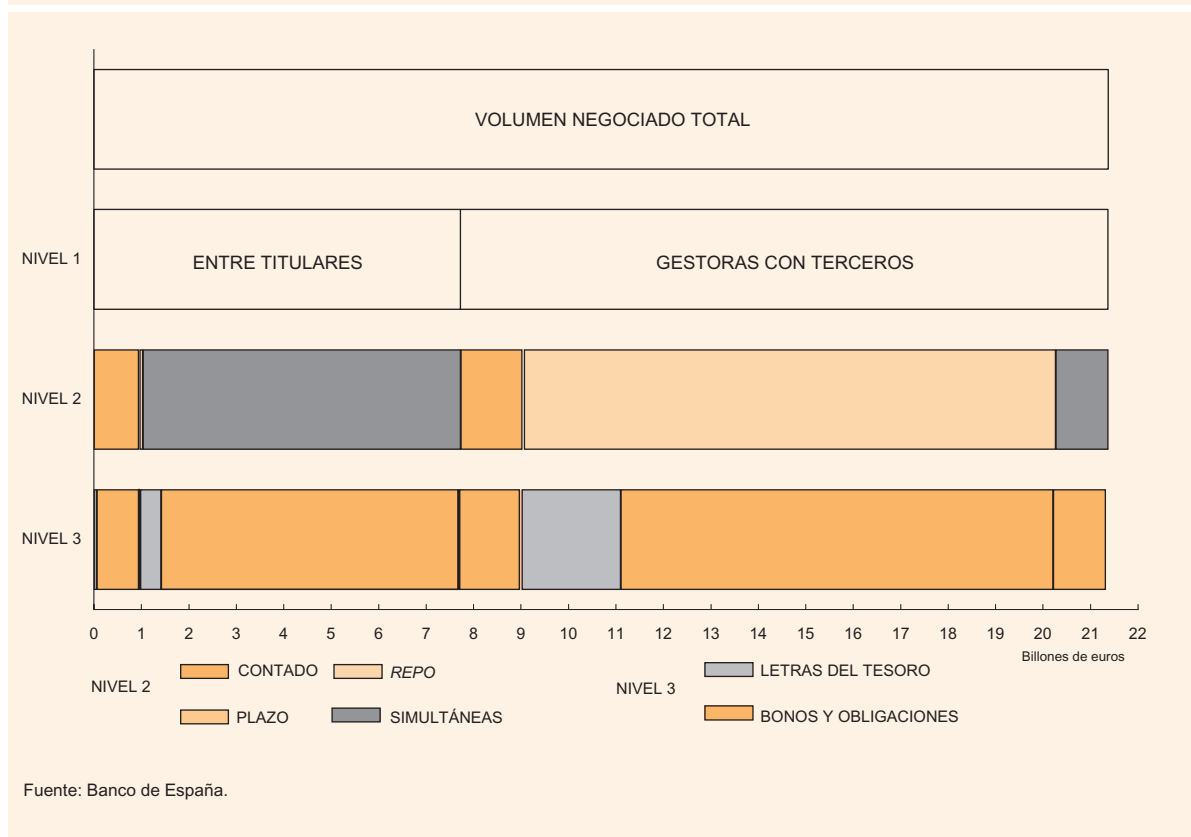
Como en anteriores ediciones de esta memoria, conviene realizar dos precisiones relativas a la información estadística en que se basa este capítulo. En primer lugar, las cifras utilizadas tienen cierto grado de provisionalidad —mayor en el tramo de negociación con terceros—. A pesar de ello, para la realización de una descripción general del mercado de deuda pública son suficientemente representativas.

En segundo lugar, en este capítulo no están incluidos los 5,1 mm de euros negociados en el ámbito bursátil. De ellos, 3,8 mm corresponden a la contratación con letras del Tesoro, mientras que los 1,3 mm restantes a la realizada con bonos y obligaciones. Resulta evidente la falta de importancia cuantitativa de esta operativa, que, además, suele responder a operaciones extrabursátiles que solamente entran en el sistema bursátil para su registro y liquidación.

El reparto de la contratación de 2003 entre los distintos instrumentos negociados no ha registrado modificaciones significativas en relación con el observado en 2002: el 86,4% de la contratación se halla concentrada en los bonos y obligaciones, mientras que las correspondientes a letras del Tesoro y a instrumentos segregados solamente suponen, respectivamente, un 12,2% y un 1,4% del total.

También se ha mantenido muy estable la distribución por tipo de operación. La operativa en *repo* representa el 52,5% del mercado, mientras que las operaciones simultáneas acu-

Mercado secundario de deuda anotada  
2003



mulan el 36,6%. Con menor importancia cuantitativa les siguen las operaciones al contado, que acumulan un 10,6% de la negociación, mientras que las operaciones a plazo, que solo suponen un 0,3% de la contratación, tienen una importancia muy marginal.

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

Como se ha comentado anteriormente, la negociación entre titulares creció un 19% en 2003 y alcanzó 7,7 billones de euros. Esta expansión se debe principalmente al aumento, cifrado en un 15,2%, de la contratación de bonos y obligaciones. En 2003, dicha contratación,

(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.

que representa el 93,3% de la negociación entre titulares, alcanzó los 7,2 billones de euros. También registró un notable avance, en concreto de un 125,9%, la contratación de letras del Tesoro, que alcanzó aproximadamente medio billón de euros; sin embargo, este crecimiento es poco significativo, al partir de niveles iniciales ciertamente reducidos. Por su parte, la contratación con instrumentos segregados, que se redujo un 22,1%, solamente alcanzó 9,8 mm de euros.

Por tipo de operación, en 2003 únicamente se registraron variaciones significativas en las operaciones simultáneas, que crecieron un 24,4%, y en las operaciones al contado, que se redujeron un 5,4%. Ni la expansión del 35,8% observado en las operaciones a plazo ni la caída del 32,7% en las operaciones *repo* son relevantes debido a sus muy bajos volúmenes.

Así, las operaciones simultáneas aumentaron casi cuatro puntos porcentuales su peso en la contratación entre titulares, ya que pasaron del 82,9% de 2002 al 86,7% de 2003. Por el contrario, las operaciones al contado redujeron su importancia en algo más de tres puntos por-

CUADRO III.1

**Negociación entre titulares  
Año 2003**

mm de euros

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total	
	Volumen	Variación s/ 2002 (%)	Volumen	Variación s/ 2002 (%)	Volumen	Variación s/ 2002 (%)	Volumen	Variación s/ 2002 (%)	Volumen	Variación s/ 2002 (%)
<b>Total</b>	<b>945,0</b>	<b>-5,4</b>	<b>19,5</b>	<b>35,8</b>	<b>65,5</b>	<b>-32,7</b>	<b>6.696,8</b>	<b>24,4</b>	<b>7.726,8</b>	<b>19,0</b>
Letras del Tesoro	61,7	318,0	0,4	—	7,0	-24,0	439,8	118,5	508,9	125,9
Bonos y obligaciones	878,1	-10,1	18,7	40,2	58,5	-33,6	6.252,8	20,8	7.208,1	15,2
Principales y cupones	5,2	-34,2	0,4	-60,9	—	—	4,2	15,2	9,8	-22,1

Fuente: Banco de España.

centuales, pues pasaron del 15,4% de 2002 al 12,2% de 2003.

En el cuadro III.1 se facilita 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 2002; por su parte, el cuadro III.2 muestra las cuotas de negociación para los años 2002 y 2003. Por último, el gráfico III.2 muestra la estructura de la negociación entre titulares para esos dos mismos años (2). Estos dos cuadros y este gráfico sirven de apoyo a la lectura del resto de esta sección, dedicada a las operaciones al contado y a las operaciones simultáneas; dada su poca relevancia en la negociación entre titulares, no se da información adicional sobre las operaciones a plazo y sobre las operaciones *repo*.

### III.2.1. Operaciones simples al contado

Como ya se ha mencionado, la contratación al contado registró una caída del 5,4% en 2002 y alcanzó los 945 mm de euros. Este es el resultado principalmente de la menor negociación

con bonos y obligaciones, que descendió un 10,1%, hasta situarse en 878 mm de euros; a pesar de esta evolución, la contratación con este tipo de instrumentos supone un 93% de la negociación al contado entre titulares.

Como es habitual, durante el pasado año la negociación al contado de bonos y obligaciones se concentró en unas pocas emisiones: así, entre las más de treinta emisiones negociadas durante 2003, las cinco emisiones en las que se concentró mayor actividad representaron el 54% del mercado al contado de bonos y obligaciones, tanto en términos de volúmenes cruzados como de número de operaciones. En concreto, estas emisiones fueron el bono con cupón 3,20% y vencimiento en enero de 2006, el bono con cupón 4,80% y vencimiento en octubre de 2006, el bono con cupón 4,25% y vencimiento en octubre de 2007, la obligación con cupón 5,00% y vencimiento en julio de 2012 y la obligación con cupón 4,20% y vencimiento en julio de 2013.

Por su parte, la negociación de letras del Tesoro se cuadruplicó en 2003, pues pasó de 14,8 mm en 2002 a 61,7 mm en 2003, mientras que la operativa con principales y cupones segregados siguió perdiendo importancia y los vo-

(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.2

**Cuotas de negociación entre titulares (a)**

%

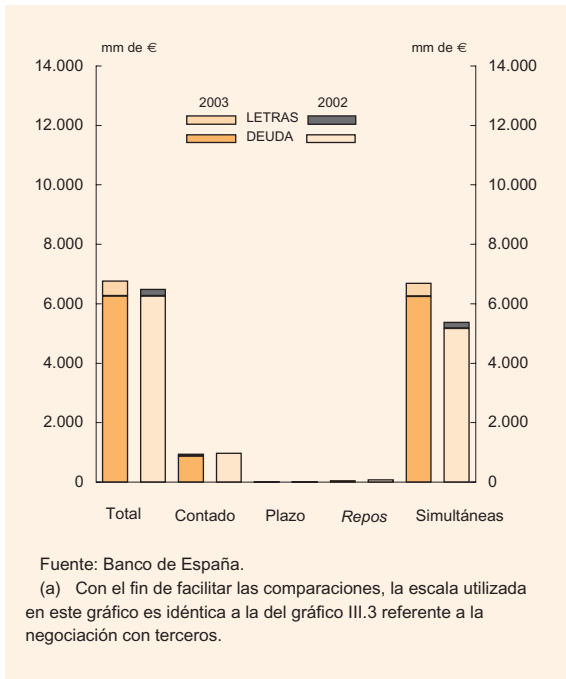
	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total	
	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003
<b>Total</b>	<b>15,4</b>	<b>12,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>1,5</b>	<b>0,8</b>	<b>82,9</b>	<b>86,7</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Letras del Tesoro	0,2	0,8	0,0	0,0	0,1	0,1	3,1	5,7	3,5	6,6
Bonos y obligaciones	15,0	11,4	0,2	0,2	1,4	0,8	79,7	80,9	96,3	93,3
Principales y cupones	0,1	0,1	0,0	0,0	—	—	0,1	0,1	0,2	0,1

Fuente: Banco de España.

(a) Porcentajes sobre la negociación total entre titulares.

GRÁFICO III.2

**Negociación entre titulares (a)**



lúmenes cruzados tan solo alcanzaron los 5,2 mm.

**III.2.2. Operaciones simultáneas**

En 2003 la contratación de operaciones simultáneas entre titulares creció un 24,4% y se situó en 6,7 billones de euros, de los que 6,3 billones se cruzaron con bonos y obligaciones. La contratación restante se realizó principalmente con letras del Tesoro (440 mm de euros), ya que la negociación con principales y cupones segregados siguió en niveles muy bajos (4 mm de euros).

Las operaciones simultáneas supusieron en 2002 un 86,7% de la contratación entre titulares y, en concreto, las realizadas con deuda a medio y largo plazo representaron el 80,9% de dicha negociación.

**III.3. NEGOCIACIÓN CON TERCEROS**

La negociación con terceros, que alcanzó los 13,6 billones de euros, registró un aumento del 9,9% en 2003. Aunque en menor medida que en el caso de los titulares, también en este tramo de la negociación la actividad se concentra en la contratación de bonos y obligaciones, que, con un crecimiento del 10%, alcanzó los 11,2 billones de euros.

Por su parte, la contratación de letras del Tesoro se situó en 2,1 billones de euros, lo que supuso un crecimiento del 4,3% respecto a los volúmenes cruzados en 2002. Finalmente, la negociación de principales y cupones segregados, aunque aumentó un 67%, se situó en tan solo 286 mm de euros.

Con estas evoluciones, la distribución de la negociación por tipo de instrumento fue en 2003 muy similar a la del año anterior. En efecto: el peso porcentual de la negociación de bonos y obligaciones pasó de 82,3% en 2002 a 82,4% en 2003; el de las letras del Tesoro se redujo ligeramente desde 16,3% a 15,5%, y, finalmente, el de los instrumentos segregados aumentó desde 1,4% a 2,1%.

Respecto a los tipos de operación, es preciso señalar que en todos se produjeron aumentos en 2003 salvo en el caso de las operaciones al contado, que registraron un muy ligero descenso. Aunque el mayor aumento porcentual corresponde a las operaciones a plazo, cuyos volúmenes contratados se multiplicaron por diez, este hecho no tiene mayor importancia, puesto que estos crecimientos se producen desde niveles muy reducidos de negociación. Por el contrario, sí que resultan relevantes los aumentos en las operaciones *repo* y en las operaciones simultáneas, cifrados respectivamente en 10,14% y en 18,1%. Finalmente, los importes negociados en operaciones al contado se redujeron en 2003 en un 0,9%.

