

MERCADO DE DEUDA PÚBLICA

2004

BANCO DE ESPAÑA



MERCADO DE DEUDA PÚBLICA 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, 2005

ISSN: 1697-8609 (edición impresa)

ISSN: 1697-8617 (edición electrónica)

Depósito legal: M. 18847-2004

Impreso en España por Artes Gráficas Coyve, SA

ÍNDICE GENERAL

1 SITUACIÓN GENERAL DE LOS MERCADOS	9	1.1 La situación económica y financiera general	11
		1.2 Los mercados financieros internacionales	12
		1.3 El mercado de deuda pública en España	14
2 MERCADO PRIMARIO DE DEUDA DEL ESTADO	17	2.1 Evolución de la financiación del Estado	19
		2.2 Evolución del mercado primario	20
		2.3 Recompras de deuda	22
3 MERCADO SECUNDARIO DE DEUDA DEL ESTADO	25	3.1 Descripción general	27
		3.2 Negociación entre titulares	27
		3.2.1 Operaciones simples al contado	29
		3.2.2 Operaciones simultáneas	29
		3.3 Negociación con terceros	30
		3.3.1 Operaciones simples al contado	31
		3.3.2 Operaciones <i>repo</i> y simultáneas	32
		3.4 Mercados derivados	32
4 DISTRIBUCIÓN DE SALDOS POR GRUPOS DE AGENTES	35	4.1 Distribución de saldos vivos	37
		4.2 El Banco de España como entidad gestora	38
5 OTROS EMISORES	41	5.1 Mercado primario	43
		5.2 Mercado secundario	43
		5.3 Distribución por inversores	46
6 SUPERVISIÓN DEL SISTEMA	47		
7 INNOVACIONES	51		
APÉNDICE ESTADÍSTICO	57		
GLOSARIO	69		

1 SITUACIÓN GENERAL DE LOS MERCADOS

1 Situación general de los mercados

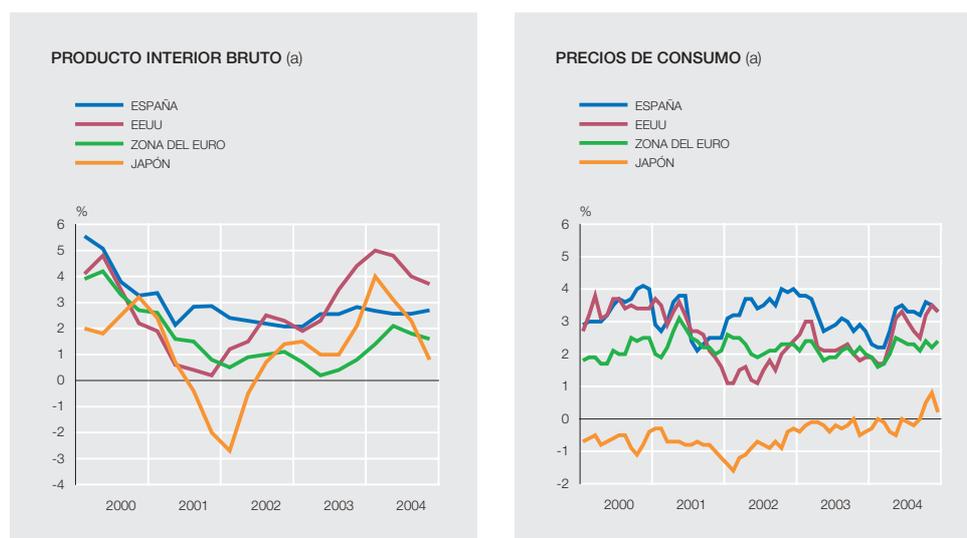
1.1 La situación económica y financiera general

La recuperación global de la actividad en las principales áreas económicas, que ya se vislumbraba en la segunda mitad de 2003, se vio confirmada por una evolución alcista general durante la primera mitad de 2004, pero que tendió a moderarse a partir de entonces. El fuerte encarecimiento del petróleo en 2004 pudo actuar como un estabilizador parcial del crecimiento, pero no produjo presiones inflacionistas especialmente relevantes a pesar del ligero aumento de las tasas de inflación a nivel mundial (véase gráfico 1.1). Además, los riesgos inflacionistas añadidos se mantuvieron bajo control gracias, entre otros factores, al moderado crecimiento de los salarios. Entre los principales desequilibrios macroeconómicos que persistieron, destaca la fuerte elevación del déficit externo de Estados Unidos, que motivó una considerable depreciación del dólar y las consiguientes revalorizaciones del euro y el yen.

A pesar de este comportamiento general, se observaron ciertos contrastes entre las diferentes economías, principalmente en cuanto a la magnitud del crecimiento. En Estados Unidos se estima que el crecimiento medio del PIB en 2004 fue del 4,4% (3% en 2003), reflejando principalmente la pujanza tanto del consumo como de la inversión privada. Este crecimiento tendió a moderarse en el segundo semestre, coincidiendo con el final del tono expansivo de la política monetaria, materializado en un aumento acumulado del tipo de interés objetivo de los Fondos Federales de 125 puntos básicos (pb) entre junio y diciembre. La actividad en Japón registró igualmente un nuevo impulso en 2004 —con un crecimiento medio del PIB del 2,6%—, tras la recuperación ya observada en 2003. Fue también la evolución del consumo y de la inversión la que marcó esta tendencia, en un entorno con tasas de inflación muy reducidas. En el área de Latinoamérica, el crecimiento fue generalizado y bastante intenso, estimándose en un 5,4% para el agregado de las nueve principales economías de la zona. La mayor parte de las economías emergentes del Sudeste asiático crecieron a ritmos superiores al 6%, destacando un año más China, con un potente crecimiento del PIB, del 9,5%, y sin que las medidas contractivas tomadas por las autoridades hayan tenido un efecto claro que ralentice esta evolución.

En la zona del euro, el año 2004 supuso el fin del proceso de desaceleración de la actividad que caracterizó los tres años anteriores, de modo que la leve recuperación que ya se anunciaba en la segunda mitad de 2003 se vio confirmada por el sustancial impulso observado durante el primer semestre de 2004. Desde entonces, dicho impulso parece haberse atenuado ligeramente, pero, con todo, se estima que el área creció un 1,7% sobre la base, principalmente, de una notable recuperación de la inversión y sin que el consumo se manifestara como motor relevante del crecimiento. La evolución de los precios de consumo fue fruto de un positivo comportamiento del componente de alimentos, que compensó el crecimiento de los precios de la energía, con lo que finalmente la inflación media en términos armonizados fue del 2,1%, tasa idéntica a la registrada en 2003.

La economía española mantuvo el ritmo de crecimiento estable, que ha caracterizado los últimos años, fruto del dinamismo de la demanda interna. En concreto, la actividad creció un 2,7% en 2004 (2,5% en 2003), lo que implicó un diferencial significativo frente a la zona del euro. El mantenimiento de un elevado ritmo de creación de empleo y la estabilidad presupuestaria son algunos de los factores positivos que se pueden destacar en el ejercicio. La evolución de los precios no resultó tan positiva; así, la tasa media de inflación armonizada fue del 3,1%, lo que supuso un diferencial de un punto porcentual respecto a la evolución de los precios en la zona del euro.



FUENTE: Banco de España.

a. Tasas de variación interanual.

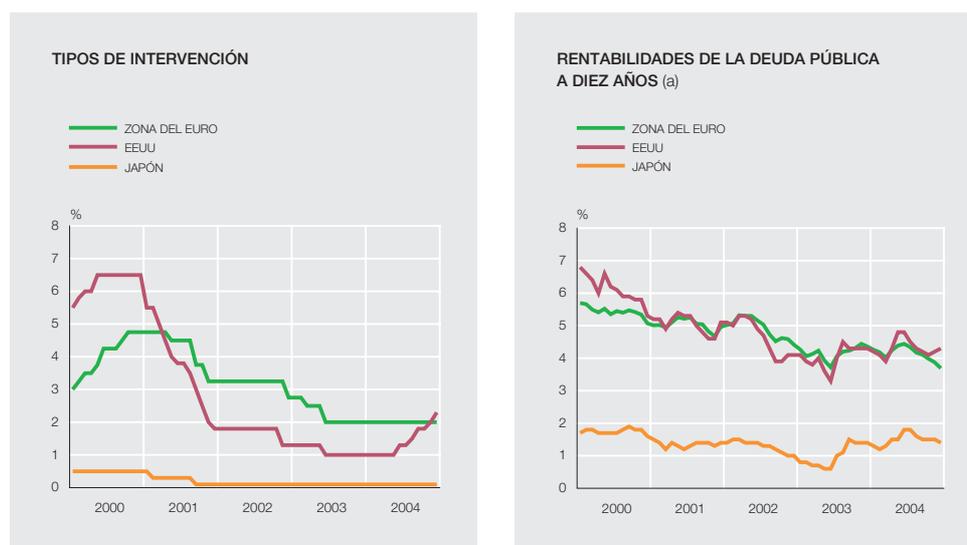
Como en años anteriores, uno de los componentes más dinámicos del crecimiento en España fue el consumo, que aumentó a un ritmo medio del 3,5%, impulsado por el crecimiento de la renta disponible, las favorables condiciones de financiación y el aumento de la riqueza financiera y no financiera de las familias. Se advierte, no obstante, que la evolución creciente del endeudamiento de las familias hizo que su ahorro financiero neto se tornase negativo en la última parte del año. La fuerte recuperación de la inversión en bienes de equipo —que creció un 5,8%— y el crecimiento sostenido de la inversión en construcción —un 4,4%— coadyuvaban también al crecimiento del PIB, contrarrestando el aumento de la contribución negativa de la demanda exterior derivado de las pérdidas de competitividad asociadas a la apreciación del euro y a los diferenciales de inflación.

1.2 Los mercados financieros internacionales

Las tendencias generales que dominaron la evolución de los mercados financieros internacionales durante 2004 fueron los descensos de los tipos de interés a largo plazo, la revalorización de las bolsas y la depreciación del dólar. No obstante, esta evolución fue ciertamente desigual tanto en su signo a lo largo del año, como por áreas económicas.

Los mercados de deuda pública llevan registrando en los dos últimos años continuos cambios de signo en la evolución de los tipos de interés más significativos. Durante el primer semestre de 2003 la norma fue de descenso de los tipos de interés a diez años, mientras que en la segunda mitad del año esta cambió de signo, para posteriormente, desde diciembre, comenzar una nueva etapa de descensos, que duró prácticamente hasta marzo de 2004. En los meses de primavera se vivió una nueva etapa de aumentos, que finalizó en junio. Desde entonces, los descensos de tipos fueron generalizados.

Como resultado final de todo este proceso de aumentos y descensos, en la zona del euro los tipos de interés de la deuda pública a diez años se situaron en diciembre en torno al 3,7%, acumulando en 2004 descensos de unos 70 pb. Estos descensos fueron de unos 35 pb en el Reino Unido, mientras que en Estados Unidos fueron tan solo de unos 5 pb (con un nivel en torno al 4,3%, en diciembre) y en Japón incluso acumularon ligeros aumentos, de unos 5 pb. No obstante, conviene destacar que, en términos medios anuales, en 2004 los tipos de interés a diez años en la zona del euro tan solo disminuyeron 2 pb respecto a la media de 2003,



FUENTE: Banco de España.

a. Las rentabilidades de la deuda pública de la zona del euro son medias ponderadas de los datos correspondientes a los países que la componen.