De esta forma, en la negociación con terceros, las operaciones *repo* son las más importantes, pues suponen un 81,9% de la negociación entre terceros, mientras que las operaciones al contado y las simultáneas representan el 9,6% y el 8,2%, respectivamente. Al igual que en el año 2002, las variaciones observadas en 2003 confirman la cada vez mayor relevancia que tienen las operaciones simultáneas en la negociación con terceros, tramo en que cada vez son más empleadas 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 2003**

mm de euros

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total	
	Volumen	Variación s/ 2002 (%)	Volumen	Variación s/ 2002 (%)	Volumen	Variación s/ 2002 (%)	Volumen	Variación s/ 2002 (%)	Volumen	Variación s/ 2002 (%)
<b>Total</b>	<b>1.301,1</b>	<b>-0,9</b>	<b>42,1</b>	<b>918,1</b>	<b>11.112,1</b>	<b>10,1</b>	<b>1.105,5</b>	<b>18,1</b>	<b>13.560,8</b>	<b>9,9</b>
Letras del Tesoro	28,1	11,0	0,0	—	2.069,9	4,3	1,0	-46,4	2.099,0	4,3
Bonos y obligaciones	1.265,7	-1,1	42,1	979,8	8.764,0	10,4	1.103,8	18,3	11.175,6	10,0
Principales y cupones	7,3	-5,5	0,0	-100,0	278,2	72,0	0,7	-57,6	286,2	67,0

Fuente: Banco de España.

### III.3.1. Operaciones simples al contado

La contratación al contado alcanzó los 1.301 mm de euros en 2003. De ellos, 1.280 mm se cruzaron con bonos y obligaciones, mientras que los importes negociados con letras del Tesoro y con instrumentos segregados fueron, respectivamente, 28 mm y 7 mm de euros. La negociación al contado con terceros se redujo en 2003 un 0,9%, debido básicamente al descenso del 1,1% observado en la contratación de bonos y obligaciones.

En la negociación de letras del Tesoro y de bonos y obligaciones, las entidades gestoras dieron contrapartida en nombre propio a sus clientes en el 85% de los volúmenes contratados, mientras que en el 15% restante se limitaron a registrar operaciones comunicadas por las partes contratantes. Estos valores suponen una concentración en el primer tipo de forma de actuación, ya que en años anteriores, aunque era claramente la forma habitual, suponía un 75% de los importes cruzados. Finalmente, la actividad de las entidades gestoras como comisionistas sigue siendo muy reducida.

La actividad registrada 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. Una indicación de este hecho puede encontrarse en los volúmenes medios de las operaciones, tanto en el caso de los bonos y obligaciones como en los de las letras del Tesoro.

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 9,5 millones de euros, mientras que cuando la operación se registra por orden conjunta de las partes dicho importe alcanza los 13,1 millones de euros. Todavía mayor es la diferencia en el caso de las letras, ya que las cifras anteriores se sitúan en 1,8 y 19,5 millones de euros, respectivamente.

Igual que sucede en la contratación al contado entre titulares, aunque de forma menos acusada, en la negociación con terceros existe cierto grado de concentración por emisiones. En este caso, las cinco referencias más negociadas en este tramo del mercado acumulan alrededor del 36% de la negociación, frente al

CUADRO III.4

**Cuotas de negociación con terceros (a)**

%

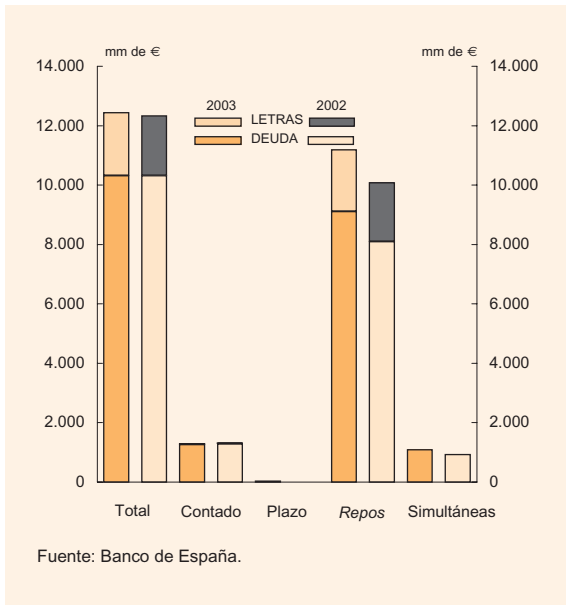
	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total	
	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003
<b>Total</b>	<b>10,6</b>	<b>9,6</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>81,7</b>	<b>81,9</b>	<b>7,6</b>	<b>8,2</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Letras del Tesoro	0,2	0,2	0,0	0,0	16,1	15,3	0,0	0,0	16,3	15,5
Bonos y obligaciones	10,4	9,3	0,0	0,3	64,3	64,6	7,6	8,1	82,3	82,4
Principales y cupones	0,1	0,1	0,0	0,0	1,3	2,1	0,0	0,0	1,4	2,1

Fuente: Banco de España.

(a) Porcentajes sobre la negociación total con terceros.

GRÁFICO III.3

**Negociación con terceros**



54% observado en el caso de la negociación entre titulares.

**III.3.2. Operaciones *repo* y simultáneas**

En 2003 la negociación en operaciones *repo* con terceros aumentó un 10,1% respecto de los volúmenes cruzados en 2002 y se situó en 11,1 billones de euros. Con esta variación, la operativa en *repo* acumuló el pasado año casi el 82% de la negociación con terceros.

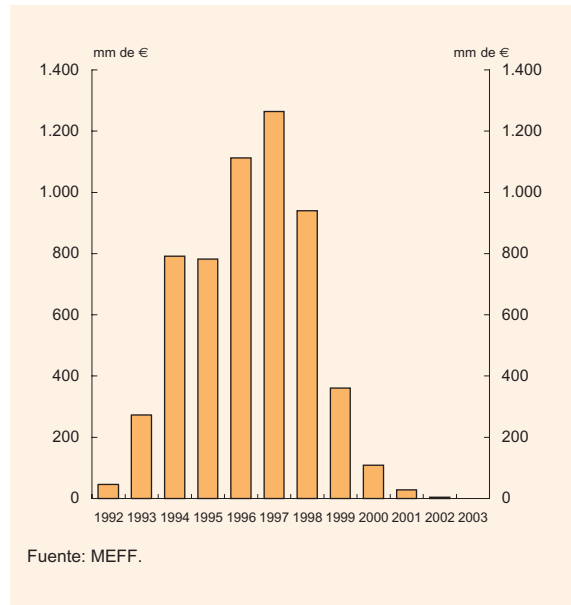
Ese año, esta negociación se llevó a cabo con letras del Tesoro en una quinta parte y, fundamentalmente, con bonos y obligaciones en casi las cuatro quintas partes restantes. Por su parte, los *repos* con instrumentos segregados continúan teniendo poca importancia cuantitativa.

Independientemente del tipo de activo negociado, en esta forma de contratación las gestoras dan contrapartida en nombre propio en casi la totalidad de los volúmenes cruzados. No obstante, se observa también en esta operativa que las escasas operaciones registradas por orden conjunta de las partes tienen volúmenes medios superiores a los observados en las operaciones en las que las entidades gestoras dan contrapartida en nombre propio.

La negociación en operaciones simultáneas, que se realizó casi totalmente con bonos y obligaciones, aumentó un 18,1% en 2003 respecto a la observada en 2002 y se situó en 1,1 billones de euros. Al igual que ocurrió en 2002, la

GRÁFICO III.4

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



contratación en simultáneas siguió ganando importancia en 2003, si bien a un ritmo más lento, y supuso el 8,2% del total de la negociación con terceros.

Las entidades dieron contrapartida en nombre propio en la totalidad de las operaciones simultáneas realizadas con terceros. Los volúmenes medios por operación indican que en esta contratación participan grandes inversores, mientras que la inversión minorista suele utilizar las operaciones *repo* para la toma de posiciones temporales. Así, en la negociación con terceros, mientras que el volumen medio de una operación *repo* se situó en 2003 en 2,8 millones de euros, el tamaño medio de una operación simultánea alcanzó los 25,7 millones de euros.

**III.4. MERCADOS DERIVADOS**

En 2003, los mercados europeos de productos derivados de la deuda pública (3) se comportaron de forma prácticamente idéntica al año anterior, concentrándose la actividad en el mercado alemán, que abarca ya el 98% del volumen total negociado.

(3) 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; y en Euronext.liffe, contratos de futuro 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.

Como ha ocurrido en los últimos años, la contratación de estos instrumentos en EUREX siguió aumentando, y en 2003 lo hizo de forma más pronunciada que en el ejercicio previo. Así, en 2003 alcanzó un volumen de negociación un 31% superior al de 2002, mientras que el incremento en dicho año con respecto a 2001 había sido del 9%. También Euronext.liffe (4) vio aumentar su actividad en este segmento un 14%, destacando la negociación del futuro sobre deuda pública inglesa a largo plazo, que supuso el 98% del total. Mientras tanto, en Euronext Paris los productos derivados de la deuda pública, cuya negociación ya se había limitado en 2002 a un reducido volumen para el futuro sobre el bono nomenclal francés a diez años, terminaron de desaparecer en 2003 (5). En lo que se

---

(4) LIFFE —London International Financial Futures and Options Exchange— se incorporó a Euronext a principios de 2002.

(5) El volumen de negociación de futuros sobre deuda pública francesa a cinco y diez años era nulo

refiere exclusivamente a la contratación del futuro sobre el bono a diez años, las cifras muestran un panorama similar, avanzando EUREX un 37% y Euronext.liffe un 18%, mientras que Euronext Paris desaparece por completo.

En este contexto, MEFF confirmó la tendencia decreciente iniciada en 1998 (véase gráfico 1), que está previsto conduzca en 2004 a la desaparición definitiva de la cotización del futuro sobre el bono a diez años. El volumen total de contratación de este instrumento durante 2003 fue de 138 millones de euros, lo que supone un 97% menos de negociación que en 2002. La posición abierta también experimentó una caída muy pronunciada, finalizando el año en solo un millón de euros, cifra un 95% inferior a la de 2002.

---

desde diciembre de 2001 y junio de 2002, respectivamente.



---

## IV. Distribución de saldos por grupos de agentes

### IV.1. DISTRIBUCIÓN DE SALDOS VIVOS

En 2003 los saldos vivos de letras del Tesoro aumentaron en 3 mm de euros, confirmando así la quiebra de la tendencia decreciente que se produjo ya en el año inmediatamente anterior. También se registró un aumento de 0,9 mm de euros en 2003 en los saldos de instrumentos segregados, mientras que en los saldos de bonos y obligaciones se registró una caída de 1,7 mm de euros (1).

El gráfico IV.1 muestra, tanto para 2002 como para 2003, las carteras registradas de letras del Tesoro y de bonos y obligaciones de cada grupo de agentes como porcentaje de los correspondientes saldos vivos. Por su parte, los cuadros A.15 y A.16 del apéndice estadístico facilitan, respectivamente, las carteras registradas y las carteras a vencimiento que mantienen los distintos tipos de agentes tanto en valores absolutos como en términos porcentuales sobre los saldos vivos.

Mientras que los saldos vivos de bonos y obligaciones ascienden a 233 mm de euros, los correspondientes a letras del Tesoro y a instrumentos segregados se sitúan, respectivamente, en 38,8 mm y 21,5 mm. Por esta razón, se comenta con un mayor detalle la distribución de los saldos de bonos y obligaciones y de forma más breve el resto.

Los hechos más destacados en relación con las tenencias de bonos y obligaciones son, por un lado, la reducción de las carteras registradas de los inversores no residentes y de los inversores institucionales residentes, y, por otro, la absorción de dichas caídas por parte del sistema crediticio.

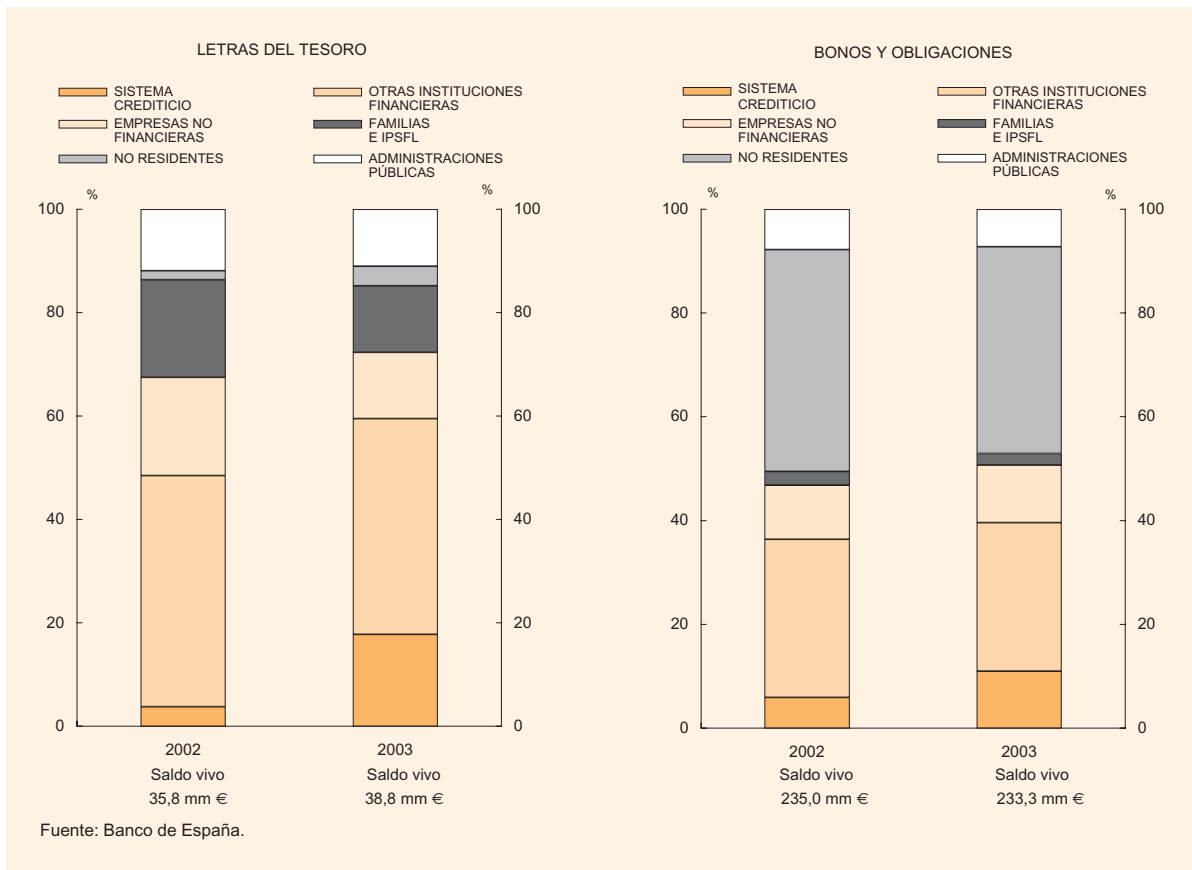
En 2003, los inversores no residentes redujeron sus tenencias en 7,5 mm de euros, con lo que su participación en el saldo vivo de bonos y obligaciones cayó en casi tres puntos porcentuales, hasta situarse en el 39,9%, porcentaje que les coloca como el grupo inversor más importante en este tipo de activos. Igualmente, los inversores institucionales (principalmente, fon-

---

(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.