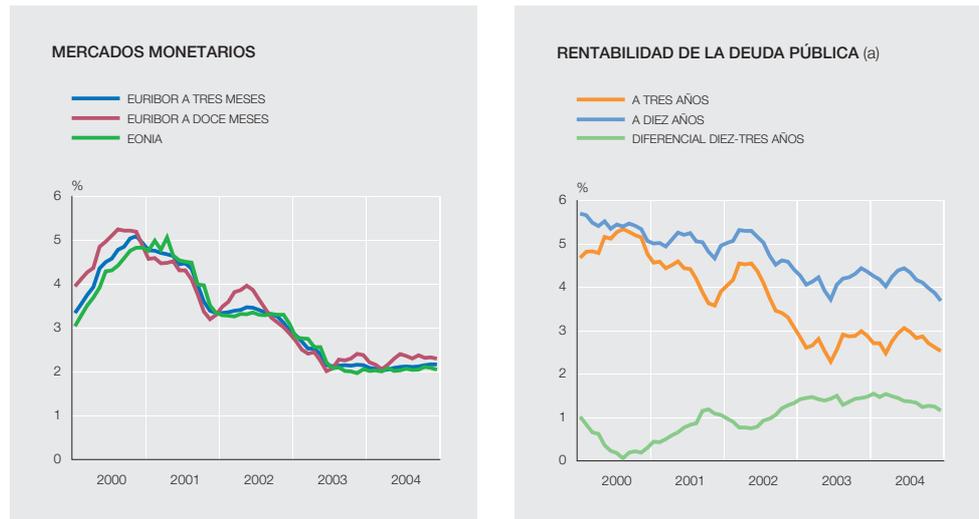
mientras que en Estados Unidos, el Reino Unido y Japón dichos tipos medios anuales subieron en torno a los 30 pb, 40 pb y 50 pb, respectivamente (véanse gráficos 1.2 y 1.3).

El diferencial de tipos de interés a diez años entre el conjunto de la zona del euro y Estados Unidos se cifró en diciembre en casi 60 pb a favor de este último país, muy superior al observado en diciembre de 2003, de tan solo 5 pb. Sin embargo, el diferencial medio del año fue inferior a 20 pb. Fue el aumento de tipos de interés en Estados Unidos en los dos últimos meses del año el que generó el incremento del diferencial en diciembre.

Como en ejercicios anteriores, la evolución de las rentabilidades de la deuda pública española fue prácticamente idéntica a la del conjunto de la zona del euro, con un diferencial medio España-zona del euro, en 2004, de tan solo -4 pb en la referencia a diez años.

Si bien el encarecimiento del petróleo empujó al alza la tasa de inflación en la zona del euro en la última parte del año, el BCE interpretó esta evolución como de carácter transitorio, con lo que no alteró los tipos de intervención, que se mantuvieron en el nivel del 2% (para las operaciones principales de financiación), donde llevan situados desde junio de 2003 (véase gráfico 1.2). Los tipos negociados en los mercados monetarios observaron una gran estabilidad en 2004; así, el nivel del EURIBOR a tres meses en diciembre fue del 2,17%, tan solo en 2 pb superior al registrado en diciembre del año anterior, mientras que el del EURIBOR a doce meses (con una evolución ligeramente más variable a lo largo del año) se situó en diciembre en torno al 2,30%, es decir, 8 pb por debajo del de un año antes (véase gráfico 1.3).

Los mercados internacionales de renta variable mostraron por segundo año consecutivo un comportamiento muy positivo, tras tres años de trayectoria descendente de las cotizaciones. En España, el índice Ibex 35 acumuló en 2004 una revalorización del 17,4%, bastante superior incluso a la registrada por los principales índices internacionales. Así, el DJ EURO STOXX 50 se revalorizó un 6,9%, el DJ IA de la bolsa de Nueva York lo hizo en un 3,1% y el Nikkei en un 4,6%. La mayor parte de esta positiva revalorización tuvo lugar a partir de agosto, mes hasta el cual se había observado una considerable estabilidad de los índices. En el caso concreto



FUENTE: Banco de España.

a. Las rentabilidades de la deuda pública de la zona del euro son medias ponderadas de los datos correspondientes a los países que la componen.

de la zona del euro, el comportamiento en la parte final del año puede explicarse por el crecimiento de los beneficios empresariales y los descensos registrados en los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo.

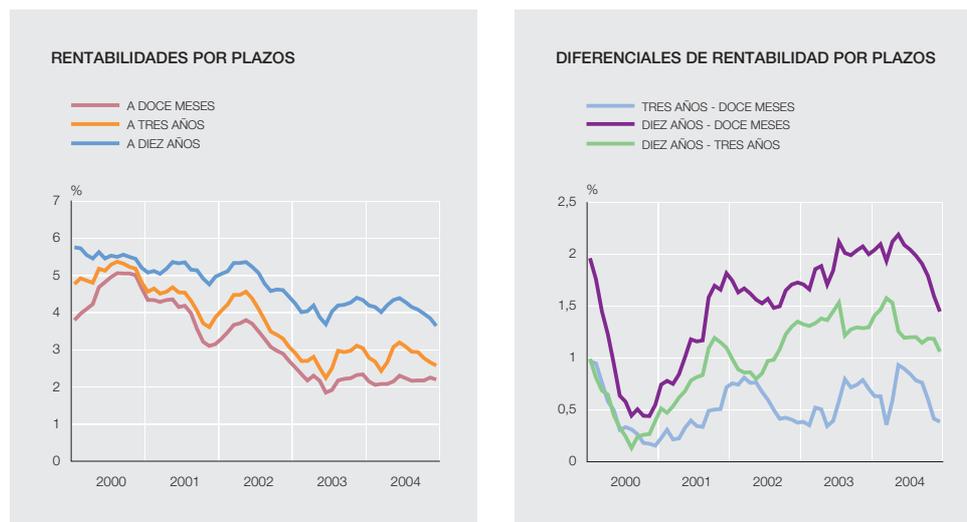
En los mercados cambiarios continuó la tendencia de descensos de la cotización del dólar, que, en diciembre, había acumulado una depreciación anual frente al euro en torno al 9,1%, sobre la base de los elevados déficit por cuenta corriente y fiscal de Estados Unidos. Frente a la moneda europea, el yen se depreció en torno a un 5% en el conjunto del año.

1.3 El mercado de deuda pública en España

La financiación obtenida por el Estado mediante la emisión neta de letras, bonos y obligaciones fue de 8.131 millones de euros, cuya distribución entre los distintos activos supuso una emisión neta negativa de letras del Tesoro y una emisión neta positiva de bonos y obligaciones del Estado y, por tanto, un ligero aumento de la vida media del saldo vivo total. La emisión bruta total creció en torno a un 5,6% y supuso un aumento del saldo de deuda del Estado anotada del 3% (en el capítulo II se encontrará un análisis detallado de la estructura de emisiones de deuda anotada).

Si bien los tipos marginales de las subastas de letras a doce meses acumularon en diciembre un descenso anual de 22 pb, en términos medios la diferencia entre ambos ejercicios fue de tan solo 6 pb, por lo que en términos globales, desde los mínimos observados en el verano de 2003, el nivel de los tipos de emisión de las letras se mantuvo relativamente estable. La deuda a medio y largo plazo también experimentó en 2004 descensos acumulados de sus tipos de interés de emisión (salvo los bonos a tres años, que aumentaron su tipo marginal). No obstante, de nuevo, en el promedio del año, los tipos marginales mostraron, respecto a 2003, descensos mucho menores, que incluso se tornaron en aumentos en las referencias a tres y cinco años.

Situación similar vivieron las rentabilidades en los mercados secundarios de deuda pública, donde a pesar de que durante 2004 las letras del Tesoro a doce meses y los bonos y obligaciones del Estado a tres y diez años acumularon respectivamente descensos de unos 15 pb, 45 pb y 70 pb, respectivamente, en el promedio anual, tales descensos fueron tan solo de



FUENTE: Banco de España.

5 pb y 2 pb para las letras y las obligaciones a diez años, respectivamente, observándose incluso aumentos medios de la rentabilidad de los bonos a tres años de unos 4 pb (véase gráfico 1.4).

En general, la convergencia de rentabilidades en la zona del euro sigue siendo casi total. Así, el diferencial con el bono alemán a diez años durante gran parte del año se situó entre los 7 pb y los 9 pb, mientras que desde noviembre disminuyó, para situarse entre 1 pb y 4 pb. En este sentido, debe destacarse que los diferenciales de rentabilidad observados dependen, entre otros motivos, de los plazos de vencimiento de las referencias utilizadas en la comparación; así, la disminución del diferencial observada en noviembre de debe a que en ese mes se cambió la referencia alemana a diez años por una nueva emisión con una fecha de vencimiento final muy similar a la de la referencia española al mismo plazo.

2 MERCADO PRIMARIO DE DEUDA DEL ESTADO

2 Mercado primario de deuda del Estado

El año 2004 ha vuelto a ser favorable para la financiación del Estado. El saldo de caja por operaciones no financieras alcanzó en el conjunto del año un superávit de 527 millones de euros, frente a un déficit de 4.132 millones de euros el año anterior¹. Este balance, unido a una acumulación de saldos de tesorería igual a 854 millones de euros y al aumento neto registrado por otros activos financieros en 2.363 millones de euros, ha resultado en una necesidad de endeudamiento igual a 2.690 millones de euros. No obstante, la emisión neta de deuda anotada ha sido superior —8.131,1 millones de euros—, debido a la amortización neta registrada por el capítulo de otros pasivos. Cabe destacar, además, que la comparación interanual en lo relativo a apelación neta al mercado de deuda anotada está distorsionada por la elevada disposición con cargo a la cuenta de tesorería que tuvo lugar en 2003. En términos brutos, el ejercicio 2004 se ha saldado con un crecimiento moderado en el volumen de actividad. En términos de costes, la tónica favorable que se acaba de describir se ha traducido en que la financiación se ha captado a niveles inferiores a los de la media de los estados del área del euro.

En el presente capítulo se analizará brevemente 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.

2.1 Evolución de la financiación del Estado

De acuerdo con el avance informativo de la Intervención General de la Administración del Estado, la ejecución del presupuesto no financiero del Estado en el año 2004 ha presentado un superávit de caja que ascendió a 527 millones de euros. El saldo primario del período ha ascendido a 17.287 millones de euros.

Esta favorable evolución no ha determinado una menor presencia del Tesoro en el mercado de deuda anotada. El aumento del saldo de sus cuentas de depósito de efectivo en el conjunto del año por un importe igual a 854 millones de euros así como el incremento registrado por el saldo neto de otros activos financieros han contribuido a un aumento interanual de la necesidad de endeudamiento. Además, la amortización neta registrada en 2004 por los pasivos distintos de la deuda anotada² ha permitido que la financiación neta en el mercado doméstico mediante letras, bonos y obligaciones alcanzase un importe nominal igual a 8.131,1 millones de euros.

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 hasta 6,2 años. Este alargamiento se ha producido en un contexto caracterizado por una emisión de letras negativa en términos netos, por un importe de 1.778,5 millones de euros en términos nominales y por una colocación neta positiva de deuda del Estado a medio y largo plazo, la cual ascendió a 9.909,6 millones de euros.

Como resultado de la política de financiación practicada en 2004, se ha producido un crecimiento del 3% en el saldo de deuda del Estado anotada, cuyo importe nominal ascendía, al

1. Debe observarse que, en términos de Contabilidad Nacional (SEC-95), la necesidad de financiación del Estado durante 2004 ascendió a 9.863 millones de euros. 2. Un ejemplo de este hecho es que la financiación neta en divisas en términos de caja ascendió a -2.852 millones de euros. Sin embargo, en 2004 tuvo lugar una apelación al mercado de bonos internacionales mediante una emisión en dólares por un importe igual a 1.500 millones de dólares.

Año 2004

Millones de euros y %	EMISIÓN BRUTA			AMORTIZACIÓN			EMISIÓN NETA			SALDO		
	2004	2003	%	2004	2003	%	2004	2003	%	2004	2003	%
Total	75.598,5	71.588,8	6	67.467,4	69.795,5	-3	8.131,1	1.793,3	353	292.865,4	284.734,3	3
Total letras	36.838,5	36.207,9	2	38.617,0	33.272,7	16	-1.778,5	2.935,2	-161	36.987,8	38.766,2	-5
A tres meses	3.850,7	3.258,1	18	4.129,9	2.205,1	87	-279,2	1.053,0	-127	773,9	1.053,0	-27
A seis meses	5.074,9	4.070,8	25	4.544,1	1.594,9	185	530,8	2.475,9	-79	3.006,7	2.475,9	21
A un año	12.350,4	12.366,0	0	13.317,7	15.008,3	-11	-967,3	-2.642,2	63	11.398,7	12.366,0	-8
A 18 meses	15.562,6	16.513,0	-6	16.625,3	14.464,5	15	-1.062,7	2.048,5	-152	21.808,5	22.871,2	-5
Total bonos y obligaciones	38.760,0	35.380,9	10	28.850,4	36.522,9	-21	9.909,6	-1.142,0	968	255.877,6	245.968,0	4
A tres años	8.940,1	10.139,5	-12	11.848,4	17.328,3	-32	-2.908,3	-7.188,9	60	19.079,6	21.988,0	-13
A cinco años	11.446,8	7.191,5	59	10.220,0	7.412,4	38	1.226,8	-220,9	655	55.834,9	54.608,0	2
A diez años	9.184,5	12.452,7	-26	6.290,0	10.561,1	-40	2.894,5	1.891,6	53	114.641,5	111.747,0	3
A quince años	6.082,0	2.756,4	121	492,0	1.221,0	-60	5.590,0	1.535,4	264	42.528,3	36.938,3	15
A treinta años	3.106,6	2.840,8	9	—	—	—	3.106,6	2.840,8	9	23.793,4	20.686,8	15

FUENTE: Banco de España.

concluir ese ejercicio, a 292.865,4 millones de euros. Por otro lado, la ligera caída del importe de amortizaciones registradas en el ejercicio 2004 no ha impedido que la actividad del Tesoro en el mercado primario haya crecido también ligeramente en relación con la registrada en 2003. Así, si en ese último año la emisión bruta de deuda anotada ascendió a 71.588,8 millones de euros, el monto nominal de valores colocados en 2004 ha sido 75.598,5 millones de euros. En términos de costes, la financiación captada durante 2004 se situó en torno a los niveles vigentes en el mercado secundario en el momento de las subastas respectivas³ y, en conjunto, a niveles inferiores a los de la media de los estados del área del euro.

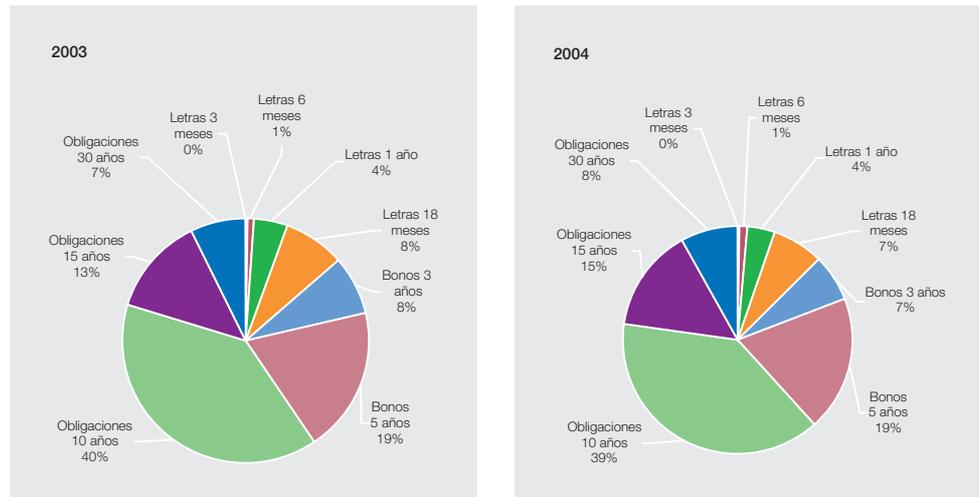
2.2 Evolución del mercado primario

Como se ha apuntado anteriormente, la captación neta de fondos durante 2004 se ha caracterizado por basarse en una sobre financiación mediante bonos y obligaciones del Estado, a costa de una disminución del saldo de letras en circulación próxima al 5% en relación con 2003.

De esta forma, al concluir 2004 el peso del saldo vivo de letras dentro del conjunto de deuda del Estado ha caído hasta el 12,65%, desde el 13,61% que suponía en 2003. Esta contracción del saldo vivo de letras ha afectado a todas las líneas, salvo a la de letras a seis meses. Con todo, la mayor intensidad absoluta de esta amortización neta de letras se ha producido en las líneas de dieciocho meses y un año, las que registran mayores saldos vivos.

En el cuadro 2.1, puede apreciarse cómo la evolución interanual de la financiación neta en base a letras ha sido compatible con un modesto crecimiento de la actividad bruta próximo al 2% para el conjunto de las distintas líneas. Este efecto, que resulta del ciclo de amortizaciones de letras, ha sido especialmente intenso para las dos líneas de plazos más cortos, como es natural, dada la mayor cadencia con que deben renovarse.

3. El apéndice estadístico contiene una entrada donde se recoge el tipo marginal de la última subasta de cada mes para los distintos instrumentos de deuda anotada.



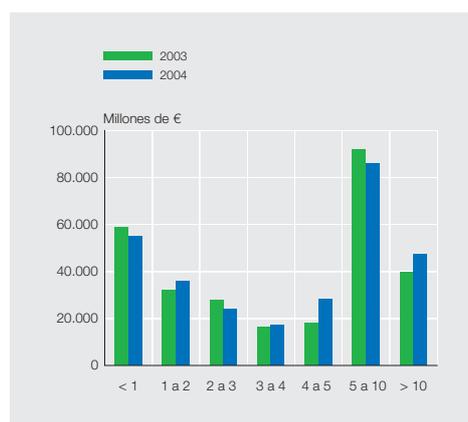
FUENTE: Banco de España.

Por lo que se refiere a la captación de financiación neta a medio y largo plazo, todas las líneas han contribuido positivamente, si se excluye la de bonos a tres años. A la hora de valorar la contribución relativa de las distintas líneas de bonos, de acuerdo con los datos contenidos en el cuadro 2.1, resulta preciso recordar que los distintos tramos de bonos y obligaciones se imputan en el segmento correspondiente al tramo inicial de la línea en cuestión. Este proceder no entraña habitualmente discrepancias significativas entre el plazo residual de las colocaciones y el plazo a vencimiento del primer tramo. Sin embargo, cuando se producen reaperturas de líneas «históricas» surge una divergencia que puede distorsionar la valoración de la contribución de los distintos segmentos de la curva de rentabilidades en los que se ha captado financiación.

En este sentido, conviene observar que en 2004 se procedió a la reapertura de la obligación 4,75%, emitida inicialmente a quince años en 1998. En consecuencia, desde una perspectiva funcional cabe afirmar que la colocación de 1.171,4 millones de euros de esa obligación en 2004 ha supuesto una colocación a diez años. Tomando este hecho en consideración, resulta claro que la sensación de fuerte apelación neta al segmento de quince años que refleja el cuadro 2.1 debe matizarse. En concreto, si se corrige por la distorsión que se indica, el volumen nominal neto emitido a quince años en 2004 ha sido un 20,9% menor que el reflejado. Análogamente, la emisión neta a diez años resulta superior si se corrige de ese efecto, ascendiendo a 4.065 millones de euros.

En cualquier caso, los bonos a cinco años constituyen la línea que más ha crecido en su contribución neta a la financiación del Estado. Sin embargo, en términos absolutos las fuentes principales de captación de fondos han sido las obligaciones a quince y a diez años. Conjuntamente, el saldo de obligaciones emitidas originalmente a estos plazos suponía al concluir 2004 el 53,7% de la deuda del Estado (véase gráfico 2.1). Por lo que se refiere al volumen bruto de actividad en el primario, debe observarse que la disparidad en el comportamiento interanual de las amortizaciones⁴ impide extraer conclusiones que vayan más allá de confirmar el carácter central como referencia de las obligaciones a diez años. De todas formas, la maduración del ciclo de acumulación de volumen emitido en las distintas líneas determinó que en 2004 no solo se lanzara una nueva obligación a diez años (cupón 4,40%), sino también sendos bonos a tres (cupón 3,00%) y cinco años (cupón 3,60%).

4. El gráfico 2.2 refleja el perfil temporal de amortizaciones de deuda anotada.



FUENTE: Banco de España.

La ejecución del programa de financiación se ha materializado a través de un total de 63 subastas, sus correspondientes segundas vueltas y una sindicación. Este último procedimiento se utilizó en la colocación de la nueva referencia a diez años.

2.3 Recompas de deuda

Durante 2004, la comodidad con la que se desarrollaba el programa de financiación anual, la conveniencia de dar preferencia a la gestión de los riesgos de refinanciación y el atractivo que coyunturalmente pueden suponer las distorsiones de precios en el mercado secundario han justificado la continuidad del programa de recompras de deuda. En total, se ejecutaron recompras a lo largo de diecinueve sesiones, concentradas en junio, julio y diciembre. Mediante este conjunto de 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 2004 ascendió a 3.526,6 millones de euros, muy inferior al registrado en 2003.

El cuadro 2.2 resume las operaciones de recompra efectuadas en 2004. En el mismo, cabe establecer una clara dicotomía en cuanto a las referencias que han sido objeto de amortiza-

RECOMPAS DE DEUDA

CUADRO 2.2

Año 2004

Años, millones de euros y %	AÑOS VIDA RESIDUAL (a)	EFFECTIVO	NOMINAL RECOMPRADO	NOMINAL OFERTADO	SALDO PREVIO A LAS RECOMPAS	% DEL SALDO OFERTADO	% DEL SALDO RECOMPRADO	% REC/OFE
Total		3.875,1	3.526,6	14.740,0	47.390,7	31,1	7,4	23,9
B-5 (3,25%)	0,1	525,2	510,0	1.295,0	8.048,0	16,1	6,3	39,4
B-3 (4,65%)	0,4	1.242,5	1.197,1	7.127,0	11.234,0	63,4	10,7	16,8
O-10 (6%)	2,7	1.184,4	1.068,5	4.852,0	15.827,1	30,7	6,8	22,0
O-10 (8,80%)	2,7	125,6	110,0	180,0	3.176,0	5,7	3,5	61,1
O-10 (10,15%)	2,7	172,6	149,0	344,0	3.030,0	11,4	4,9	43,3
O-15 (8,20%)	3,1	504,4	413,0	743,0	4.659,6	15,9	8,9	55,6
O-15 (8,70%)	3,1	120,3	79,0	199,0	1.416,0	14,1	5,6	39,7

FUENTE: Banco de España.

a. Tras la última recompra del período.

ción anticipada. Por un lado están los bonos de cupón 3,25% y 4,65%, cuya amortización iba a tener lugar de manera relativamente inminente, con lo que las recompras efectuadas de los mismos han moderado el riesgo de refinanciación. El resto de operaciones de recompra han tenido una motivación algo diferente. En concreto, en todos los casos el objeto de las mismas han sido obligaciones de cupón relativamente elevado y con vidas residuales en el entorno de los tres años. En relación con el desarrollo de ambas clases de recompras, cabe observar que las mayores ofertas para su amortización se concentraron en el bono de cupón 4,65%, para el primer grupo, y la obligación de cupón 6,00%, para el segundo. Sin embargo, el máximo interés por recomprar se produjo en términos relativos para las obligaciones cuyo saldo vivo era más reducido.