En concreto, la variación que se facilita en el caso de bonos y obligaciones se obtiene a partir de los correspondientes instrumentos no segregados; si a esta variación se le añade el aumento de 0,6 mm de euros observado en los principales segregados, se obtiene la caída de bonos y obligaciones de 1,1 mm de euros que se comentó en el capítulo II.

**Deuda anotada del Estado**  
**Distribución porcentual de saldos registrados**



dos de inversión, fondos de pensiones y empresas de seguros) disminuyeron sus tenencias de este tipo de activos en 5 mm de euros, de modo que su participación en el saldo vivo, que se redujo en casi unos dos puntos porcentuales respecto al año 2002, se situó al cierre de 2003 en el 28,6%. Ambas variaciones fueron compensadas casi en su totalidad por el aumento registrado en las carteras del sistema crediticio.

Para terminar con lo que se refiere a los bonos y obligaciones, es preciso señalar que, mientras que las empresas no financieras aumentaron sus carteras en 1,5 mm de euros, las familias las disminuyeron en un importe de 1,2 mm de euros.

En relación con las letras del Tesoro, hay que señalar que también en este caso el sistema crediticio ha absorbido tanto el aumento del saldo vivo como las desinversiones realizadas por otros agentes. Así, lo más destacado en las tenencias de este tipo de activos es el aumento de 5,5 mm de euros en las tenencias del sistema crediticio y las caídas observadas en las carteras de empresas no financieras y de las familias por importes respecti-

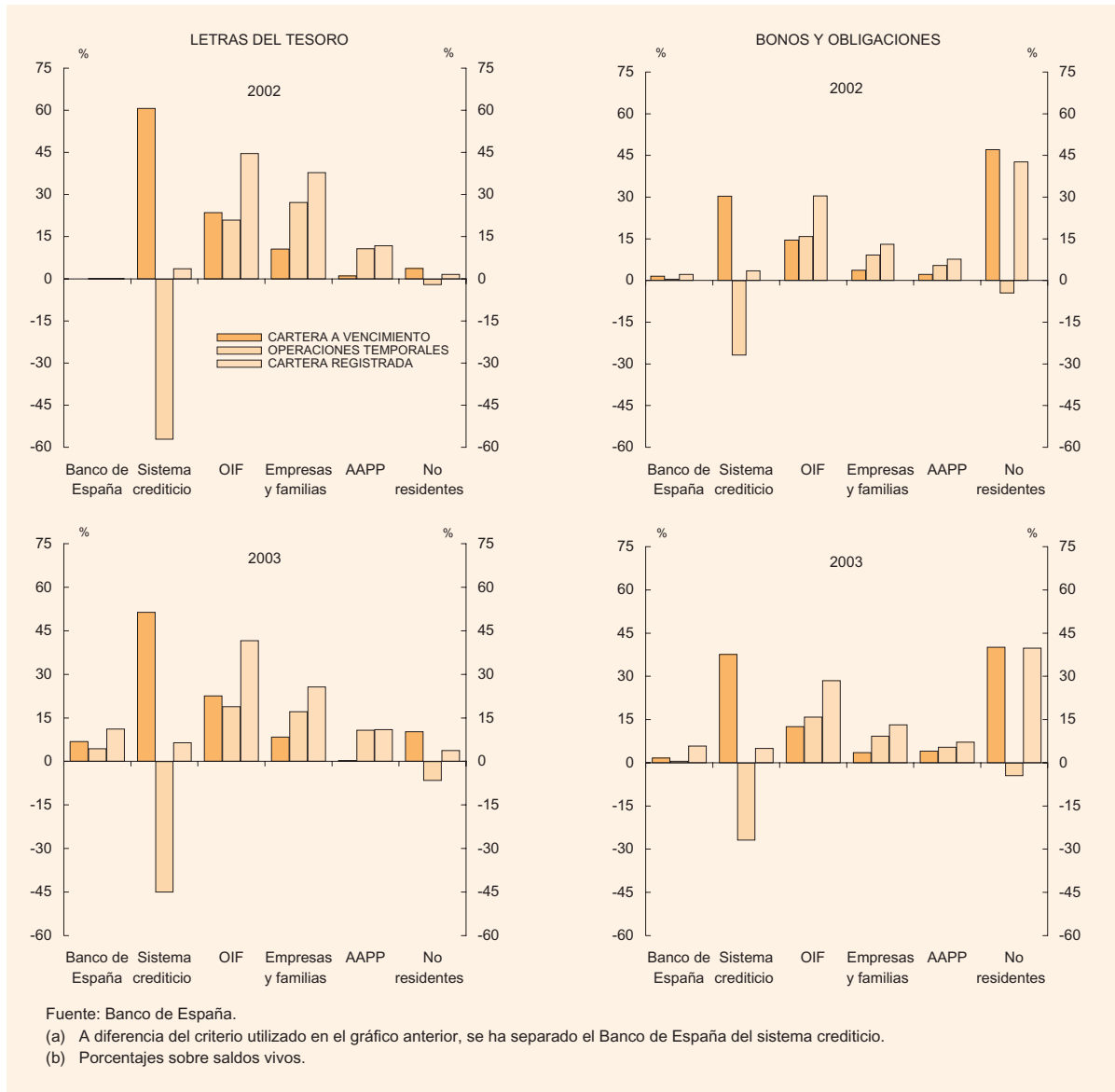
vos de 1,9 mm y 1,8 mm. Los inversores institucionales, con unas tenencias iguales al 41,7% del saldo vivo, siguen siendo el grupo de agentes cuya inversión en letras del Tesoro es cuantitativamente más importante.

Finalmente, en lo que se refiere a los instrumentos segregados, las variaciones más significativas son el aumento de 1,9 mm de euros en las carteras de los inversores institucionales y la desinversión de 0,7 mm de euros llevada a cabo por los inversores no residentes. Nuevamente, son los inversores institucionales, especialmente los fondos de inversión y las empresas de seguros, los más importantes en este tipo de activos, ya que son los propietarios del 59,4% del saldo vivo.

En el gráfico IV.2 se presentan, para los distintos grupos de agentes y en términos porcentuales sobre los saldos vivos de letras del Tesoro y de bonos y obligaciones correspondientes a los dos últimos años, las carteras a vencimiento, las operaciones temporales netas y las carteras registradas. Con él se pueden observar las distintas formas de ac-

GRÁFICO IV.2

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



tuación que tienen los diferentes grupos de agentes.

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 fami-

lias 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 un 1% en 2003 y se situaron en 4.298 millones de euros. Este ligero crecimiento esconde dos evoluciones diferentes: mientras que los saldos registrados de bonos y obligaciones, con un crecimiento del 15%, aumentaron en 271 millones de euros, los correspondientes a letras del Tesoro, con una caída del 9,3%, disminuyeron en 229 millones de euros.

Al cierre de 2003, los saldos de bonos y obligaciones ascendían a 2.075 millones de euros y representaban el 48% de los saldos mantenidos en las Cuentas Directas del Banco de España. Por su parte, las tenencias de letras del Tesoro mantenidas en este sistema ascendían a 2.223 millones de euros, esto es, el 52% restante.

Con estas cifras, el Banco de España era, al cierre de 2003, la duodécima entidad gestora por tamaño de los saldos registrados. En el caso de las letras del Tesoro, se hallaba en la cuarta posición, mientras que, en lo que respecta a bonos y obligaciones, se encontraba en la decimosexta plaza.

---

## V. Otros emisores

El saldo de deuda anotada por otros emisores en la Central de Anotaciones aumentó en el año 2003 en apenas 31 millones de euros, dado que las emisiones netas de Comunidades Autónomas superaron en esa cifra a las amortizaciones de deuda de otras instituciones públicas. El volumen de negociación en el mercado secundario disminuyó ligeramente con respecto a 2002, manteniendo así la tendencia decreciente que venía mostrando en años anteriores. La concentración de deuda de otros emisores en manos de inversores no residentes se sigue incrementando año tras año. Al cierre de 2003, un 48% del saldo anotado en la Central de Anotaciones se encontraba registrado a nombre de no residentes, lo que significa un incremento de tres puntos porcentuales con respecto al cierre del ejercicio anterior.

### V.1. MERCADO PRIMARIO

El saldo de deuda de Comunidades Autónomas y otras instituciones públicas anotado en la Central de Anotaciones ascendía a 15.515 millones de euros al cierre de 2003, lo que supone un incremento de 31 millones de euros con respecto al año anterior (véase cuadro V.1).

Esa emisión neta de 31 millones de euros se compone de un incremento de los saldos anotados a nombre de Comunidades Autónomas de 1.113 millones de euros, y una disminución de 1.081 millones de euros de los correspondientes a otras instituciones públicas.

La emisión neta de Comunidades Autónomas se redujo en un 55% con respecto a la del año anterior, debido, principalmente, a que la Comunidad de Madrid disminuyó notablemente su actividad en el mercado primario, ya que, si en 2002 había emitido 1.915 millones de euros netos de amortizaciones, esa emisión neta cayó un 80%, pues fue de 377 millones en 2003. La Comunidad Autónoma con más presencia en el mercado primario fue la de la Junta de Andalucía, cuya emisión neta, que fue de 407 millones de euros, se multiplicó por dos con respecto a la de un año antes. Por su parte, la Junta de Galicia emitió 127 millones de euros netos, un 53% menos que en 2002; la Junta de Castilla-La Mancha emitió 100 millones de euros netos, igual cifra que el año anterior; la Junta de Castilla y León emitió 76 millones de euros netos, cifra también similar a la de 2002, y la Comunidad de Canarias emitió 25 millones de euros netos, lo que supone una disminución del 81% con respecto a un año antes.

La emisión neta del resto de Comunidades Autónomas en 2003 fue nula, tanto en el caso de las que habían mostrado actividad en el año anterior (en 2002, Aragón había tenido emisión

**Deuda de Comunidades Autónomas y otras instituciones públicas  
Mercado primario. Año 2003**

Millones de euros

	Saldo en circulación (31.12.2002)	Emisión neta (a)	Saldo en circulación (31.12.2003)
<b>TOTAL</b>	<b>15.484</b>	<b>31</b>	<b>15.515</b>
<b>Comunidades Autónomas</b>	<b>12.384</b>	<b>1.113</b>	<b>13.497</b>
Andalucía	4.244	407	4.651
Aragón	426	—	426
Baleares	166	—	166
Canarias	504	25	529
Cantabria	50	—	50
Castilla y León	483	76	559
Castilla-La Mancha	388	100	488
Galicia	1.711	127	1.838
Madrid	3.020	377	3.397
Murcia	397	—	397
Navarra	641	—	641
Valencia	354	—	354
<b>Otras instituciones públicas</b>	<b>3.100</b>	<b>-1.081</b>	<b>2.019</b>
CSI	180	-180	—
ICO	2.349	-750	1.599
INI	391	-151	240
RTVE	180	—	180

Fuente: Banco de España.  
(a) Calculada por diferencias de saldos vivos.

neta por importe de 92 millones de euros, Murcia por 31 millones de euros y Valencia había tenido amortizaciones netas de 337 millones de euros) como en el de aquellas cuya emisión neta ya había sido nula un año antes (Baleares, Cantabria y Navarra).

En lo que se refiere al resto de instituciones públicas con deuda registrada en la Central de Anotaciones, el Instituto de Crédito Oficial (ICO) disminuyó su saldo anotado en 750 millones de euros, quedando este, al cierre de 2003, en 1.599 millones de euros. La Corporación Siderúrgica Integral (CSI) quedó sin saldo en la Central de Anotaciones, dado que durante el ejercicio se amortizaron los 180 millones de euros que mantenía anotados al cierre del año anterior, y el saldo a nombre del Instituto Nacional de Industria (INI) disminuyó en 151 millones de euros, quedando en 240 millones de euros al cierre de 2003.