3 MERCADO SECUNDARIO DE DEUDA DEL ESTADO

3 Mercado secundario de deuda del Estado

3.1 Descripción general

La negociación en el mercado de deuda pública en el pasado año 2004, que alcanzó 22,8 billones de euros, creció un 7,3%. Este crecimiento, aunque inferior al 13% registrado en 2003, supone el mantenimiento de una significativa tendencia creciente en la contratación.

Esta expansión ha sido el resultado de evoluciones dispares en el tramo de titulares y el tramo de terceros. Así, mientras que en el primero la negociación —con un avance del 0,7%— puede considerarse estable, la contratación en el segundo registró un crecimiento del 11%. De este modo, la negociación entre titulares perdió peso cuantitativo en el mercado y su contratación supuso el 34% del total, de forma que el mercado sigue caracterizándose por el hecho de que aproximadamente la contratación con terceros duplica a la registrada entre titulares.

Antes de seguir con la descripción del mercado, conviene realizar dos precisiones en relación con la información estadística en que se basa este capítulo. En primer lugar, las cifras utilizadas tienen cierto grado de provisionalidad, especialmente en el tramo de terceros. En segundo, en este capítulo no están incluidos los muy reducidos volúmenes negociados en el ámbito bursátil, que, en realidad, suelen responder a operaciones extrabursátiles que tan solo entran en el sistema para su registro y liquidación.

En el reparto de la contratación de 2004 entre los distintos instrumentos negociados se ha mantenido la evolución de años anteriores, de forma que ha aumentado ligeramente la concentración en bonos y obligaciones. Así, los volúmenes negociados con estos instrumentos alcanzaron el 88,8% de la contratación total. Por su parte, respecto a dicho total, la negociación de letras del Tesoro supuso un 10%, mientras que la realizada con instrumentos segregados solamente acumuló un 1,2%. A grandes rasgos, una décima parte de la contratación se realiza con letras del Tesoro y nueve décimas partes con bonos y obligaciones, mientras que los volúmenes negociados con principales y cupones segregados son muy limitados.

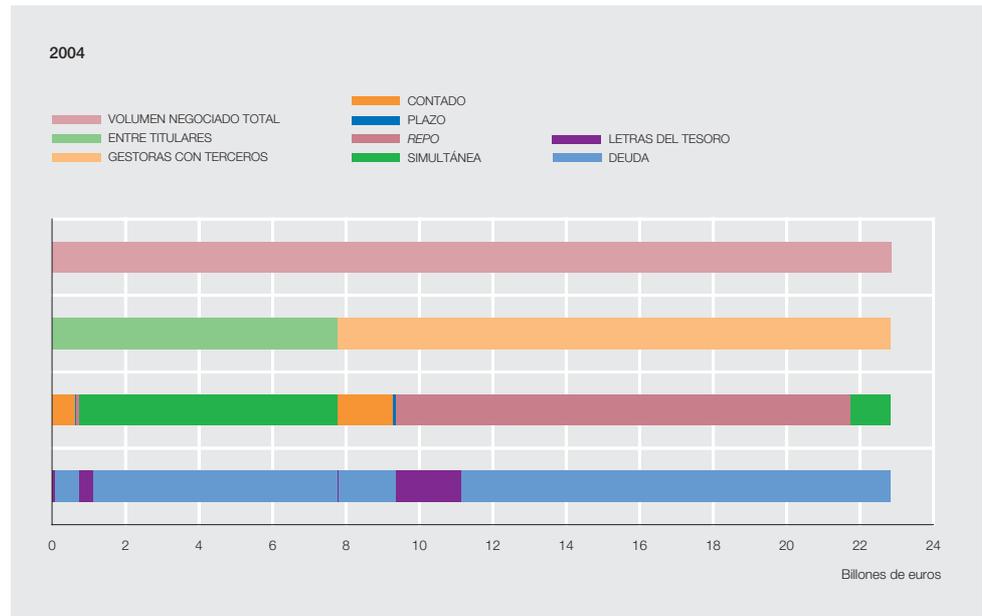
En relación con la distribución por tipo de operación, hay que señalar que la operativa en *repo* ganó cuota de mercado en 2004 y pasó a representar el 54,6% del mercado. Este aumento tuvo como contrapartida la pérdida de importancia relativa tanto de las operaciones simultáneas como de las operaciones al contado, cuyos pesos en la contratación se situaron respectivamente en 35,5% y 9,4%. Por su parte, las operaciones a plazo se mantienen en niveles muy reducidos y sus volúmenes alcanzaron en 2004 el 0,5% de la contratación total.

En el gráfico 3.1 se muestra el desglose de la contratación del mercado de deuda anotada entre los segmentos de titulares y de terceros, entre los distintos tipos de operaciones y entre los distintos instrumentos contratados⁵.

3.2 Negociación entre titulares

Como se ha comentado anteriormente, la negociación entre titulares, que se situó en 7,7 billones de euros, apenas creció un 0,7% en 2004. Esta ligera expansión se debe principalmente al aumento del 1% en la contratación de bonos y obligaciones, que, con 7,3 billones de euros, representó en 2004 el 93,6% de la negociación entre titulares. Por su parte, la contratación de letras del Tesoro descendió un 7,2%, hasta situarse algo por debajo del medio billón

5. 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. Esta agregación también se realiza en el gráfico 3.2.



FUENTE: Banco de España.

de euros. Por último, la contratación con instrumentos segregados, aunque se ha multiplicado por 2,5, únicamente alcanzó 24,9 mm de euros.

Por tipo de operación, en 2004 las variaciones más reseñables son, en primer lugar, la caída del 32,6% en la negociación al contado y, en segundo lugar, el avance del 5,1% en la contratación de operaciones simultáneas. Tanto la variación en las operaciones a plazo como la observada en operaciones *repo* carecen de importancia, pues los volúmenes contratados en ambos tipos de operativa son muy bajos.

De este modo, al igual que en 2003, las operaciones simultáneas aumentaron casi cuatro puntos porcentuales su peso en la contratación entre titulares, ya que pasaron del 86,7% de 2003 al 90,4% de 2004. Por el contrario, las operaciones al contado redujeron su importancia exactamente en cuatro puntos porcentuales, al pasar del 12,2% de 2003 al 8,2% de 2004.

NEGOCIACIÓN ENTRE TITULARES

CUADRO 3.1

Año 2004

Miles de millones de euros y %	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL	
	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2003 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2003 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2003 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2003 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2003 (%)
Total	637,2	-32,6	10,6	-45,7	96,3	46,8	7.036,5	5,1	7.780,6	0,7
Letras del Tesoro	84,8	37,3	0,4	-3,1	2,0	-71,6	385,3	-12,4	472,5	-7,2
Bonos y obligaciones	549,3	-37,4	9,7	-48,1	94,3	61,1	6.629,9	6,0	7.283,2	1,0
Principales y cupones	3,1	-40,3	0,5	24,7	—	—	21,3	407,0	24,9	154,3

FUENTE: Banco de España.

%	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Total	12,2	8,2	0,3	0,1	0,8	1,2	86,7	90,4	100,0	100,0
<i>Letras del Tesoro</i>	0,8	1,1	0,0	0,0	0,1	0,0	5,7	5,0	6,6	6,1
<i>Bonos y obligaciones</i>	11,4	7,1	0,2	0,1	0,8	1,2	80,9	85,2	93,3	93,6
<i>Principales y cupones</i>	0,1	0,0	0,0	0,0	—	—	0,1	0,3	0,1	0,3

FUENTE: Banco de España.

a. Porcentajes sobre la negociación total entre titulares.

En el cuadro 3.1 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 2003; por su parte, el cuadro 3.2 muestra las cuotas de negociación para los años 2003 y 2004.

Por último, la parte izquierda del gráfico 3.2 muestra la estructura de la negociación entre titulares para esos dos mismos años. Estos dos cuadros y el gráfico sirven de apoyo a la lectura del resto de la sección, dedicado a las operaciones al contado y a las operaciones simultáneas; dada su poca relevancia en la negociación entre titulares, no se facilita información adicional sobre las operaciones a plazo y sobre las operaciones *repo*.

3.2.1 OPERACIONES SIMPLES AL CONTADO

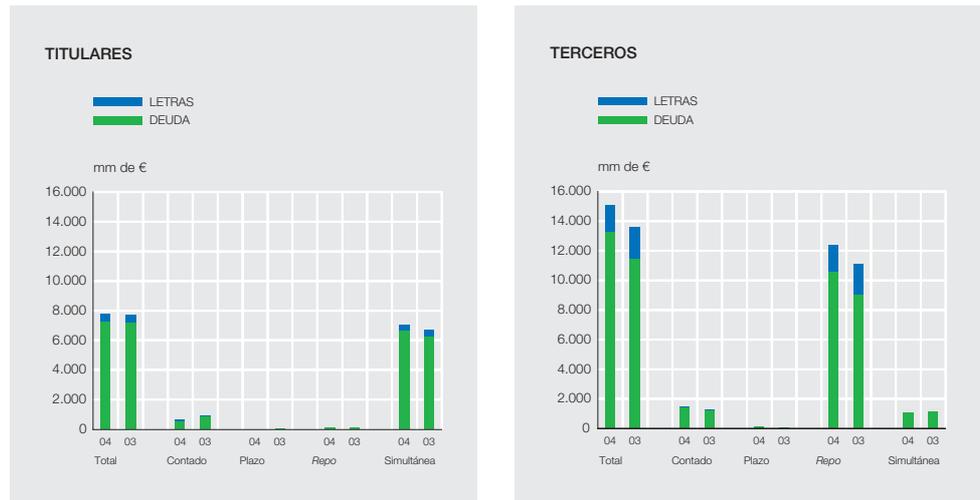
Como ya se ha mencionado, la contratación al contado registró una severa caída, del 32,6%, en 2004, pues se redujo desde 945 mm de euros en 2003 a tan solo 637 mm en 2004. Este descenso es el reflejo de la reducción en más de un 37% de la contratación al contado con bonos y obligaciones, que pasó de 878 mm de euros en 2003 a 549 mm en 2004.

La concentración de la negociación al contado de bonos y obligaciones en unas pocas emisiones se redujo en el año 2004. En efecto: mientras que en 2003 las cinco emisiones más negociadas representaron el 54% del mercado al contado de bonos y obligaciones, en el pasado 2004, en las seis emisiones que recogieron mayor actividad, se concentró solamente el 45% del citado mercado. Estas seis emisiones fueron, concretamente, el bono con cupón 3,20% y vencimiento en enero de 2006, el bono con cupón 3% y vencimiento en julio de 2007, el bono con cupón 4,25% y vencimiento en octubre de 2007, el bono con cupón 3,60% y vencimiento en enero de 2009, la obligación con cupón 4,20% y vencimiento en julio de 2013 y la obligación con cupón 4,75% y vencimiento en julio de 2014.