## V.2. MERCADO SECUNDARIO

En el año 2003, la operativa en el mercado secundario de deuda de Comunidades Autónomas y otras instituciones públicas fue de 60.300 millones de euros, lo que representa una disminución del 5% respecto del año anterior (véase cuadro V.2). La negociación en el segmento de titulares fue de 878 millones de euros, un 55%

menos que en 2002, mientras que la contratación de gestoras con terceros fue de 59.422 millones de euros, es decir, un 4% menos que un año antes.

Del volumen negociado total, 56.429 millones de euros correspondieron a operativa con bonos y obligaciones de Comunidades Autónomas, lo que supone apenas un 0,5% menos que en 2002. La negociación con bonos y obligaciones de otras instituciones públicas fue de 2.434 millones de euros, es decir, un 28% menos que el año anterior. Por su parte, el volumen de contratación de pagarés se redujo un 61% en 2003, quedando al cierre del ejercicio en 1.437 millones de euros. En consecuencia, el volumen total negociado en el mercado secundario de otros emisores se distribuyó de la siguiente forma: un 94% correspondió a Comunidades Autónomas, un 4% a bonos y obligaciones de otras instituciones públicas, y el 2% restante fue operativa con pagarés.

La disminución de la operativa entre titulares de cuenta se debió, sobre todo, a la caída de la contratación con bonos y obligaciones autonómicos, que fue del 54% (de 1.761 millones de euros a 817 millones de euros), la cual, a su vez, se repartió entre la operativa al contado, que disminuyó un 57%, hasta 388 millones de euros, frente a los 906 millones de un año an-

CUADRO V.2

**Deuda de las 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	63.789	1.947	1.002	4	—	941	61.842	5.011	1	56.751	79
2003:											
<b>Total</b>	<b>60.300</b>	<b>878</b>	<b>449</b>	<b>40</b>	<b>—</b>	<b>388</b>	<b>59.422</b>	<b>5.501</b>	<b>60</b>	<b>53.819</b>	<b>43</b>
Bonos y obligaciones de CCAA	56.429	817	388	40	—	388	55.612	4.401	60	51.108	43
Bonos y obligaciones de otras instituciones públicas	2.434	46	46	—	—	—	2.388	417	—	1.972	—
Pagarés	1.437	15	15	—	—	—	1.422	683	—	739	—

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.

tes, y la de simultáneas, que se redujo en un 54%, también hasta 388 millones de euros, desde los 851 millones de 2002. La negociación a plazo entre titulares, en cambio, se multiplicó por diez, si bien los 40 millones de euros que importó son una cifra comparativamente menor.

Por su parte, los volúmenes de negociación entre titulares de bonos y obligaciones de otras instituciones públicas y de pagarés también disminuyeron de manera significativa. El primero se redujo en un 66%, hasta 46 millones de euros, y el segundo quedó en 15 millones de euros, lo que supone una reducción del 71% en 2003.

Sin embargo, el grueso de la actividad del mercado secundario de otros emisores se encuentra en el segmento de gestoras con terceros, cuyo volumen de contratación, que fue de 59.422 millones de euros en 2003, representó un 99% del total, a pesar de que fue inferior en un 4% al del año anterior.

La negociación entre gestoras y terceros se instrumenta principalmente en *repos*. En el año 2003, casi un 91% de ella se concretó a través de este instrumento, es decir, 53.819 millones de euros. De ellos, 51.108 millones de euros —es decir, un 95%— se realizaron con bonos y obligaciones de Comunidades Autónomas, lo que representa un ligero incre-

mento, del 0,5%, con respecto al año anterior. A su vez, la operativa en *repos* con bonos y obligaciones de otras instituciones públicas entre las entidades gestoras y sus clientes, en 2003, fue de 1.972 millones de euros, un 31% menos que en 2002. La disminución fue del 76% en el caso de los *repos* instrumentados en pagarés, cuyo volumen de negociación fue de 739 millones de euros.

Por su parte, la operativa al contado entre gestoras y terceros representó tan solo un 9% de la total de este segmento del mercado. Su volumen fue de 5.501 millones de euros, un 10% más que en 2002. De ellos, 4.401 millones se contrataron con bonos y obligaciones de Comunidades Autónomas.

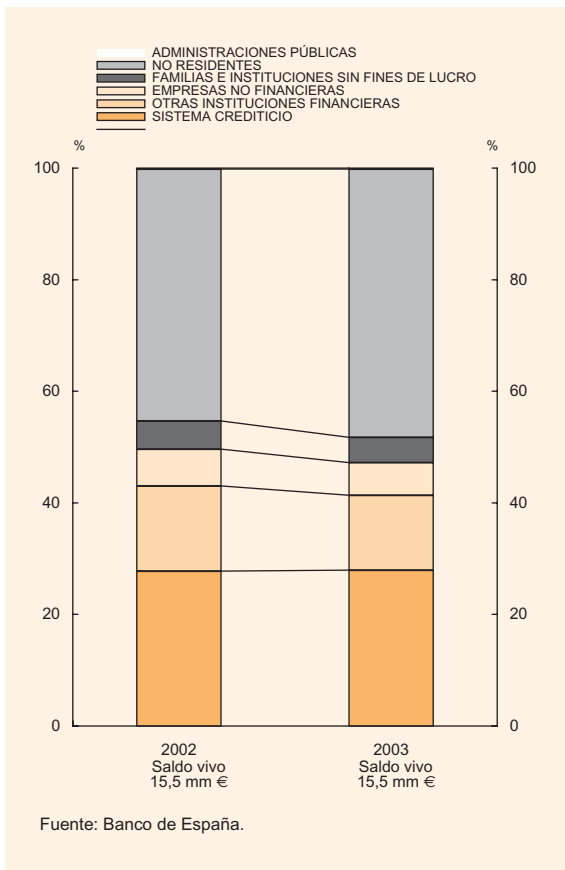
En conclusión, la negociación del mercado secundario de deuda de otros emisores confirmó en 2003 la tendencia descendente que apuntó el año anterior, y volvió a mostrar una gran concentración en la operativa de *repos* con papel autonómico entre gestoras y terceros.

### V.3. DISTRIBUCIÓN POR INVERSORES

El gráfico V.1 muestra la distribución relativa del saldo registrado total de deuda de Comuni-

GRÁFICO V.1

### Deuda de CCAA y otros emisores Distribución porcentual de saldos registrados



dades Autónomas y otras instituciones públicas entre diferentes grupos de inversores institucionales al cierre de 2003, y su comparación con la del cierre del año anterior. En él se aprecia un incremento de la presencia de inversores no residentes, cuyas carteras registradas representaban más del 48% del saldo total, frente al 45% del ejercicio precedente.

Este crecimiento se produce, principalmente, a costa del tamaño relativo de las carteras de otras instituciones financieras, el cual dismi-

nuyó desde el 15% del cierre de 2002 hasta el 13%.

Ya durante el ejercicio anterior los saldos registrados por no residentes se habían incrementado, desde el 35% al 45% del total, mientras que habían disminuido los registrados a nombre de otras instituciones financieras, desde el 21% hasta el 15%, en una tendencia que, por tanto, continuó, aunque de manera menos acusada, en 2003.

Comparativamente, la evolución del peso relativo de las carteras del resto de grupos de inversores apenas varió. Las carteras registradas por el sistema crediticio se mantuvieron ligeramente por debajo del 28%, las de empresas no financieras disminuyeron apenas un punto porcentual, situándose en poco menos del 6%, las de familias e instituciones sin fines de lucro también disminuyeron algo menos de un 1%, y quedaron en el 4,5% del saldo total, y las de las Administraciones Públicas —cuya área se hace inapreciable en lo alto de las barras del gráfico— mantienen un nivel testimonial, que se situaba, al cierre de 2003, en el 0,19% del saldo registrado total.

Lo mismo que en años precedentes, el volumen de las carteras a vencimiento de los inversores no residentes es prácticamente igual que el de sus carteras registradas. No ocurre lo mismo con el sistema crediticio, el cual mantenía al cierre del año una cartera a vencimiento cuyo volumen era de cerca del 36% del saldo anotado total, y por tanto excedía en un 8% de dicho saldo al de su cartera registrada. Esa diferencia, que supone algo más de 1,2 mm de euros, corresponde a una posición de venta temporal de este tipo de deuda, cuya contrapartida eran otras instituciones financieras, por valor de algo más de 0,6 mm de euros, empresas no financieras, por cerca de 0,4 mm de euros, y familias e instituciones sin fines de lucro, por unos 0,2 mm de euros.



---

## VI. Supervisión del sistema

Durante el año 2003, los servicios de inspección del Banco de España realizaron tres inspecciones completas a entidades gestoras del Mercado de Deuda Pública, de las que dos eran creadores de mercado. A 31 de diciembre de 2003, los saldos registrados por cuenta de terceros por el conjunto de las entidades inspeccionadas representaban un 4,5% del saldo total de deuda en la Central de Anotaciones en manos de terceros.

En dos de las entidades inspeccionadas se detectaron algunas insuficiencias en el área de control interno y en los medios técnicos disponibles relacionados con la actividad de custodia, tales como la falta de separación jerárquica entre el área operativa y la administrativa, o la no definición de un área de depositaría y custodia de valores como unidad de negocio específica. Por otra parte, en una de las entidades, los medios técnicos relacionados con la contabilidad presentaban algunas carencias que originaban ciertos problemas en la obtención de información que justificase los saldos contables de fechas pasadas.

En el área de aspectos registrales y de comunicaciones a la Central de Anotaciones se observó, en general, un adecuado cumplimiento por parte de las entidades inspeccionadas, si bien en algunos casos se encontraron pequeñas deficiencias.

Así, se encontró que parte de la cartera propia de una de las entidades figuraba anotada en la cuenta de terceros de otra entidad gestora, incidencia que se subsanó en el curso de la inspección. Se encontraron también algunos defectos en el campo de código de actividad de las comunicaciones a la Central de Anotaciones, así como en los códigos de operación y de domicilio de algunos clientes.

En lo referente a la transparencia y protección del inversor, las prácticas comerciales analizadas resultaron, por lo general, correctas, si bien cabe señalar que en una entidad se encontraron algunas deficiencias, tales como la no inclusión de comisiones en el cálculo de la TAE de productos de reinversión automática en deuda, o, en esos mismos productos, la falta de envío a los clientes de los resguardos homologados en el momento de cada reinversión.

Por último, en una de las entidades se detectaron ciertos defectos contables, derivados de alguna insuficiencia de sus aplicaciones informáticas contables, los cuales le dificultaban la generación informática de los saldos que componían su cartera propia en el balance y la recomposición de su cuenta de resultados por tipo de activo. En la misma entidad se detectó

también alguna deficiencia en la aplicación de la normativa contable, pues utilizaba criterios incorrectos de clasificación de las carteras a efectos de su valoración. Así, por ejemplo, consideraba como cartera de negociación saldos que estaban bloqueados, o ejecutaba la venta en firme de parte de la cartera de inversión a vencimiento. Sin embargo, estas incidencias estaban ya en trámite de corrección.

Por otra parte, durante el año 2003 se presentaron en el Servicio de Reclamaciones del Banco de España diecinueve consultas o reclamaciones relacionadas con deuda pública. De ellas, once se dirigían al Banco de España en su papel de entidad gestora, y las ocho restantes hacían referencia a entidades de crédito.

De las reclamaciones referidas al Banco de España, cinco solicitaban compensaciones por errores en operaciones de traspaso y venta de deuda pública, o bien la devolución de comisiones de transferencia; en dos de ellas se dio la razón al demandante, y en las otras tres se le

detalló la regulación de las tarifas en vigor y la procedencia de las comisiones aplicadas. En las otras seis se solicitaban aclaraciones o información, que fue puntualmente facilitada.

En lo que se refiere a las reclamaciones respecto a entidades de crédito, cinco eran relativas a comisiones cargadas por administración y compraventa de deuda pública. De ellas, tres fueron archivadas (una por desistimiento del reclamante, otra por no ser competencia del Banco de España, y la tercera porque el reclamante no aportó suficientes datos), y las otras dos permanecían sin resolver a la fecha de elaboración de esta Memoria.

Hubo también una reclamación relativa a la gestión de deuda pública, por duplicidad de compra de deuda pública, que dio lugar al allanamiento de la entidad. Finalmente, hubo dos reclamaciones debidas a pagos por adquisición de deuda pública cuando ya había pasado su plazo de vencimiento, que quedaron archivadas por prescripción.

---

## VII. Innovaciones

El comportamiento de la deuda pública española durante 2003 fue muy satisfactorio. Continuó siendo patente la positiva valoración que le otorgan los distintos agentes participantes en los mercados financieros, incluidas las agencias internacionales de calificación del riesgo de crédito. Así, el mercado de deuda pública española evolucionó progresivamente hacia la práctica eliminación del diferencial de tipos de interés con los principales países de la zona euro, siendo destacable su convergencia con la deuda alemana, como se describe en el capítulo I.

Entre los principales cambios que tuvieron lugar en el mercado español de deuda durante 2003 destacan la creación de Meffclear, Cámara de Contrapartida Central sobre Deuda Pública Española, y la constitución formal de la Sociedad de Sistemas. Ambos acontecimientos eran las piezas que habían quedado pendientes tras la aprobación de la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (LMRSF) para completar el proceso de integración de los mercados financieros españoles.

Por otro lado, el Tesoro introdujo ciertas novedades en su política de emisión, así como en relación con la negociación en el mercado secundario. Además de continuar su tendencia hacia la concentración de los volúmenes en un menor número de subastas, también puso en marcha una nueva fase de la reforma del mercado de letras. En este sentido, los cambios introducidos en 2003 fueron la incorporación de las letras a las dos plataformas españolas de negociación y la instauración de la figura de Creador de Mercado de Letras.