Por su parte, la negociación al contado de letras del Tesoro creció un 37,3% en 2004, al pasar desde 61,7 mm de euros en 2003 a 84,8 mm en 2004. Finalmente, la operativa con deuda segregada siguió registrando caídas porcentuales significativas y tan solo alcanzó en 2004 una contratación de 3,1 mm.

3.2.2 OPERACIONES SIMULTÁNEAS

En 2004, la contratación de operaciones simultáneas entre titulares, que creció un 5,1%, se situó en 7 billones de euros, de los que 6,6 billones se cruzaron con bonos y obligaciones. La contratación restante se realizó principalmente con letras del Tesoro (385 mm de euros), ya que la negociación con principales y cupones segregados, aunque se quintuplicó, siguió en niveles muy reducidos (21 mm de euros).



FUENTE: Banco de España.

En 2004, las operaciones simultáneas concentraron el 90,4% de la contratación entre titulares, y, en concreto, las realizadas con deuda a medio y largo plazo representaron el 85,2% de dicha negociación.

3.3 Negociación con terceros

La negociación con terceros, que alcanzó algo más de 15 billones de euros, registró un aumento del 11% en 2004. 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 16,3%, alcanzó 13 billones de euros.

Por su parte, la contratación de letras del Tesoro se situó en 1,8 billones de euros, lo que supuso una caída del 14,2% respecto a los volúmenes cruzados en 2003. Por último, la negociación de principales y cupones segregados registró un descenso del 9,2% y se situó en 260 mm de euros.

Aunque la concentración de la contratación en la deuda a medio y largo plazo va en aumento, la distribución de la negociación por tipo de instrumento fue en 2004 muy similar a la del año anterior. En efecto: el peso porcentual de la negociación de bonos y obligaciones pasó de 82,4% en 2003 a 86,3% en 2004; el de las letras del Tesoro se redujo desde 15,5% a 12%, y, finalmente, el de los instrumentos segregados cayó desde 2,1% a 1,7%.

Salvo en el caso de las operaciones simultáneas, que cayeron un 3,2%, en todos los tipos de operación se registraron aumentos en 2004. El mayor aumento porcentual corresponde a las operaciones a plazo, si bien este hecho carece de significación, al producirse estos avances desde niveles muy bajos de negociación. Por el contrario, sí que resultan relevantes los aumentos en las operaciones *repo* y en las operaciones al contado, cifrados respectivamente en 11,4% y en 15,2%.

De esta forma, en la negociación con terceros, las operaciones *repo* son las más importantes, pues suponen un 82,3% de la negociación entre terceros, mientras que las operaciones al contado y las simultáneas representan el 10% y el 7,1%, respectivamente.

El resto de la sección se dedica a las descripciones, en primer lugar, de la operativa al contado y, en segundo lugar, de la contratación en *repo* y en simultáneas. Los cuadros 3.3 y 3.4

Año 2004

	CONTADO (a)		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL	
	VOLUMEN (mm)	VARIACIÓN S/ 2001 (%)								
Total	1.499,4	15,2	102,1	142,5	12.381,9	11,4	1.069,6	-3,2	15.053,0	11,0
<i>Letras del Tesoro</i>	30,1	7,2	0,2	545,2	1.768,7	-14,6	1,8	88,1	1.800,8	-14,2
<i>Bonos y obligaciones</i>	1.463,1	15,6	101,6	141,6	10.360,5	18,2	1.067,2	-3,3	12.992,4	16,3
<i>Principales y cupones</i>	6,2	-15,4	0,3	1.263,6	252,7	-9,2	0,6	-10,0	259,8	-9,2

FUENTE: Banco de España.

recogen, para la negociación con terceros, la misma información que, para el caso de la negociación entre titulares, facilitaban los cuadros 3.1 y 3.2; asimismo, la parte derecha del gráfico 3.2 muestra el desglose de la negociación con terceros para los años 2003 y 2004.

3.3.1 OPERACIONES SIMPLES AL CONTADO

La contratación al contado alcanzó 1.499 mm de euros en 2004. De ellos, 1.463 mm se cruzaron con bonos y obligaciones, mientras que los importes negociados con letras del Tesoro y con instrumentos segregados fueron 30 mm y 6 mm de euros, respectivamente. La negociación al contado con terceros creció en 2004 un 15,2%, gracias a la expansión del 15,6% registrada en la contratación de bonos y obligaciones.

En la negociación de letras del Tesoro, las entidades gestoras dieron contrapartida en nombre propio a sus clientes en el 95% de los volúmenes contratados, mientras que en el 5% restante se limitaron a registrar operaciones comunicadas por las partes contratantes. En el caso de las operaciones con bonos y obligaciones, los anteriores porcentajes se situaron en 86% y 14%, respectivamente; por último, en el caso de la deuda segregada, dichos porcentajes se hallaban en el 84% y en el 13%. La mayor relevancia del registro por orden conjunta de las partes en la negociación de deuda a medio y largo plazo viene determinada por la mayor actividad que desarrollan los inversores institucionales y los no residentes en este segmento del mercado.

Otro indicador de que la actividad registrada por orden conjunta de las partes responde a la contratación realizada por inversores de carácter profesional se encuentra en los volúmenes medios de las operaciones, que son superiores en este tipo de actuación. Este hecho se observa con independencia del instrumento negociado, si bien la diferencia es mayor en el caso de las letras del Tesoro, ámbito en el que la participación minorista es históricamente más relevante.

En efecto: 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 12,8 millones de euros, mientras que, cuando la operación se registra por orden conjunta de las partes, dicho importe alcanza 15,2 millones de euros. En el caso de la deuda segregada, dichos importes se sitúan en 2,2 millones y 3,9 millones de euros, respectivamente. Finalmente, como ya se adelantaba en el párrafo anterior, la diferencia es mucho más acusada en el caso de las letras, ya que las cifras anteriores se sitúan en 3,4 millones y 21,9 millones de euros, respectivamente.

Igual que sucede en la contratación al contado entre titulares, la negociación con terceros también presenta un elevado grado de concentración. De hecho, frente a lo que se venía

%	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Total	9,6	10,0	0,3	0,7	81,9	82,3	8,2	7,1	100,0	100,0
Letras del Tesoro	0,2	0,2	0,0	0,0	15,3	11,7	0,0	0,0	15,5	12,0
Bonos y obligaciones	9,3	9,7	0,3	0,7	64,6	68,8	8,1	7,1	82,4	86,3
Principales y cupones	0,1	0,0	0,0	0,0	2,1	1,7	0,0	0,0	2,1	1,7

FUENTE: Banco de España.

a. Porcentajes sobre la negociación total con terceros.

observando en años anteriores, en el pasado año 2004 la concentración en ambos tramos del mercado se ha situado en niveles similares.

3.3.2 OPERACIONES REPO Y SIMULTÁNEAS

En 2004, la negociación en operaciones *repo* con terceros aumentó un 11,4% respecto de los volúmenes cruzados en 2003 y se situó en 12,4 billones de euros. Con esta variación, la operativa en *repo* acumuló el pasado año el 82,3% de la negociación con terceros.

Esta negociación se llevó a cabo con bonos y obligaciones en algo más de las cuatro quintas partes, mientras que el resto se realizó principalmente con letras del Tesoro, pues los *repos* con instrumentos segregados siguen sin tener 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 el importe medio de las escasas operaciones registradas por orden conjunta de las partes es superior al registrado en las operaciones en las que las entidades gestoras dan contrapartida en nombre propio.

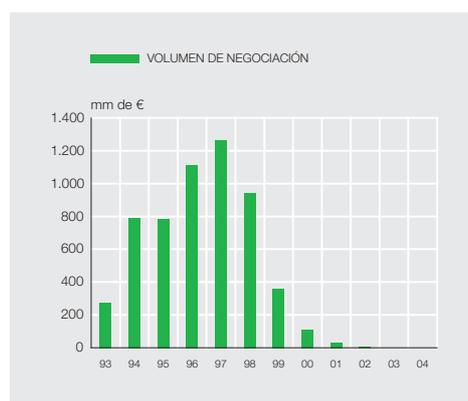
La negociación en operaciones simultáneas, que se realizó casi totalmente con bonos y obligaciones, cayó un 3,2% en 2004 respecto a la observada en 2003, y se situó en 1,1 billones de euros. Al contrario que en los dos años inmediatamente anteriores, la contratación en simultáneas perdió importancia relativa en 2004 y supuso el 7,1% 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 utiliza habitualmente 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 2004 en casi 4 millones de euros, el tamaño medio de una operación simultánea superó los 34 millones de euros.

3.4 Mercados derivados

En 2004, los mercados europeos de productos derivados de la deuda pública⁶ se comportaron de forma muy similar al año anterior, continuando la concentración de la actividad en el mercado alemán, que abarca el 97% del volumen total negociado.

6. Mientras que 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—.



FUENTE: MEFF.

Como ha ocurrido en los últimos años, la contratación de estos instrumentos en EUREX siguió aumentando, aunque en 2004 lo hizo de forma menos acusada que en el ejercicio previo. Así, en 2004 alcanzó un volumen de negociación en un 2% superior al de 2003, mientras que el incremento en dicho año con respecto a 2002 había sido del 31%. Euronext.liffe, por su parte, vio aumentar su actividad en este segmento un 42%, frente al 14% del período anterior. En lo que se refiere exclusivamente a la contratación del futuro sobre el bono a diez años, que es el producto derivado de la deuda soberana más negociado en ambos mercados (el futuro sobre el bono alemán a diez años representó el 43% del total de la negociación de estos productos en EUREX, mientras que el futuro sobre deuda pública inglesa a largo plazo supuso el 97% del total en Euronext.liffe), las cifras muestran un ligero retroceso de EUREX, del 1,4%, frente al notable avance de Euronext.liffe, que experimentó un incremento de volumen del 41%.

En este contexto, MEFF confirmó la tendencia decreciente iniciada en 1998 (véase gráfico 3.3). El volumen total de contratación del futuro sobre el bono a diez años, que continuó representando un segmento residual del mercado, fue durante 2004 de solo 9,5 millones de euros, lo que supone un 93% menos de negociación que en 2003, año en el que el volumen ya era muy reducido. La posición abierta también experimentó una caída muy pronunciada, finalizando el año en 0,5 millones de euros, cifra un 50% menor que la de 2003.

4 DISTRIBUCIÓN DE SALDOS POR GRUPOS DE AGENTES

4 Distribución de saldos por grupos de agentes

4.1 Distribución de saldos vivos

En 2004, los saldos vivos de letras del Tesoro se redujeron en 1,8 mm de euros, mientras que los correspondientes a bonos y obligaciones y a instrumentos segregados aumentaron en 9,6 mm y 0,6 mm, respectivamente⁷.

El gráfico 4.1 muestra, tanto para 2003 como para 2004, 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.14 y A.15 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 242,9 mm de euros, los correspondientes a letras del Tesoro y a instrumentos segregados se sitúan, respectivamente, en 37 mm y 22,1 mm. Por ello, se dedica una mayor atención a los saldos de bonos y obligaciones y se comentan más brevemente las distribuciones de los saldos de los otros dos instrumentos.