### VII.1. MEJORA DE LA CALIFICACIÓN CREDITICIA DE LA DEUDA ESPAÑOLA

En 2003 se produjeron nuevas mejoras en la calificación otorgada por las agencias internacionales de calificación del riesgo de crédito. Tras haber obtenido en diciembre de 2001 la máxima calificación (Aaa) por parte de Moody's, en diciembre de 2003 le fue otorgada la calificación equivalente por parte de Fitch, aumentando su calificación un nivel, desde AA+ hasta AAA. Además, aunque Standard & Poor's sigue manteniendo su calificación en AA+, en julio de 2003 revisó su perspectiva, que pasó de «estable» a «positiva».

La decisión de Fitch de elevar la calificación a la deuda soberana española se fundamentó en la prudente política fiscal que se viene desarrollando en España —que ha redundado en una reducción rápida y sostenible de la deuda

pública en relación con el PIB—, así como en la confianza en que continuará el proceso de convergencia real con los principales países de la Unión Europea. La agencia valora positivamente la gestión prudente y eficaz del endeudamiento, que ha permitido la disminución del volumen de deuda a corto plazo y la ampliación de la estructura de vencimientos de la deuda, así como la reducción de los costes de financiación. Como consecuencia de todo ello, el riesgo de refinanciación ha disminuido drásticamente en los últimos años, al igual que el riesgo de liquidez, que se ha reducido a través de líneas disponibles de créditos bancarios y unos depósitos considerables mantenidos en el Banco de España por el Tesoro, conceptos ambos que, sumados, equivalen aproximadamente al 30% de los pagos de la deuda previstos para 2004, incluida la refinanciación de la deuda a corto plazo.

## VII.2. CAMBIOS EN LA FIGURA DE CREADOR DE MERCADO

Los principios básicos reguladores de la figura de Creador de Mercado de Deuda Pública del Reino de España fueron establecidos por la Orden Ministerial de 10 de febrero de 1999 y desarrollados por la Resolución de 11 de febrero de 1999, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (DGTPF). Esta última fue modificada por la Resolución de 31 de julio de 2001, de la DGTPF, que introdujo más flexibilidad al permitir a la DGTPF alterar las condiciones de cotización, previo acuerdo con los Creadores de Mercado. Posteriormente, con el objetivo de reforzar la actividad de los Creadores en el mercado de deuda del Estado, la Resolución de 20 de febrero de 2002, de la DGTPF, derogó la Resolución de 11 de febrero de 1999 y redefinió las condiciones de colaboración de los mismos con el Tesoro en lo referente a la actividad de colocación de valores de deuda pública en el mercado primario y a su negociación en el mercado secundario.

En 2003 el Tesoro dio un paso adicional encaminado a ampliar el ámbito de colaboración de los Creadores, abarcando no solamente el mercado de bonos y obligaciones, sino también el de letras, con el fin de garantizar su liquidez y mantener su competitividad respecto al resto de emisores institucionales del área euro. Para ello, se aprobó 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, que sustituyó a la Resolución de 20 de febrero de 2002. Entre las aportaciones de esta nueva norma destacan la modificación de la segunda vuelta que se concede a los Creadores de Mercado de Bonos y Obligacio-

nes y la creación de la figura de Creador de Mercado de Letras.

Con referencia al primer aspecto, se limitó la exclusividad en el acceso a la segunda vuelta 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 últimos períodos de evaluación precedentes a la subasta.

En cuanto a la figura de Creador de Mercado de Letras, se diseñó a imagen de la de Creador de Mercado de Bonos y Obligaciones en términos de condiciones de acceso, pérdida de dicha condición, derechos, obligaciones y evaluación (1). Sin embargo, existen algunas diferencias, como las relativas al precio de adjudicación y a la fecha e importe de la segunda vuelta (2). Otra diferencia significativa es que los Creadores de Mercado de Bonos y Obligaciones son los únicos que pueden segregar y reconstituir valores de deuda del Estado.

## VII.3. NOVEDADES EN LA POLÍTICA DEL TESORO

La actividad del Tesoro durante 2003 estuvo caracterizada por la reducción de las emisiones de deuda del Estado, la disminución del número de subastas realizadas y un incremento del importe medio emitido por subasta, lo cual favorece la notoriedad de las subastas y la liquidez de los valores emitidos. En cuanto a los procedimientos de emisión, aunque la mayor parte del programa de financiación de 2003 se conti-

(1) Los Creadores de Mercado de Letras están obligados a participar en las subastas de letras, presentando pujas por un 3% del importe adjudicado a una rentabilidad inferior a la marginal más dos puntos básicos, y a garantizar la liquidez del mercado secundario de letras, cotizando las letras en uno de los sistemas organizados de negociación durante al menos cinco horas al día. En cuanto a sus derechos, tienen acceso a las segundas vueltas de las subastas y pueden colaborar en las operaciones de gestión de tesorería. Su actividad es evaluada mensualmente por el Tesoro, primando la cotización y la negociación, evaluación que sirve para otorgar el 2% adicional de la segunda vuelta.

(2) Las peticiones de los Creadores de Mercado de Letras en la segunda vuelta se adjudican al precio marginal redondeado resultante de la fase de subasta, mientras que para bonos y obligaciones se utiliza el precio medio ponderado. Además, la segunda vuelta se desarrolla entre la resolución de la subasta y las doce horas del día hábil posterior al de la celebración de la misma, mientras que la fecha límite para bonos y obligaciones son las doce horas del segundo día hábil posterior a la subasta. Por otro lado, el 20% y el 4% adicional del nominal adjudicado en la subasta — corregido por el coeficiente de participación— que pueden obtener como máximo los Creadores de Mercado de Bonos y Obligaciones en la segunda vuelta es, en el caso de las letras, del 10% y 2%, respectivamente.

nuó cubriendo con subastas (un 93% de la emisión), también se volvió a hacer uso del procedimiento de sindicación para la emisión del primer tramo de la nueva obligación de referencia a 10 años. Esta práctica, utilizada por primera vez en 2002, puede resultar más adecuada que la subasta para emitir volúmenes elevados de determinados instrumentos, 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 este caso concreto, el libro de órdenes superó los 10.000 millones de euros, emitiéndose finalmente 5.000 millones de euros, de los que casi un 75% fueron vendidos a inversores no residentes.

Por otro lado, en 2003 el Tesoro continuó con la profunda reforma del mercado de letras que viene desarrollando desde 2001. Su objetivo fundamental es dinamizar dicho mercado e incrementar su liquidez, dada la marcada reducción observada en el peso de dichos instrumentos en la cartera de deuda, así como la baja participación de los inversores no residentes. Para ello, ya en 2001 se modificaron las fechas de vencimiento de las nuevas letras puestas en circulación, de manera que, desde el mes de agosto de 2002, se pasó a realizar una única subasta mensual a doce y dieciocho meses en lugar de subastas quincenales, con lo que se redujo el número de referencias en circulación y aumentó su volumen. En septiembre de 2002 se inició una segunda fase de la reforma que afectaba tanto al mercado primario como al secundario. En cuanto al primero, se produjo una nueva concentración de vencimientos, que se producirían, a partir de febrero de 2004, en los meses pares del año. Además, desde 2002 el Tesoro comenzó a subastar una misma referencia en varias ocasiones, concretamente cuatro veces —emitiéndola con dieciocho, diecisiete, doce y once meses al vencimiento—, lo cual favorece la liquidez (3). Por otro lado, y también en favor de la liquidez, se incrementó el primer tramo de cada nueva referencia de letras, estableciendo un volumen de 1.500 millones de euros.

Pero no es hasta 2003 cuando se producen los cambios que afectan al mercado secundario de letras del Tesoro. Una de las novedades del año en este sentido fue la incorporación de las letras a las dos plataformas españolas de negociación —Senaf y MTS España—, extendien-

(3) En febrero de 2003 cada referencia pasó a subastarse en seis ocasiones hasta vencimiento a dieciocho, diecisiete, doce, once, seis y tres meses. En los meses pares se subastan y amortizan letras a seis, doce y dieciocho meses, y en los meses impares, a tres, doce y dieciocho meses.

do así a estos valores las ventajas de la negociación electrónica, de las que los bonos y obligaciones del Estado ya llevaban varios años disfrutando. Por otro lado, como se comentó en el apartado anterior, en el mes de abril se constituyó un grupo de 11 creadores de mercado que se comprometían a dotar de liquidez a estos valores en las dos plataformas.

El efecto de estas medidas sobre el mercado de letras del Tesoro ha sido un notable aumento de la liquidez, medida por el saldo medio por referencia (3.500 millones de euros a principios de diciembre de 2003 frente a 1.000-1.500 millones en 2002), y de la negociación, cuya media diaria ha pasado de 60 millones de euros en 2002 a 200 millones en 2003 (operaciones simples entre miembros del mercado). Aquí merece especial mención la negociación electrónica, que ha ganado peso en la negociación total de deuda del Estado y en este segmento ha pasado a suponer las tres cuartas partes del total negociado (referido a las operaciones simples entre titulares de cuenta). Asimismo, se ha conseguido incrementar la participación de los inversores no residentes en la cartera de letras a vencimiento, pasando de un 3,8% en 2002 a un 10,3% en 2003.

#### VII.4. CAMBIOS EN LA ORGANIZACIÓN DE LA INDUSTRIA DE MERCADOS FINANCIEROS ESPAÑOLES

En el año 2002 se aprobó la LMRSF y se creó el grupo Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, SA, propietario del 100% de las acciones de las cuatro bolsas españolas, el SCLV, el mercado de futuros sobre cíclicos FC&M y el Holding de Mercados Financieros Españoles, integrado a su vez por Meff, AIAF y Senaf. Aunque con estos acontecimientos el proceso de integración de los mercados financieros Españoles quedaba prácticamente finalizado, dos aspectos fundamentales habían quedado pendientes: la incorporación plena de Iberclear y la creación de una Contrapartida Central (CC), iniciativas ambas para las que la LMRSF daba soporte legal y que vieron finalmente la luz en 2003.

##### VII.4.1. Iberclear

La LMRSF estableció la creación de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, SA (Sociedad de Sistemas), que se crearía mediante la transformación de la sociedad Promotora para la Sociedad de Gestión de los Sistemas Españoles de Liquidación, SA, de nombre

comercial Iberclear, con la participación del SCLV y del Banco de España. Además, de acuerdo con dicha Ley, la Sociedad de Sistemas se registraría, además de por ella misma y su normativa de desarrollo, por un reglamento cuya aprobación correspondía al ministro de Economía, previo informe de la CNMV, del Banco de España y de las Comunidades Autónomas cuyos Estatutos de Autonomía les reconocieran competencias en materia de regulación de centros de contratación de valores.

Ya en 2003 se publicó la Orden Eco/689/2003, de 27 de marzo, por la que se aprobó el Reglamento de la Sociedad de Sistemas, y desde el 1 de abril de 2003 Iberclear se convirtió en el Depositario Central de Valores de España, encargado del registro contable y de la compensación y liquidación de los valores admitidos a negociación en las Bolsas españolas, en el Mercado de Deuda Pública, en AIAF y Latibex. Con esta asunción de funciones finalizó el proceso establecido en la LMRSF.

Dado que resulta de la fusión del SCLV y CADE —gestionada, hasta entonces, por el Banco de España—, Iberclear utiliza ambas plataformas técnicas (SCLV y CADE), y las entidades participantes en la Sociedad de Sistemas son aquellas que ostentan la condición de entidades adheridas al SCLV o de entidad gestora o titular de cuenta del Mercado de Deuda Pública.

#### VII.4.2. Meffclear

Entre las iniciativas puestas en marcha en 2003 destaca también la creación por Meff, en el mes de septiembre, de una CC para la compensación de operaciones sobre deuda pública (4): Meffclear, Cámara de Contrapartida Central sobre Deuda Pública Española, que completa por fin la nueva organización de la industria de valores española.

Meffclear no es una iniciativa aislada en el marco europeo. En lo que al mercado de deuda pública se refiere, el primer paso lo dio Clearnet en noviembre de 1998 con el lanzamiento de la primera CC en Europa para *repos* y operaciones a vencimiento sobre deuda pública francesa, que en abril de 1999 expandió su ámbito de

actuación a la deuda pública alemana. Asimismo, en los últimos años han surgido otras cámaras, como EurexRepo, plataforma electrónica integrada de negociación-liquidación en Suiza, y LCH RepoClear, introducida por la London Clearing House (LCH).

El proyecto de Meffclear tiene como antecedente legal la entrada en vigor de la LMRSF, cuyo artículo 44 modificaba en algunos aspectos la Ley del Mercado de Valores, para permitir la creación de la entidad de Contrapartida Central de Valores. Además, con su artículo 59 habilitaba a las entidades rectoras de los mercados de futuros y opciones para que fueran ellas las que incorporaran la actividad de contrapartida central, y es que, hasta la puesta en marcha de Meffclear, la actividad de contrapartida central se asociaba en el mercado español exclusivamente a la negociación y liquidación en los mercados de derivados.

Una CC tiene como función principal la interposición por cuenta propia en los procesos de compensación y liquidación de valores, fundamentando su actuación en la novación de contratos y gestionando el riesgo derivado de la interposición mediante la exigencia de garantías. Con la novación se produce la extinción de las obligaciones de los participantes en la cámara a favor de la propia institución, que asume dichas obligaciones y pasa a actuar como contraparte tanto del comprador como del vendedor, garantizando así el buen fin de las operaciones. Es decir, la existencia de una CC libera a las entidades participantes del riesgo de contraparte (5). De ahí su trascendencia para el desarrollo de los mercados de valores en general y el de deuda pública en particular.