En lo que se refiere a los bonos y obligaciones, la variación más relevante es el gran aumento (13,6 mm) de la cartera registrada de los inversores no residentes, que concentran casi el 44% del saldo vivo de bonos y obligaciones. De este modo, este grupo de agentes sigue siendo el mayor inversor en este tipo de activos.

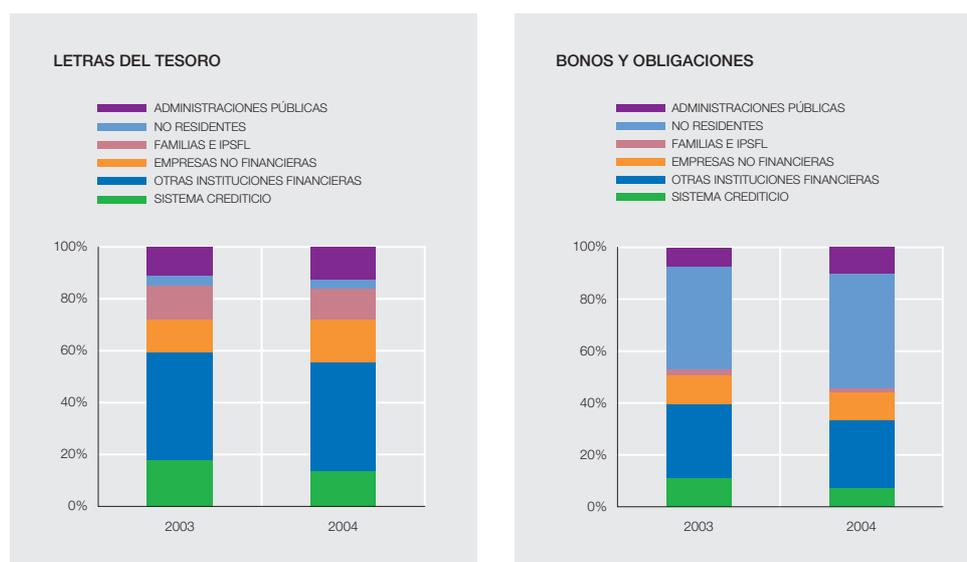
Tras esta variación, hay que señalar tanto el descenso en las carteras de los inversores institucionales españoles (fondos de inversión, fondos de pensiones y empresas de seguros) como el incremento registrado en la de las Administraciones Públicas.

En 2004, los mencionados inversores institucionales redujeron sus carteras de bonos y obligaciones en 3,5 mm, con lo que sus tenencias representaban al final del citado año un 26% del saldo vivo. A pesar de este descenso, dicho grupo continúa siendo el segundo inversor más importante.

En cuanto a la mayor presencia de las Administraciones Públicas, hay que señalar que buena parte del incremento de 7,9 mm de euros registrado en sus carteras es el resultado de las compras realizadas por la Seguridad Social para su Fondo de Reserva. En concreto, dichas compras supusieron en 2004 un total de 4,9 mm de euros. Por otro lado, el traspaso de fondos del Tesoro hacia las entidades de crédito, instrumentado mediante operaciones *repo*, se situó a finales de 2004 en un valor superior en 1 mm de euros al observado en el cierre de 2003.

En relación con las letras del Tesoro, lo más destacable es que en 2004 no se observaron variaciones significativas en las carteras registradas de los distintos grupos de agentes, de forma que sus participaciones en el saldo vivo se han mantenido muy estables. En este caso,

7. Conviene señalar 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.



FUENTE: Banco de España.

los inversores institucionales, con unas tenencias del 42% del saldo vivo, son el grupo inversor cuantitativamente más importante en el segmento de las letras del Tesoro.

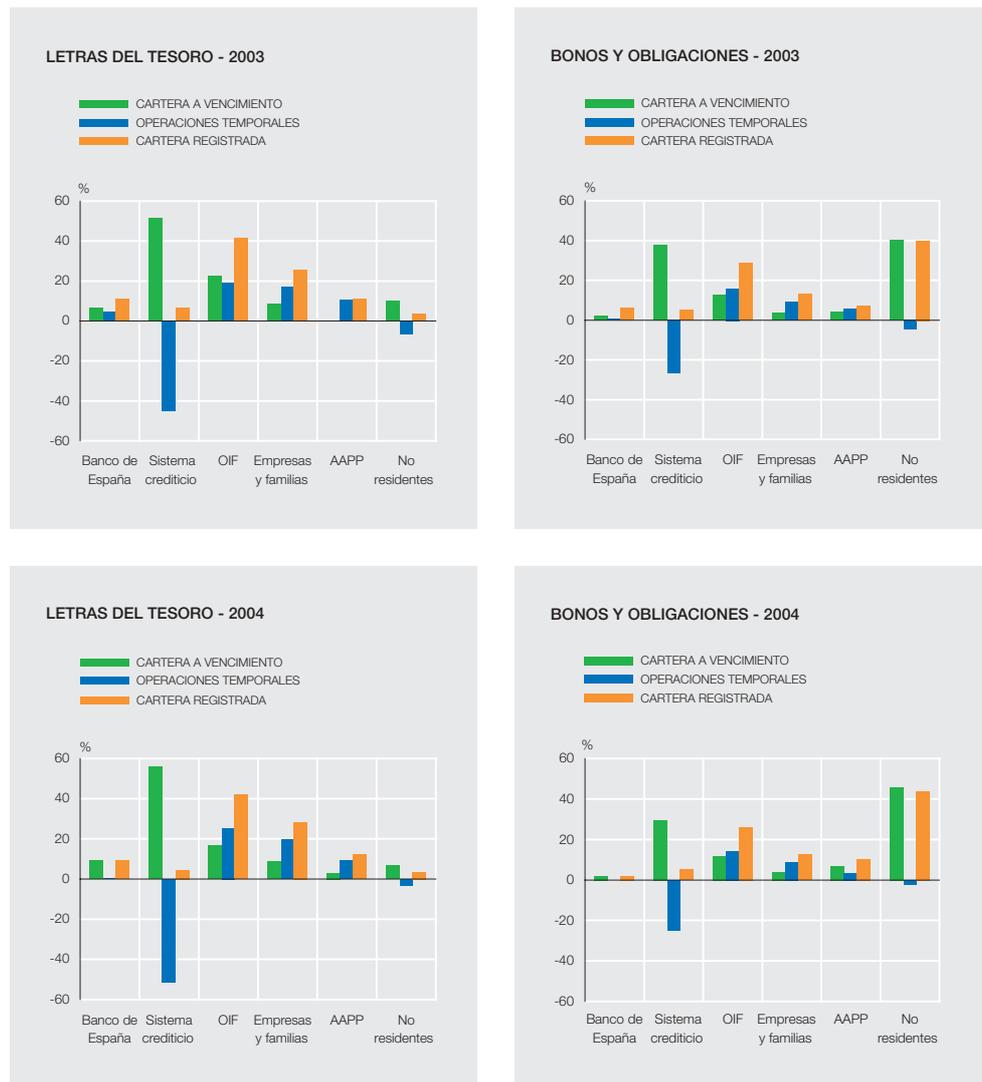
Por último, en lo que se refiere a los instrumentos segregados, cabe decir lo mismo que en el caso de las letras del Tesoro: las variaciones de las carteras registradas son escasamente significativas. En este caso, también son los inversores institucionales, especialmente los fondos de inversión y las empresas de seguros, los más importantes en este tipo de activos, pues acumulan más de la mitad del saldo vivo.

En el gráfico 4.2 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. En él pueden observarse las distintas formas de actuación que tienen los diferentes grupos de agentes.

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

4.2 El Banco de España como entidad gestora

Los saldos mantenidos en las Cuentas Directas del Banco de España aumentaron un 5,8% en 2004 y se situaron en 4.547 millones de euros. Al igual que en 2003, este aumento es el resultado del crecimiento de los saldos registrados de bonos y obligaciones, cifrado en un 22,1%, y del descenso de los correspondientes a letras del Tesoro, que cayeron un 9,4%.



FUENTE: Banco de España.

- a. A diferencia del criterio utilizado en el gráfico anterior, se ha separado el Banco de España del sistema crediticio.
- b. Porcentajes sobre saldos vivos.

Al cierre del 2004, los saldos de bonos y obligaciones ascendían a 2.534 millones de euros y representaban el 56% 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 2.013 millones de euros, esto es, el 44% restante.

Con estas cifras, el Banco de España era, al cierre del 2004, la novena 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 el caso de los bonos y obligaciones, se encontraba en la decimo-tercera plaza.

5 Otros emisores

El saldo de deuda anotada por otros emisores en la Central de Anotaciones se incrementó, en el año 2004, en 250 millones de euros, quedando en 15.765 millones de euros al cierre del ejercicio, frente a los 15.515 millones de euros registrados un año antes. El volumen de negociación en el mercado secundario se incrementó un 21%, invirtiéndose así la tendencia decreciente que venía mostrando la contratación de este mercado en los últimos años. La distribución de las tenencias de deuda de otros emisores entre diferentes grupos de inversores mostró, al cierre de 2004, el mismo perfil que en ejercicios anteriores, representando las carteras en manos de inversores no residentes prácticamente la mitad del saldo anotado total.

5.1 Mercado primario

El saldo de deuda anotada en la Central de Anotaciones por parte de Comunidades Autónomas y otras instituciones públicas era, al cierre de 2004, de 15.765 millones de euros, lo que supone una emisión neta de 250 millones de euros, es decir, ocho veces más que los 31 millones de euros netos emitidos un año antes (véase cuadro 5.1).

Esa emisión neta se compone de un incremento del saldo anotado por Comunidades Autónomas de 554 millones de euros, y una disminución de 304 millones de euros del anotado a nombre de otras instituciones públicas.

La emisión neta de Comunidades Autónomas disminuyó en un 50% con respecto a la del año 2003, dado que los dos principales emisores de ese año, la Junta de Andalucía y la Comunidad de Madrid, redujeron su presencia en el mercado primario de manera significativa. La Comunidad Autónoma con mayor emisión neta en 2004 fue la de Galicia, que emitió, neto de amortizaciones, 220 millones de euros, lo que supone un incremento de más del 70% respecto a 2003. Por su parte, Madrid emitió 140 millones de euros netos, si bien, en su caso, esta cifra supone una reducción de más del 60% respecto al año anterior. La Comunidad de Canarias emitió 110 millones de euros netos, multiplicando por tres sus emisiones netas de 2003. Las comunidades de Castilla-La Mancha y Castilla y León redujeron sus volúmenes de emisión neta respectivos en un 50% aproximadamente, respecto a 2003, cifrándose, al cierre de 2004, en 50 millones y 34 millones de euros, respectivamente. La Junta de Andalucía, cuya emisión neta de 2003 había superado los 400 millones de euros, redujo esta en más del 90%, dejándola, en 2004, en 30 millones de euros. El saldo anotado por cuenta de la Comunidad de Murcia disminuyó en 30 millones de euros. Finalmente, la emisión neta de 2004 de Aragón, Baleares, Cantabria, Navarra y Valencia fue nula.

En lo referente al resto de instituciones públicas con deuda registrada en la Central de Anotaciones, el saldo de deuda anotado por cuenta del Instituto de Crédito Oficial (ICO) disminuyó en 184 millones de euros en 2004, quedando en 1.415 millones de euros al cierre del ejercicio; el anotado a nombre del Instituto Nacional de Industria (INI) disminuyó en 120 millones de euros, quedando su saldo anotado en la Central en esa misma cifra, y el saldo registrado por Radiotelevisión Española (RTVE) no se alteró durante el ejercicio.

5.2 Mercado secundario

La negociación de deuda de Comunidades Autónomas y otras instituciones públicas en el mercado secundario se elevó, en 2004, a 72.874 millones de euros, lo que supone un incremento del 21% con respecto al año anterior. Este incremento se concentró en el segmento de gestoras con terceros, donde la contratación fue de 72.297 millones de euros, un 22% más que en 2003. Por su parte, la negociación entre titulares de cuenta en la Central de Anotaciones fue de 577 millones de euros, es decir, un 34% menos que un año antes.

Mercado primario. Año 2004

Millones de euros	SALDO EN CIRCULACIÓN 31.12.2003	EMISIÓN NETA (a)	SALDO EN CIRCULACIÓN 31.12.2004
Total	15.515	250	15.765
Comunidades Autónomas	13.497	554	14.050
<i>Andalucía</i>	4.651	30	4.681
<i>Aragón</i>	426	—	426
<i>Baleares</i>	166	—	166
<i>Canarias</i>	529	110	640
<i>Cantabria</i>	50	—	50
<i>Castilla y León</i>	559	34	593
<i>Castilla-La Mancha</i>	488	50	538
<i>Galicia</i>	1.838	220	2.058
<i>Madrid</i>	3.397	140	3.536
<i>Murcia</i>	397	-30	367
<i>Navarra</i>	641	—	641
<i>Valencia</i>	354	—	354
Otras instituciones públicas	2.019	-304	1.715
<i>ICO</i>	1.599	-184	1.415
<i>INI</i>	240	-120	120
<i>RTVE</i>	180	—	180

FUENTE: Banco de España.

a. Calculada por diferencia de saldos vivos.

La operativa con bonos y obligaciones de Comunidades Autónomas concentró el 95% de la negociación de 2004, elevándose a 69.443 millones de euros, un 23% más que en 2003. La negociación de bonos y obligaciones de otras instituciones públicas disminuyó un 46%, quedando en 1.312 millones de euros, lo que representa apenas un 2% de la negociación total. La contratación de pagarés, que fue de 2.119 millones de euros, se incrementó un 47% respecto al año anterior, y representó el 3% restante de la operativa total.

La disminución de la operativa entre titulares se debió, principalmente, a una reducción de la contratación con bonos y obligaciones autonómicos, la cual se redujo en un 34%, desde 817 millones de euros hasta 535 millones de euros; también disminuyó significativamente la contratación entre titulares con bonos y obligaciones de otras instituciones públicas, ya que lo hizo en un 63%, si bien en términos absolutos son cifras mucho menos relevantes, pues quedó en 17 millones de euros en 2004. Por su parte, la negociación de pagarés entre titulares de cuenta se elevó un 67%, pero también dentro de cifras comparativamente poco significativas, ya que en 2004 fue de 25 millones de euros.

Dentro de la operativa entre titulares de cuenta de bonos y obligaciones autonómicos, es la operativa al contado la que presenta un importe más relevante. Este importe fue de 365 millones de euros en 2004, un 9% menos que un año antes, y es el principal causante de la disminución de la operativa de bonos y obligaciones autonómicos entre titulares. Por su parte, la operativa a plazo entre titulares se multiplicó por más de tres, y la de simultáneas se redujo en un 95%, pero en ambos casos se trata de cifras mucho menores en términos absolutos.

Mercado secundario. 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	60.300	878	449	40	—	388	59.422	5.501	60	53.819	43
Total 2004	72.874	577	407	150	—	20	72.297	5.456	80	66.711	51
Bonos y obligaciones											
De CCAA	69.443	535	365	150	—	20	68.908	4.487	80	64.290	51
De otras instituciones públicas	1.312	17	17	—	—	—	1.295	240	—	1.055	—
Pagarés	2.119	25	25	—	—	—	2.094	729	—	1.366	—

FUENTE: Banco de España.

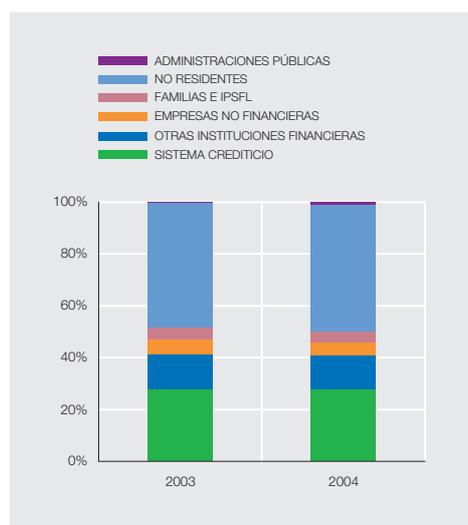
a. Los volúmenes negociados con anterioridad a 1993 son muy poco significativos, lo que es consecuencia del escaso volumen en circulación de deuda de Comunidades Autónomas y otras instituciones públicas en ese período.

El grueso de la actividad del mercado secundario de otros emisores se encuentra en el segmento de gestoras con terceros. En 2004, su volumen de contratación fue de 72.297 millones de euros, es decir, un 99% de la contratación total, y un 22% más que el año anterior.

La negociación entre gestoras y terceros se concentra en la operativa en *repos*. En el año 2004, un 92% de ella, es decir, 66.711 millones de euros, estuvo concentrada en dicha operativa. A su vez, esta cifra implica un crecimiento del 24% de los *repos* de gestoras con terceros, y es esta la fuente del crecimiento de la negociación total de deuda de otros emisores en el mercado secundario. Del total de la operativa en *repos* entre gestoras y terceros, 64.290 millones de euros —un 96%— se realizaron con bonos y obligaciones de Comunidades Autónomas, lo que representa un incremento del 25% con respecto a 2003. A su vez, la operativa en *repos* con bonos y obligaciones de otras instituciones públicas entre entidades gestoras y sus clientes fue, en 2004, de 1.055 millones de euros, un 46% menos que un año antes. En el caso de *repos* instrumentados en pagarés, el volumen de negociación entre gestoras y terceros se incrementó en un 84%, quedando al cierre de 2004 en 1.366 millones de euros.

Por su parte, la negociación al contado entre gestoras y terceros disminuyó apenas un 1%, quedando en 2004 en 5.456 millones de euros, apenas un 8% de la negociación total de este segmento del mercado. De ellos, 4.487 millones de euros se contrataron con bonos y obligaciones autonómicos.

En definitiva, el grueso de la operativa de deuda de otros emisores en el mercado secundario siguió descansando, como en ejercicios anteriores, en la negociación de *repos* entre gestoras



FUENTE: Banco de España.

y terceros, y el crecimiento que experimentó este segmento dio lugar a una ruptura de la tendencia decreciente que venía mostrando en los últimos años el volumen total de la operativa de este mercado.

5.3 Distribución por inversores

La distribución relativa del saldo registrado total de deuda de Comunidades Autónomas y otras instituciones públicas entre diferentes grupos de inversores mostraba, al cierre del ejercicio 2004, un perfil muy similar al del cierre del ejercicio anterior, según se muestra en el gráfico 5.1. En él se aprecia un ligero incremento de la presencia de inversores no residentes, cuyas carteras registradas representaban, al cierre de 2004, un 49% del saldo total, un punto porcentual más que un año antes. También creció ligeramente el peso relativo de la cartera registrada por Administraciones Públicas, que pasó de apenas el 0,2% en 2003, al 0,8% en 2004.

Estos ligeros incrementos se produjeron a costa de pequeñas reducciones de la presencia de otros grupos de inversores, si bien en volúmenes muy reducidos. Así, las carteras registradas por el grupo de otras instituciones financieras redujeron su volumen relativo del 13,4% al 12,8% del saldo total; las de empresas no financieras disminuyeron del 5,8% al 5,2%, y las carteras en manos de familias e instituciones sin fines de lucro disminuyeron del 4,5% al 4% del saldo total. Por su parte, la presencia del sistema crediticio se mantuvo en 2004 en el mismo nivel del año anterior, el 27,9%.

Al cierre de 2004, lo mismo que en ejercicios anteriores, el grupo de inversores no residentes mantenía a vencimiento la práctica totalidad de sus saldos registrados en la Central de Anotaciones. El sistema crediticio, en cambio, mantenía una posición de venta temporal por importe de 1,3 mm de euros, lo que significa que su cartera a vencimiento era mayor que su cartera registrada en ese importe. La cartera a vencimiento en manos del sistema crediticio representaba el 36% del saldo anotado total.

Esa posición de venta temporal tenía por contrapartida las posiciones de compra temporal de otras instituciones financieras (762 millones de euros), empresas no financieras (292 millones de euros), familias e instituciones sin fines de lucro (167 millones de euros) y Administraciones Públicas (113 millones de euros), cuyas carteras a vencimiento respectivas eran, por tanto, inferiores a sus carteras registradas en esos mismos importes.

6 SUPERVISIÓN DEL SISTEMA

6 Supervisión del sistema

En 2004, la supervisión del Mercado de Deuda Pública llevada a cabo por el Banco de España se centró en la inspección de seis entidades gestoras, de las cuales dos eran creadores de mercado. Los saldos registrados por cuenta de terceros por el conjunto de las entidades inspeccionadas representaron el 52% del saldo total de deuda en la Central de Anotaciones en manos de terceros.

En general, la inspección de estas entidades detectó un conjunto de deficiencias que no dejan de ser las habituales encontradas en ejercicios anteriores y que, en la mayor parte de casos, fueron de poca relevancia, por lo que se puede determinar que el mercado se desarrolla en un entorno de gran seguridad desde el punto de vista del control interno de las operaciones y de los aspectos registrales, de comunicación y contables, y siguiendo, por último, una política de transparencia notable por parte de las entidades gestoras.

Si bien es cierto que se sigue detectando una cierta insuficiencia en la dotación de medios técnicos para llevar a cabo las tareas de control interno de las operaciones, las entidades están tomando medidas tendentes a minimizar las deficiencias observadas. En cuanto a los aspectos registrales y de comunicación, se detectaron pequeños errores, entre los que destacan: la anotación de saldos de terceros en la cuenta de terceros de otra entidad gestora; no dar de baja en el libro registro de terceros ciertos saldos de la deuda amortizada cuando estos procedían de saldos bloqueados; errores de anotación en los campos de código de actividad y de código de operación en el libro registro; por último, en una de las entidades gestoras inspeccionadas se detectaron errores en la comunicación de determinadas operaciones de gestoría.

En lo relativo a los aspectos contables, la inspección detectó una serie de fallos que vienen siendo comunes, como la contabilización como compraventas en firme de operaciones que, por su naturaleza, deben ser consideradas contablemente como operaciones temporales. También se observaron desfases en la contabilidad de la posición real de la entidad gestora, es decir, la contabilidad en ocasiones reflejaba la posición de un día posterior. Igualmente, se puede apuntar que, en una ocasión, las cuentas de orden figuraban por el valor nominal y no por el valor de mercado. Por último, se detectó en una gestora la incorrecta contabilización de ciertas operaciones *repo* contratadas con terceros en las que el efectivo aportado por el cliente no coincide con el efectivo de mercado de los valores transmitidos al cliente; en estos casos, la diferencia entre ambas cantidades debe ser considerada como un saldo de una cuenta a plazo, que, por supuesto, no está respaldada por una operación con deuda pública.