Ahora bien, la consecución de estos objetivos no está exenta de dificultades. Para empezar, la actuación de una CC no elimina el riesgo de crédito del mercado, sino que implica una redistribución del riesgo de contraparte, reemplazando la exposición de un participante al riesgo de crédito bilateral por el riesgo de crédito estándar de la CC. Esta centralización del riesgo en una sola entidad aumenta la importancia de una gestión efectiva del mismo, a la vez que puede implicar un riesgo sistémico (6). Además, ya que la CC asume los riesgos de

(4) En septiembre de 2003 se registraron los *repos* sobre deuda pública negociados en Senaf, en octubre los *repos* sobre deuda pública negociados bilateralmente y está previsto que a corto plazo se incorporen todas las operaciones a plazo sobre deuda pública. Aunque por ahora en Meffclear solamente se liquidan operaciones de deuda pública, el objetivo a largo plazo es ampliar su alcance a operaciones de tipo de interés, de renta fija privada e incluso de renta variable.

(5) En el caso concreto que nos ocupa, donde todas las operaciones que se comunican a la cámara se hacen a través de Iberclear, la novación se produce en el momento en que Meffclear comunica a Iberclear la aceptación de la operación.

(6) La definición más amplia de riesgo sistémico es la que lo califica como el riesgo de que un problema de crédito o liquidez de alguno de los participantes en el mercado cree problemas de crédito o liquidez sustanciales a otros participantes.

contrapartida, tiene que protegerse del riesgo de fallido, para lo cual debe seleccionar adecuadamente a las entidades participantes, asegurar una cobertura apropiada de las posiciones mediante garantías y diseñar mecanismos de reparto de pérdidas que eviten posibles problemas de riesgo moral.

En este sentido, Meffclear exige a las entidades participantes el cumplimiento de una serie de requisitos (7). Así: (i) deben poder acceder a la condición de miembro de un mercado secundario oficial; (ii) han de tener cuenta de valores en el sistema encargado de compensación y liquidación del activo subyacente de las operaciones que se negocian en la cámara; (iii) así como cuenta en efectivo en el Banco de España y, si no, tener un acuerdo de domiciliación con entidades que tengan dicha cuenta de efectivo; (iv) además, deben contar, como mínimo, con unos recursos propios de 100 millones de euros; (v) han de depositar una garantía general mínima, que puede ser de 3 millones o de 12 millones, en función de si el miembro actúa por cuenta propia o por cuenta de terceros; y, por último, (vi) los miembros liquidadores deben cumplir la capacidad de registro, que se compone de la garantía general mínima y de un crédito que concede la cámara a los miembros, que depende de sus recursos propios y su *rating*. Por tanto, un miembro no puede operar en el mercado si su capacidad de registro no es superior al riesgo registrado.

Asimismo, como medida adicional de control del riesgo hay dos garantías específicas por operativa (8): la garantía por posición, exigida en cada operación viva por el riesgo de pérdida futura del activo; y el ajuste a precios de mercado, debido a la variación que pueda sufrir el valor del activo subyacente y el valor de efectivo en las operaciones vivas. Igualmente hay una garantía extraordinaria, que se lleva a cabo en función de los movimientos extraordinarios del

precio del subyacente o en cualquier otra circunstancia que, a criterio de la cámara, ponga en peligro la solvencia del miembro.

Por otro lado, se han establecido límites a la actividad, de modo que si la actividad de un miembro está en torno al 60% de su capacidad de registro, dicho miembro deberá aportar garantías adicionales, y si el riesgo está en torno al 80%, Senaf suspende automáticamente la actividad del miembro, que se reanudará cuando se incorporen garantías adicionales. Y, por último, también hay límites a la posición abierta, que impide que el riesgo registrado por un miembro pueda poner en peligro su solvencia.

Por último, conviene señalar que, además de en las ventajas que reporta al mercado de deuda pública española, la importancia de la implantación de Meffclear reside en otros dos aspectos esenciales. Por un lado, la próxima implantación de los criterios de Basilea II requerirá una mayor calidad de la gestión del riesgo y evidenciará las ventajas de las CC, que contribuyen a ahorrar capital reduciendo los requerimientos o las valoraciones de los activos a efectos de ponderación. Por otro lado, la puesta en marcha de Meffclear tiene una dimensión estratégica, ya que equipara el sistema financiero español con otros mercados europeos con los que tendrá que competir. Meffclear tendrá que medirse con las cámaras de contrapartida más importantes de Europa: LCH, Clearnet y Eurex Clearing, grandes rivales a los que se enfrenta con la filosofía de ofrecer las tarifas más baratas (9) y con la singularidad de su especialización en el riesgo de contraparte (10). Ahora bien, este ambiente de competencia entre las distintas CC europeas no implica la necesidad de llegar a una situación con una única cámara para toda Europa, sino que existen otras posibilidades basadas en la cooperación de múltiples cámaras de alcance nacional.

(7) La normativa de Meffclear reside en el Reglamento de Mercado MEFF RF, ampliado al efecto (Título II).

(8) Meffclear dispone de un sofisticado sistema de control de riesgos en tiempo real que permite el cálculo y aportación de garantías en función de la operativa de cada cuenta, sin admitir compensación entre cuentas propias y de clientes, ni entre clientes de un mismo miembro liquidador.

(9) Meffclear no cobrará por hacerse miembro, ni tampoco cantidades fijas mensuales, y el precio por operación será el más barato del mercado europeo.

(10) Mientras que a Iberclear le corresponde la gestión de los riesgos propios de la liquidación, Meffclear se ocupa de la gestión del riesgo de crédito, de modo que es imprescindible una perfecta coordinación. De ahí la idoneidad de que ambas pertenezcan a un mismo grupo accionarial.

## APÉNDICE ESTADÍSTICO





## Índice

- A.1. LETRAS DEL TESORO A TRES MESES
- A.2. LETRAS DEL TESORO A SEIS MESES
- A.3. LETRAS DEL TESORO A DOCE MESES
- A.4. LETRAS DEL TESORO A DIECIOCHO MESES
- A.5. BONOS DEL ESTADO A TRES AÑOS
- A.6. BONOS DEL ESTADO A CINCO AÑOS
- A.7. OBLIGACIONES DEL ESTADO A DIEZ AÑOS
- A.8. OBLIGACIONES DEL ESTADO A QUINCE AÑOS
- A.9. OBLIGACIONES DEL ESTADO A TREINTA AÑOS
- A.10. EVOLUCIÓN DE LA CONTRATACIÓN DE LETRAS DEL TESORO
- A.11. EVOLUCIÓN DE LA CONTRATACIÓN DE BONOS Y OBLIGACIONES
- A.12. EVOLUCIÓN DE LA CONTRATACIÓN DE DEUDA SEGREGADA
- A.13. ROTACIÓN DE LA DEUDA DEL ESTADO
- A.14. CONTRATACIÓN DE DEUDA PÚBLICA EN EL MERCADO BURSÁTIL
- A.15. DISTRIBUCIÓN POR INVERSORES DE LA DEUDA DEL ESTADO. CARTERAS REGISTRADAS
- A.16. DISTRIBUCIÓN POR INVERSORES DE LA DEUDA DEL ESTADO. CARTERAS A VENCIMIENTO



CUADRO A.1

**Letras del Tesoro a tres meses  
Año 2003**

Millones de euros

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (%)
Diciembre 2002				—	
<b>Total 2003</b>	<b>3.258,1</b>	<b>2.205,1</b>	<b>1.053,0</b>	—	—
Enero	—	—	—	—	—
Febrero	—	—	—	—	—
Marzo	500,0	—	500,0	500,0	2,413
Abril	—	—	—	500,0	—
Mayo	517,4	—	517,4	1.017,4	2,223
Junio	—	500,0	-500,0	517,4	—
Julio	650,8	—	650,8	1.168,1	1,993
Agosto	—	517,4	-517,4	650,8	—
Septiembre	537,0	—	537,0	1.187,7	2,028
Octubre	—	650,8	-650,8	537,0	—
Noviembre	1.053,0	—	1.053,0	1.590,0	2,052
Diciembre	—	537,0	-537,0	1.053,0	—

Fuente: Banco de España.

CUADRO A.2

**Letras del Tesoro a seis meses  
Año 2003**

Millones de euros

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (a) (%)
Diciembre 2002				—	
<b>Total 2003</b>	<b>4.070,8</b>	<b>1.594,9</b>	<b>2.475,9</b>	—	—
Enero	—	—	—	—	—
Febrero	500,0	—	500,0	500,0	2,320
Marzo	—	—	—	500,0	—
Abril	500,0	—	500,0	1.000,0	2,361
Mayo	—	—	—	1.000,0	—
Junio	594,9	—	594,9	1.594,9	1,913
Julio	—	—	—	1.594,9	—
Agosto	650,0	500,0	150,0	1.744,9	2,026
Septiembre	—	—	—	1.744,9	—
Octubre	1.019,1	500,0	519,1	2.264,0	2,020
Noviembre	—	—	—	2.264,0	—
Diciembre	806,8	594,9	211,9	2.475,9	2,134

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

CUADRO A.3

**Letras del Tesoro a doce meses  
Año 2003**

Millones de euros

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (a) (%)
Diciembre 2002				15.008,3	
<b>Total 2003</b>	<b>12.366,0</b>	<b>15.008,3</b>	<b>-2.642,2</b>	—	—
Enero	2.677,4	—	2.677,4	17.685,6	2,499
Febrero	841,6	2.607,8	-1.766,2	15.919,4	2,247
Marzo	1.100,0	1.110,2	-10,2	15.909,3	2,347
Abril	850,0	1.318,2	-468,2	15.441,1	2,343
Mayo	810,7	1.661,5	-850,8	14.590,3	2,058
Junio	661,3	1.500,8	-839,5	13.750,8	1,853
Julio	1.193,4	701,3	492,1	14.242,9	1,991
Agosto	800,0	1.324,9	-524,9	13.718,0	2,140
Septiembre	867,9	1.481,3	-613,4	13.104,6	2,147
Octubre	976,0	1.015,4	-39,5	13.065,1	2,136
Noviembre	827,7	936,8	-109,1	12.956,0	2,297
Diciembre	760,0	1.350,0	-590,0	12.366,0	2,385

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

CUADRO A.4

**Letras del Tesoro a dieciocho meses  
Año 2003**

Millones de euros

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (a) (%)
Diciembre 2002				20.822,7	
<b>Total 2003</b>	<b>16.513,0</b>	<b>14.464,5</b>	<b>2.048,5</b>	—	—
Enero	2.577,4	2.206,4	371,0	21.193,7	2,512
Febrero	1.469,9	1.186,2	283,8	21.477,5	2,270
Marzo	1.143,5	1.068,2	75,3	21.552,8	2,440
Abril	1.500,0	806,9	693,1	22.245,8	2,425
Mayo	1.005,4	1.143,6	-138,2	22.107,6	2,084
Junio	1.644,7	1.220,7	424,1	22.531,7	1,897
Julio	926,1	1.229,1	-302,9	22.228,8	2,091
Agosto	1.475,7	1.307,4	168,3	22.397,1	2,321
Septiembre	880,3	823,8	56,5	22.453,6	2,338
Octubre	1.579,3	1.499,2	80,1	22.533,7	2,333
Noviembre	820,0	1.012,2	-192,2	22.341,5	2,537
Diciembre	1.490,7	961,0	529,7	22.871,2	2,652

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

CUADRO A.5

**Bonos del Estado a tres años  
Año 2003**

Millones de euros

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (%)
Diciembre 2002				29.176,8	
<b>Total 2003</b>	<b>10.139,5</b>	<b>17.328,3</b>	<b>-7.188,9</b>	—	—
Enero	3.249,7	6.293,7	-3.044,0	26.132,9	3,020
Febrero	2.119,4	—	2.119,4	28.252,2	2,807
Marzo	—	—	—	28.252,2	—
Abril	1.189,7	730,0	459,7	28.712,0	2,741
Mayo	—	2.539,0	-2.539,0	26.173,0	—
Junio	1.592,2	—	1.592,2	27.765,1	2,218
Julio	—	7.765,7	-7.765,7	19.999,5	—
Agosto	934,7	—	934,7	20.934,2	2,798
Septiembre	—	—	—	20.934,2	—
Octubre	1.053,8	—	1.053,8	21.988,0	2,404
Noviembre	—	—	—	21.988,0	—
Diciembre	—	—	—	21.988,0	—

Fuente: Banco de España.

CUADRO A.6

**Bonos del Estado a cinco años  
Año 2003**

Millones de euros

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (%)
Diciembre 2002				54.829,0	
<b>Total 2003</b>	<b>7.191,5</b>	<b>7.412,4</b>	<b>-220,9</b>	—	—
Enero	—	6.972,4	-6.972,4	47.856,6	—
Febrero	—	—	—	47.856,6	—
Marzo	1.337,0	—	1.337,0	49.193,5	2,962
Abril	—	—	—	49.193,5	—
Mayo	1.376,0	—	1.376,0	50.569,5	3,068
Junio	—	—	—	50.569,5	—
Julio	1.946,7	—	1.946,7	52.516,2	2,854
Agosto	—	—	—	52.516,2	—
Septiembre	1.203,5	—	1.203,5	53.719,8	3,544
Octubre	—	—	—	53.719,8	—
Noviembre	—	—	—	53.719,8	—
Diciembre	1.328,3	440,0	888,3	54.608,0	3,522

Fuente: Banco de España.

CUADRO A.7

**Obligaciones del Estado a diez años  
Año 2003**

Millones de euros

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (%)
Diciembre 2002				109.855,4	
<b>Total 2003</b>	<b>12.452,7</b>	<b>10.561,1</b>	<b>1.891,6</b>	—	—
Enero	1.400,0	—	1.400,0	111.255,4	4,269
Febrero	—	—	—	111.255,4	—
Marzo	810,9	—	810,9	112.066,3	3,863
Abril	5.000,0	532,0	4.468,0	116.534,3	4,266
Mayo	—	995,0	-995,0	115.539,3	—
Junio	1.674,4	—	1.674,4	117.213,7	3,745
Julio	1.121,5	—	1.121,5	118.335,2	4,003
Agosto	—	4.678,3	-4.678,3	113.656,9	—
Septiembre	1.293,8	—	1.293,8	114.950,7	4,389
Octubre	—	3.590,8	-3.590,8	111.359,9	—
Noviembre	1.152,1	—	1.152,1	112.512,0	4,404
Diciembre	—	765,0	-765,0	111.747,0	—

Fuente: Banco de España.

CUADRO A.8

**Obligaciones del Estado a quince años  
Año 2003**

Millones de euros

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (%)
Diciembre 2002				35.402,9	
<b>Total 2003</b>	<b>2.756,4</b>	<b>1.221,0</b>	<b>1.535,4</b>	—	—
Enero	—	—	—	35.402,9	—
Febrero	876,3	—	876,3	36.279,2	4,476
Marzo	—	—	—	36.279,2	—
Abril	636,8	110	526,8	36.806,0	4,574
Mayo	—	561	-561,0	36.245,0	—
Junio	—	—	—	36.245,0	—
Julio	679,991	—	680,0	36.925,0	4,369
Agosto	—	—	—	36.925,0	—
Septiembre	—	—	—	36.925,0	—
Octubre	563,3	—	563,3	37.488,3	4,408
Noviembre	—	—	—	37.488,3	—
Diciembre	—	550,0	-550,0	36.938,3	—

Fuente: Banco de España.

CUADRO A.9

**Obligaciones del Estado a treinta años  
Año 2003**

Millones de euros

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (%)
Diciembre 2002				17.845,9	
<b>Total 2003</b>	<b>2.840,8</b>	—	<b>2.840,8</b>	—	—
Enero	600,6	—	600,6	18.446,5	4,925
Febrero	—	—	—	18.446,5	—
Marzo	440,8	—	440,8	18.887,4	4,698
Abril	—	—	—	18.887,4	—
Mayo (a)	520,2	—	520,2	19.407,6	4,779
Junio	—	—	—	19.407,6	—
Julio	—	—	—	19.407,6	—
Agosto	—	—	—	19.407,6	—
Septiembre	720,5	—	720,5	20.128,1	5,066
Octubre	—	—	—	20.128,1	—
Noviembre	558,7	—	558,7	20.686,8	5,054
Diciembre	—	—	—	20.686,8	—

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.10

**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
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
2003	2.607,9	508,9	61,7	0,4	7,0	439,8	2.099,0	28,1	0,0	2.069,9	1,0

Fuente: Banco de España.



CUADRO A.11

## 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
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
2003	18.383,7	7.208,1	878,1	18,7	58,5	6.252,8	11.175,6	1.265,7	42,1	8.764,0	1.103,8

Fuente: Banco de España.

CUADRO A.12

## 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	183,8	12,5	7,9	1,0	—	3,6	171,3	7,7	0,2	161,8	1,6
2003	296,0	9,8	5,2	0,4	—	4,2	286,2	7,3	0,0	278,2	0,7

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

CUADRO A.13

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

	Contado		Plazo		<i>Repos</i>		Simultáneas		Total	
	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003
<b>Total</b>	<b>7,6</b>	<b>8,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>38,1</b>	<b>35,6</b>	<b>26,6</b>	<b>22,1</b>	<b>72,5</b>	<b>65,9</b>
Letras del Tesoro	2,3	1,1	0,0	0,0	53,9	55,7	11,4	5,7	67,6	62,5
Bonos y obligaciones	9,2	9,8	0,3	0,1	37,7	34,9	31,5	26,6	78,7	71,4
Deuda segregada	0,6	0,8	0,0	0,1	13,1	7,9	0,2	0,3	13,9	9,1

Fuente: Banco de España.

CUADRO A.14

**Contratación de deuda pública en el mercado bursátil  
Volúmenes negociados**

mm de euros

	Bonos y obligaciones	Letras del Tesoro	Total
<b>Total 1995</b>	<b>21,2</b>	<b>0,4</b>	<b>21,6</b>
<b>Total 1996</b>	<b>49,0</b>	<b>0,6</b>	<b>49,6</b>
<b>Total 1997</b>	<b>19,0</b>	<b>0,5</b>	<b>19,5</b>
<b>Total 1998</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,5</b>
<b>Total 1999</b>	<b>6,7</b>	<b>9,0</b>	<b>15,7</b>
<b>Total 2000</b>	<b>2,1</b>	<b>3,7</b>	<b>5,8</b>
<b>Total 2001</b>	<b>2,0</b>	<b>3,9</b>	<b>5,9</b>
<b>Total 2002</b>	<b>1,9</b>	<b>4,4</b>	<b>6,3</b>
<b>Total 2003</b>	<b>1,3</b>	<b>3,8</b>	<b>5,1</b>
I TR	0,6	1,1	1,7
II TR	0,3	1,3	1,6
III TR	0,2	0,8	1,0
IV TR	0,2	0,6	0,8

Fuente: Banco de España.

CUADRO A.15

**Distribución por inversores de la deuda del Estado**  
**Carteras registradas**

mm de euros y %

	Letras del Tesoro				Bonos y obligaciones				Principales y cupones			
	2002		2003		2002		2003		2002		2003	
	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%
<b>Total</b>	<b>35,8</b>	<b>100,0</b>	<b>38,8</b>	<b>100,0</b>	<b>235,0</b>	<b>100,0</b>	<b>233,3</b>	<b>100,0</b>	<b>20,6</b>	<b>100,0</b>	<b>21,5</b>	<b>100,0</b>
Sistema crediticio	1,4	3,8	6,9	17,8	13,8	5,9	25,6	11,0	0,9	4,4	1,0	4,9
<i>Banco de España</i>	0,0	0,1	4,4	11,3	5,4	2,3	13,7	5,9	0,0	0,0	0,0	0,1
<i>Bancos</i>	0,8	2,1	1,4	3,6	1,8	0,8	5,0	2,1	0,4	1,9	0,8	3,8
<i>Cajas de ahorros</i>	0,4	1,1	1,0	2,5	1,7	0,7	1,9	0,8	0,2	1,2	0,2	0,9
<i>Cooperativas</i>	0,2	0,4	0,1	0,3	1,0	0,4	0,7	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1
<i>Resto</i>	0,0	0,1	0,0	0,1	3,9	1,7	4,3	1,9	0,3	1,2	0,0	0,0
Otras instituciones financieras	16,0	44,7	16,1	41,7	71,7	30,5	66,7	28,6	10,9	53,1	12,8	59,4
<i>Fondos de inversión</i>	11,2	31,2	10,9	28,2	37,4	15,9	32,9	14,1	6,4	30,9	7,3	33,9
<i>Fondos de pensiones</i>	1,6	4,6	1,7	4,4	9,0	3,8	9,6	4,1	0,7	3,4	0,6	2,7
<i>Seguros</i>	0,9	2,5	1,0	2,7	22,3	9,5	20,8	8,9	3,8	18,7	4,8	22,5
<i>Resto</i>	2,3	6,4	2,5	6,4	3,0	1,3	3,4	1,5	0,0	0,1	0,1	0,3
Empresas no financieras	6,8	19,0	4,9	12,8	24,5	10,4	26,0	11,1	0,7	3,5	0,9	4,1
Familias	6,8	18,9	5,0	12,9	6,3	2,7	5,1	2,2	2,4	11,5	2,0	9,2
Administraciones Públicas	4,2	11,9	4,4	11,0	18,2	7,8	16,9	7,2	0,6	2,8	0,4	1,8
No residentes	0,6	1,7	1,5	3,8	100,5	42,7	93,0	39,9	5,1	24,7	4,4	20,6

Fuente: Banco de España.

CUADRO A.16

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

mm de euros y %

	Letras del Tesoro				Bonos y obligaciones				Principales y cupones			
	2002		2003		2002		2003		2002		2003	
	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%
<b>Total</b>	<b>35,8</b>	<b>100,0</b>	<b>38,8</b>	<b>100,0</b>	<b>235,0</b>	<b>100,0</b>	<b>233,3</b>	<b>100,0</b>	<b>20,6</b>	<b>100,0</b>	<b>21,5</b>	<b>100,0</b>
Sistema crediticio	21,7	60,8	22,6	58,3	75,7	32,1	92,3	39,5	3,0	14,8	3,8	17,7
<i>Banco de España</i>	0,0	0,0	2,6	6,8	4,1	1,7	4,3	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Bancos</i>	11,6	32,4	11,3	29,1	34,1	14,5	47,4	20,3	1,6	7,9	2,4	11,1
<i>Cajas de ahorros</i>	9,4	26,4	8,1	21,0	32,3	13,7	35,8	15,4	1,0	4,8	1,4	6,5
<i>Cooperativas</i>	0,7	2,0	0,6	1,4	1,4	0,6	1,0	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1
<i>Resto</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	3,8	1,6	3,8	1,6	0,4	2,0	0,0	0,0
Otras instituciones financieras	8,5	23,7	8,8	22,7	34,2	14,6	29,5	12,6	9,9	48,2	11,1	51,6
<i>Fondos de inversión</i>	6,1	17,0	6,1	15,6	10,5	4,5	7,6	3,3	5,8	28,3	5,7	26,8
<i>Fondos de pensiones</i>	0,4	1,0	0,6	1,6	4,5	1,9	4,1	1,7	0,3	1,3	0,5	2,2
<i>Seguros</i>	0,1	0,3	0,2	0,5	17,2	7,3	15,7	6,7	3,8	18,5	4,8	22,3
<i>Resto</i>	1,9	5,4	1,9	5,0	2,0	0,9	2,1	0,9	0,0	0,1	0,1	0,3
Empresas no financieras	0,8	2,2	0,8	2,1	6,4	2,8	6,3	2,7	0,5	2,5	0,7	3,2
Familias	3,0	8,4	2,5	6,4	2,3	1,0	2,0	0,9	2,1	9,7	1,3	6,3
Administraciones Públicas	0,4	1,1	0,1	0,2	5,4	2,3	9,5	4,1	0,0	0,0	0,0	0,0
No residentes	1,4	3,8	4,0	10,3	111,0	47,2	93,7	40,2	5,1	24,8	4,6	21,2

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. Actualmente, se emite mensualmente 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 anotada 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 anotados 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 este mercado 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.

### CONTRAPARTIDA CENTRAL

Entidad cuya función principal es la interposición por cuenta propia en los procesos de compensación y liquidación de valores, fundamentando su actuación en la novación de contratos. Así, desempeña el papel de vendedor frente al comprador y de comprador frente al vendedor, asumiendo el riesgo de contraparte de la contratación. Para gestionar dicho riesgo, la contrapartida central debe seleccionar adecuadamente a las entidades participantes, asegurar una cobertura apropiada de las posiciones mediante la exigencia de garantías y diseñar mecanismos de reparto de pérdidas que eviten posibles problemas de riesgo moral.

### CONVEXIDAD

Medida de la exposición de un activo financiero a las variaciones en el tipo de interés de mercado, de carácter complementario a la duración. En concreto, proporciona información sobre la fiabilidad de la duración como aproximación del riesgo de tipo de interés de la inversión, de forma que, a igualdad de duración, activos financieros con una convexidad más elevada que otros están sujetos a mayores subidas de precios cuando bajan los tipos de interés, y a menores descensos de precios cuando suben los tipos de interés.

### 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. Participan en la red de mediadores especializados de deuda anotada (MEDAS) y adquieren una serie de compromisos de cotización y negociación en el mercado de deuda anotada, 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. Son los únicos autorizados a acudir a las segundas vueltas de las subastas de deuda del Estado y deben intervenir en las operaciones de segregación y reconstitución de valores. El seguimiento de la actividad de los creadores de mercado se realiza mensualmente, de acuerdo con criterios de participación tanto en el mercado primario como en el secundario, si bien la evaluación de su actividad será hecha pública por el Tesoro anualmente.

### CUENTA DE TERCEROS

Para cada entidad gestora, registro global de los saldos de deuda pública, contrapartida exacta, en todo momento, de los saldos 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 anotados propiedad de terceros que han elegido como entidad gestora al Banco de España. La operatividad de estas cuentas es limitada.

### DURACIÓN

Medida del período de maduración de un activo financiero, que es, además, un indicador de la sensibilidad del precio del activo a las variaciones de los tipos de interés de mercado. Con todo lo demás constante, un activo financiero con una duración mayor que otro responderá de forma más acusada a las variaciones de los tipos de interés del mercado, de forma que, cuando los tipos de interés bajen, su apreciación será mayor y, cuando los tipos de interés suban, su depreciación también será mayor.

### 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).

## INFOMEDAS

Pantalla de cotizaciones que refleja las mejores cotizaciones firmes comunicadas a los *brokers* del segmento ciego del mercado de deuda pública en anotaciones. A las cotizaciones, que, salvo excepciones, son por un mínimo de cinco millones de euros, solo tienen acceso los negociantes de deuda.

## INMUNIZACIÓN DE CARTERAS

Estrategia de gestión de carteras consistente en la igualación de la duración de la cartera al horizonte temporal de la misma. Con ello, se pretende que la rentabilidad final de la inversión no se vea afectada por variaciones en los tipos de interés de mercado.

## INTERÉS ABIERTO

El interés o saldo abierto en un instrumento derivado compensable en una cámara consiste en el número de contratos del mismo que permanece vivo, en un momento dado del tiempo, por no haber sido cancelado como consecuencia de una transacción de signo contrario o por haber alcanzado su fecha de vencimiento.

## LETRAS DEL TESORO

Valores de deuda pública a corto plazo emitidos a descuento. Actualmente, los plazos típicos de emisión son tres, seis, doce y dieciocho meses.

## 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*.

## MEFFCLEAR

Cámara de Contrapartida Central de MEFF para operaciones sobre deuda pública negociadas entre sus Miembros Liquidadores y/o Clientes. Inicialmente sus servicios alcanzan solamente al mercado de *repos* y de contado de deuda del Estado, aunque a largo plazo está previsto ampliar su alcance a operaciones de tipo de interés, renta fija privada y renta variable.

## 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, negociantes de deuda, tanto si son creadores de mercado como aspirantes a creador, cotizan sus precios de compra y venta en firme, a través de un conjunto de mediadores especializados de deuda anotada (MEDAS) 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.

## NECESIDAD DE ENDEUDAMIENTO

Concepto que añade a las necesidades de financiación del Estado la variación neta de activos financieros. Supone una valoración de la necesidad neta de captación de recursos por parte del Estado, a través de sus operaciones financieras. En algunas ocasiones se recoge en términos brutos, añadiéndole las amortizaciones que proceden de operaciones financieras de ejercicios anteriores.

## 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 a la red de mediadores especializados de deuda anotada (MEDAS) o 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 máximo, que se fijan para cada subasta, afectan de forma conjunta a los instrumentos subastados un mismo día: bonos a tres años y obligaciones a diez y —si se emiten ese mes— a treinta años, por un lado; y bonos a cinco años y obligaciones a quince años, por otro.

## 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 las cinco hábiles siguientes a la 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 cuándo 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 vinculadas 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.

### 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 densidad de la operatoria de un activo o grupo de activos durante un período de tiempo, dada por el cociente entre el volumen contratado y el saldo medio en circulación en ese período.

### SEGUNDO ESCALÓN

Ámbito de negociación del mercado de deuda pública anotada 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 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 circulación lo suficientemente elevado como para posibilitar su pronta presencia en las plataformas internacionales de negociación electrónica, lo que redundará 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 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 anotada. 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**

Acronimo 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 anotada, cuyas tenencias se encuentran anotadas en el registro de valores de alguna entidad gestora.

### **TITULARES**

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

### **TRANSFERENCIAS DE VALORES**

Operaciones que implican traspasos entre las cuentas de valores de los titulares de cuentas o entidades gestoras. Están originadas por operaciones de terceros: entre ellos, cuando tienen sus saldos anotados en distintas gestoras, o con titulares de cuenta, gestoras o no, distintos a la entidad gestora en la que el tercero mantiene sus saldos de deuda anotada. Si la transferencia origina un solo traspaso de valores, se denomina a vencimiento, y si se realizan dos transferencias de sentido contrario y del mismo valor nominal, en dos momentos distintos del tiempo, se trata de una transferencia con orden de retorno.

### **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)

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<sup>a</sup> 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). (▲)
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<sup>a</sup> 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<sup>a</sup> 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.) (▲)

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

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

## ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA (SERIE ROJA)

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<sup>a</sup> 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). (▲)
44. INÉS ROLDÁN DE MONTAUD: La banca de emisión de Cuba (1856-1898) (2004). (▲)

## DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0302 JORDI GALÍ, MARK GERTLER AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: The euro area inefficiency gap. (▲)
- 0303 ANDREW BENITO: The incidence and persistence of dividend omissions by Spanish firms. (▲)
- 0304 JUAN AYUSO AND FERNANDO RESTOY: House prices and rents: an equilibrium asset pricing approach. (▲)
- 0305 EVA ORTEGA: Persistent inflation differentials in Europe. (▲)
- 0306 PEDRO PABLO ÁLVAREZ LOIS: Capacity utilization and monetary policy. (▲)
- 0307 JORGE MARTÍNEZ PAGÉS Y LUIS ÁNGEL MAZA: Análisis del precio de la vivienda en España. (Existe una edición en inglés con el mismo número.) (▲)
- 0308 CLAUDIO MICHELACCI AND DAVID LÓPEZ-SALIDO: Technology shocks and job flows. (▲)

- 0309 ENRIQUE ALBEROLA: Misalignment, liabilities dollarization and exchange rate adjustment in Latin America. (▲)
- 0310 ANDREW BENITO: The capital structure decisions of firms: is there a pecking order? (▲)
- 0311 FRANCISCO DE CASTRO: The macroeconomic effects of fiscal policy in Spain. (▲)
- 0312 ANDREW BENITO AND IGNACIO HERNANDO: Labour demand, flexible contracts and financial factors: new evidence from Spain. (▲)
- 0313 GABRIEL PÉREZ QUIRÓS AND HUGO RODRÍGUEZ MENDIZÁBAL: The daily market for funds in Europe: what has changed with the EMU? (▲)
- 0314 JAVIER ANDRÉS AND RAFAEL DOMÉNECH: Automatic stabilizers, fiscal rules and macroeconomic stability. (▲)
- 0315 ALICIA GARCÍA HERRERO AND PEDRO DEL RÍO: Financial stability and the design of monetary policy. (▲)
- 0316 JUAN CARLOS BERGANZA, ROBERTO CHANG AND ALICIA GARCÍA HERRERO: Balance sheet effects and the country risk premium: an empirical investigation. (▲)
- 0317 ANTONIO DÍEZ DE LOS RÍOS AND ALICIA GARCÍA HERRERO: Contagion and portfolio shift in emerging countries' sovereign bonds. (▲)
- 0318 RAFAEL GÓMEZ AND PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Demographic maturity and economic performance: the effect of demographic transitions on per capita GDP growth. (▲)
- 0319 IGNACIO HERNANDO AND CARMEN MARTÍNEZ-CARRASCAL: The impact of financial variables on firms' real decisions: evidence from Spanish firm-level data. (▲)
- 0320 JORDI GALÍ, J. DAVID LÓPEZ-SALIDO AND JAVIER VALLÉS: Rule-of-thumb consumers and the design of interest rate rules. (▲)
- 0321 JORDI GALÍ, J. DAVID LÓPEZ-SALIDO AND JAVIER VALLÉS: Understanding the effects of government spending on consumption.
- 0322 ANA BUISÁN Y JUAN CARLOS CABALLERO: Análisis comparado de la demanda de exportación de manufacturas en los países de la UEM. (▲)
- 0401 ROBERTO BLANCO, SIMON BRENNAN AND IAN W. MARSH: An empirical analysis of the dynamic relationship between investment-grade bonds and credit default swaps. (▲)
- 0402 ENRIQUE ALBEROLA AND LUIS MOLINA: What does really discipline fiscal policy in emerging markets? The role and dynamics of exchange rate regimes. (▲)
- 0403 PABLO BURRIEL-LLOMBART: An econometric analysis of education externalities in the matching process of UK regions (1992-99). (▲)
- 0404 FABIO CANOVA, MATTEO CICCARELLI AND EVA ORTEGA: Similarities and convergence in G-7 cycles. (▲)
- 0405 ENRIQUE ALBEROLA, HUMBERTO LÓPEZ AND LUIS SERVÉN: Tango with the gringo: the hard peg and real misalignment in Argentina. (▲)

## DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0301 GIANLUCA CAPORELLO AND AGUSTÍN MARAVALL: A tool for quality control of time series data. Program TERROR. (▲)
- 0302 MARIO IZQUIERDO, ESTHER MORAL Y ALBERTO URTASUN: El sistema de negociación colectiva

- en España: un análisis con datos individuales de convenios. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.) (▲)
- 0303 ESTHER GORDO, MARÍA GIL Y MIGUEL PÉREZ: Los efectos de la integración económica sobre la especialización y distribución geográfica de la actividad industrial en los países de la UE. (▲)
- 0304 ALBERTO CABRERO, CARLOS CHULIÁ Y ANTONIO MILLARUELO: Una valoración de las divergencias macroeconómicas en la UEM. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.) (▲)
- 0305 ALICIA GARCÍA HERRERO Y CÉSAR MARTÍN MACHUCA: La política monetaria en Japón: lecciones a extraer en la comparación con la de los EEUU. (▲)
- 0306 ESTHER MORAL Y SAMUEL HURTADO: Evolución de la calidad del factor trabajo en España. (▲)
- 0307 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Una visión macroeconómica de los veinticinco años de vigencia de la Constitución española. (▲)
- 0308 ALICIA GARCÍA HERRERO AND DANIEL NAVIA SIMÓN: Determinants and impact of financial sector FDI to emerging economies: a home country's perspective. (▲)
- 0309 JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-MÍNGUEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS AND ANA DEL RÍO: An analysis of the impact of GDP revisions on cyclically adjusted budget balances (CABS). (▲)
- 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 (2004)

BANCO DE ESPAÑA				
I. ESTUDIOS E INFORMES		II. DIFUSIÓN ESTADÍSTICA		
<b>PERIÓDICOS</b> <b>Informe anual</b> (ediciones en español e inglés) <b>Balanza de Pagos de España</b> (anual) (ediciones en español e inglés) <b>Boletín económico</b> (mensual) (hay una versión en inglés de periodicidad trimestral) <b>Central de Anotaciones. Memoria</b> (anual) <b>Memoria del Servicio de Reclamaciones</b> (anual) <b>Estabilidad financiera</b> (semestral) (ediciones en español e inglés) <b>Memoria de la Supervisión Bancaria en España</b> (anual) (ediciones en español e inglés)		<b>Boletín estadístico</b> (mensual) (actualización diaria en Internet) <b>Cuentas financieras de la economía española</b> (series trimestrales, publicación anual) (edición bilingüe: español e inglés) (actualización trimestral en Internet) <b>Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras</b> (monografía anual) (hay una edición en CD Rom) <b>Central de Balances Trimestral</b> (se incluye en los boletines económicos de marzo, junio, septiembre y noviembre) <b>Boletín del Mercado de Deuda Pública</b> (diario) (solo disponible en versión electrónica en la página <i>web</i> ) <b>Boletín de operaciones</b> (diario) (solo disponible en versión electrónica en la página <i>web</i> )		
<b>NO PERIÓDICOS</b> <b>Estudios Económicos</b> (Serie azul) <b>Estudios de Historia Económica</b> (Serie roja) <b>Documentos de Trabajo</b> <b>Documentos Ocasionales</b> <b>Central de Balances: estudios de encargo</b> <b>Notas de estabilidad financiera</b> <b>Ediciones varias</b>		<b>III. LEGISLACIÓN FINANCIERA Y REGISTROS OFICIALES</b> <b>Circulares a entidades de crédito</b> <b>Circulares del Banco de España</b> (recopilación) (cuatrimestral) <b>Registros de entidades</b> (anual)		
		<b>IV. FORMACIÓN</b> <b>Textos del Área de Desarrollo de Recursos Humanos</b>		
BANCO CENTRAL EUROPEO				
Informe anual, Boletín mensual y Otras publicaciones.				
INFORMACIÓN, SUSCRIPCIÓN Y VENTA				
<p>Todas las publicaciones que el Banco de España edita actualmente, a excepción de Textos de la División de Desarrollo de Recursos Humanos y Ediciones varias, se hacen simultáneamente en impresión y en formato electrónico, disponible en esta página <i>web</i>, desde donde pueden ser descargadas GRATUITAMENTE, así como un elevado número de publicaciones anteriores. La relación de las publicaciones descargables puede ser consultada en el Catálogo.</p>				
PUBLICACIONES IMPRESAS				
<p>Todas las publicaciones, a excepción del <i>Boletín estadístico</i>, Central de Balances: estudios de encargo, Circulares (recopilación), Textos de la División de Desarrollo de Recursos Humanos y Ediciones varias, se pueden obtener gratuitamente, solicitándolas a la Unidad 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 las listas de distribución gratuita de las siguientes publicaciones: <i>Boletín económico</i>, <i>Boletín Mensual del Banco Central Europeo</i>, Documentos de Trabajo, <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 dichas listas deberán solicitarlo a la Unidad de Publicaciones, mediante escrito a la dirección postal que figura al final de esta página, siendo incluidas en un fichero informatizado, al que le es de aplicación la LOPD. El Banco de España no cede estos datos a terceros.</p>				
<b>PUBLICACIONES</b>	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	142,65 €	281,25 €	142,65 €	281,25 €
Circulares del Banco de España (recopilación): actualización anual			61,14 €	120,54 €
Central de Balances: estudios de encargo	Consultar a la Unidad de Estudios y Difusión de la Central de Balances (tels. 91 338 6931, 91 338 6929 y 91 338 6930, fax 91 338 6880; envíos postales a calle Alcalá, 522, 28027 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 o en adquirir alguna de las publicaciones periódicas 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, o mediante cheque nominativo a favor de Publicaciones del Banco de España. En el caso de optar por el pago por transferencia, tendrán que remitir copia de la orden de dicha transferencia, bien por correo o por fax (91 338 6488); si eligen el pago mediante cheque, deberán remitirlo a Banco de España, Unidad de Publicaciones, Alcalá, 50, 28014 Madrid. En todos los casos, deberán indicar: nombre, dirección postal y publicación a la que desean suscribirse o que desean adquirir, siendo incluidos en un fichero informatizado al que le es de aplicación la LOPD. El Banco de España no cede estos datos a terceros.</p>				
<p>Información: Banco de España, Unidad de Publicaciones, Alcalá, 522, 28027 Madrid. Teléfonos 91 338 6363 y 91 338 6364. Fax 91 338 6488. e-mail: publicaciones@bde.es</p>				
<b>Información más detallada en: <a href="http://www.bde.es">www.bde.es</a></b>				