En este último tipo de operaciones también se detectó que dos de las entidades gestoras supervisadas no comunicaban a los clientes la naturaleza real del conjunto de la operación, es decir, qué parte estaba respaldada por deuda pública y qué parte no lo estaba. Esta deficiencia se incluye entre las que afectan a la política de transparencia y de protección del inversor a que están obligadas las entidades gestoras. En este mismo ámbito de transparencia, en una entidad se observaron algunos defectos en los procesos de entregas de contratos a los clientes.

Por otra parte, durante 2004 se presentaron en el Servicio de Reclamaciones del Banco de España quince reclamaciones o consultas relacionadas con deuda pública. De ellas, once se

dirigían al Banco de España en su papel de entidad gestora, y otras cuatro, a entidades de crédito.

Entre las presentadas contra el Banco de España, cuatro reflejaban la disconformidad del cliente con ciertos procedimientos operativos. En tres de estos casos se aclaró a los clientes lo apropiado de tales procedimientos y en el otro se informó al cliente de la imposibilidad de operar en los términos que él requería. En otras tres ocasiones, los clientes informaron de la recepción de correspondencia en un sobre abierto, a lo que se contestó lamentando la incidencia derivada del proceso de ensobrado automático y se procedió a intensificar los controles necesarios para evitar nuevos incidentes. En dos ocasiones las reclamaciones reflejaban la disconformidad con el documento de información fiscal del ejercicio 2003, aclarándose finalmente a los reclamantes los aspectos que no comprendían y que eran exactos. En una ocasión, un cliente reclamó la comisión de una transferencia, y se le contestó confirmando la pertinencia de la misma. Por último, se realizó una solicitud de información de un cliente como consecuencia de una herencia; en este caso, se contestó detallando los datos solicitados de que dispone el Servicio de Cuentas Directas.

De las cuatro reclamaciones contra entidades de crédito, una se debió a la falta de información del cobro de comisiones por traslado de deuda pública a otra entidad de crédito y se resolvió con un informe favorable al reclamante. Otras dos reclamaciones se debieron a la falta de reinversión en deuda pública cuando existe orden de renovación automática de activos financieros por tiempo indefinido; en uno de los casos, se resolvió con un informe a favor del reclamante y, en el otro, con un informe a favor de la entidad. Por último, se registró una reclamación por suscripción de deuda pública por importe superior al solicitado, que fue finalmente archivada con un informe favorable a la entidad.

7 Innovaciones

La buena situación comparativa tanto de la economía como del presupuesto público español respecto de nuestros competidores europeos ha permitido cerrar un año muy positivo, de nuevo, para la deuda pública española.

En 2004 se produjo una nueva mejora en la calificación crediticia otorgada por las agencias internacionales de calificación del riesgo de crédito a la deuda soberana española. Tras haber obtenido una Aaa por parte de Moody's en el mes de diciembre de 2001, y una AAA por parte de Fitch en diciembre de 2003, en diciembre de 2004 le fue otorgada la calificación equivalente por Standard & Poor's (AAA), aumentando su calificación un nivel, desde AA+. Además, Standard & Poor's no solo elevó su calificación, sino que también mantiene una perspectiva «estable» sobre la misma de cara al futuro. Esta decisión se fundamentó en la prudente consolidación fiscal de los últimos años, la rápida reducción de la ratio entre la deuda pública y el PIB —que pasó de un 63% en 1999 a un 49,6% en 2004, cerca de la media europea— y la confianza en que la prudencia fiscal continúe a medio plazo. De este modo, la deuda pública española se sitúa ya entre las más seguras del mundo, al contar con la máxima calificación por parte de las tres principales agencias. Esta mejora de la calidad crediticia ha incrementado la confianza de los inversores nacionales e internacionales, aumentando la demanda estructural de deuda española y llevando a los diferenciales de interés con sus competidores europeos a mantenerse en mínimos históricos, como se comenta en el capítulo 1, y a reducir el coste de emisión.

En cuanto a la política de emisión del Tesoro, en 2004 se completó la reforma del mercado de letras iniciada en el año 2001, con la que se perseguía dinamizar dicho mercado e incrementar su liquidez, dada la marcada reducción observada en el peso de estos instrumentos en la cartera de deuda, así como la baja participación de los inversores no residentes. El primer paso fue la modificación en 2001 de las fechas de vencimiento de las nuevas letras puestas en circulación, con el objeto de reducir el número de referencias y aumentar su volumen. Así, desde agosto de 2002 las subastas quincenales fueron sustituidas por una única subasta mensual a doce y dieciocho meses. La segunda fase de la reforma se inició en septiembre de 2002, afectando tanto al mercado primario como al secundario. En cuanto al primero, se produjo una nueva concentración de vencimientos, que, a partir de febrero de 2004, pasaron a tener lugar en los meses pares del año. Además, en 2002 el Tesoro comenzó a subastar una misma referencia cuatro veces —emitiéndola con dieciocho, diecisiete, doce y once meses al vencimiento—, para pasar en febrero de 2003 a hacerlo en seis ocasiones —a dieciocho, diecisiete, doce, once, seis y tres meses—, lo cual favoreció la liquidez. Por otro lado, y también en favor de la liquidez, se incrementó el primer tramo de cada nueva referencia de letras, estableciéndose un volumen de 1.500 millones de euros. Ya en 2003 se produjeron los cambios que afectaban al mercado secundario de letras del Tesoro: la incorporación de las letras a las dos plataformas electrónicas de negociación españolas —Senaf y MTS España— y la constitución de un grupo de Creadores de Mercado de Letras, que se comprometieron a dotar de liquidez a estos valores en ambas plataformas.

El efecto de estas medidas sobre el mercado de letras del Tesoro ha sido un aumento de la liquidez (desde 2004 hay nueve referencias que cuentan con saldos en circulación superiores a los 5.000 millones de euros) y la negociación, a la vez que se ha conseguido incrementar la participación de los inversores no residentes en la cartera de letras a vencimiento, pasando de un 1,3% a finales de 2001 a un 6,7% en diciembre de 2004.

Otra novedad significativa en el ámbito de la política del Tesoro en 2004 fue la emisión de un bono en dólares con vencimiento a cinco años, puesto que en esta divisa no se realizaba emisión alguna desde 2001. Esta operación permitió al Tesoro financiarse en un momento concreto a un coste muy competitivo, incluso algo menor que el coste de financiación en euros.

En cuanto a los procedimientos de emisión, aunque la mayor parte del programa de financiación de 2004 se continuó cubriendo con subastas, el Tesoro volvió a hacer uso del procedimiento de sindicación para emitir el primer tramo de la nueva obligación de referencia a diez años. Esta práctica, utilizada por primera vez en 2002, facilita la ampliación de la base inversora y garantiza un nivel adecuado de liquidez desde el lanzamiento. En este caso concreto, el libro de órdenes superó los 14.000 millones de euros y, finalmente, se emitieron 5.000 millones de euros, de los que un 70% fueron vendidos a inversores no residentes.

Entre los cambios que tuvieron lugar en la organización del mercado español de deuda pública durante 2004, destaca la aparición de dos nuevos productos. Senaf, una de las dos plataformas electrónicas de negociación de deuda pública en España, introdujo los *switches* y las *bases*, regulados inicialmente por la Instrucción Operativa 2/2004, de 18 de marzo de 2004, que fue sustituida por la Instrucción Operativa 4/2004, de 17 de junio. Los *switches*, que comenzaron a negociarse en marzo de 2004, consisten en la compra/venta de una referencia y la venta/compra simultánea de otra referencia de distinto plazo y precio. Así, las emisiones que forman parte de un *switch* reciben el nombre de «referencia corta» y «referencia larga», de acuerdo con sus respectivas fechas de vencimiento. En el caso que nos ocupa, la referencia corta es un bono u obligación, mientras la referencia larga puede ser un bono, una obligación o un *strip*; en todos los casos se trata de instrumentos emitidos por el Tesoro español y negociados en Senaf. Las *bases*, por otro lado, comenzaron a negociarse en el mes de julio, fruto del acuerdo con el mercado de futuros alemán Eurex. Son operaciones consistentes en la compra/venta de contratos de futuros y, simultáneamente, la venta/compra de valores de deuda. Es decir, los contratos de futuros son alemanes y se negocian en Eurex, mientras que los valores de deuda son emisiones de deuda pública española negociadas en Senaf.

En ambos casos se trata de operaciones a vencimiento y puede operar con ellos cualquier miembro de Senaf sin ningún requisito adicional. Sin embargo, estos nuevos segmentos del mercado están especialmente dirigidos a los clientes más activos, ya que permiten modificar la composición de las carteras de inversión en activos de deuda con una mayor agilidad. Estas innovaciones en la gama de productos no solo han sido positivas para los clientes, favoreciendo el dinamismo de las operaciones de cobertura, sino también para el propio mercado, ya que han contribuido a mantener la operativa en un contexto de caída generalizada de volúmenes en los mercados de bonos soberanos de toda el área del euro, consecuencia directa de las menores necesidades de financiación del sector público.

Otro hecho significativo relativo a la estructura del mercado de deuda pública ha sido la creación, en julio de 2004, del Servicio del Defensor del Cliente por parte de Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, SA (BME). La puesta en marcha de este Servicio da cumplimiento a la nueva normativa sobre transparencia y protección de la clientela de servicios financieros que desarrolla, en este ámbito, la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero de 2002⁸. Sus funciones son resolver las consultas y re-

8. El Real Decreto 303/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de los comisionados para la defensa del cliente de servicios financieros; y la Orden ECO/734/2004, de 11 de marzo, sobre los departamentos y servicios de atención al cliente y el defensor del cliente de las entidades financieras.

clamaciones de los inversores, promover el cumplimiento de la normativa de transparencia en el sector financiero y fomentar la protección de la comunidad inversora, siendo sus decisiones vinculantes para la entidad de servicios de inversión a la que se refieran sus actuaciones.

Por último, cabe destacar las mejoras en la comunicación con sus participantes implantadas por Iberclear, el Depositario Central de Valores español, en su primer año completo tras la fusión del SCLV y CADE en 2003. Así, desde finales de octubre de 2004, las entidades participantes pueden enviar y recibir información utilizando como canales de conexión los más modernos medios ofrecidos por SwiftNet, lo que sitúa a Iberclear a la vanguardia de los Depositarios Centrales de Valores europeos en cuanto a medios y tecnología de comunicación. Además, durante 2004 se ha desarrollado un proyecto (Sistema Único de Case) en el que la mensajería se ha diseñado siguiendo el estándar internacional más avanzado (ISO 15022) y cuya primera fase empezará a aplicarse a los traspasos de valores en 2005. Será también a lo largo de 2005, una vez la Plataforma CADE haya migrado desde el Banco de España al entorno informático de Iberclear, cuando comiencen a implantarse las soluciones de comunicación existentes para la plataforma del SCLV a la de CADE.

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 Distribución por inversores de la deuda del Estado. Carteras registradas
- A.15 Distribución por inversores de la deuda del Estado. Carteras a vencimiento

LETRAS DEL TESORO A TRES MESES

CUADRO A.1

Año 2004

Millones de euros y %	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2003				1.053,0	
Total 2004	3.850,7	4.129,9	-279,2	—	—
Enero	734,7	—	734,7	1.787,8	2,031
Febrero	—	1.053,0	-1.053,0	734,7	
Marzo	498,7	—	498,7	1.233,4	1,952
Abril	—	734,7	-734,7	498,7	—
Mayo	661,8	—	661,8	1.160,5	1,990
Junio	—	498,7	-498,7	661,8	—
Julio	663,8	—	663,8	1.325,7	2,015
Agosto	—	661,8	-661,8	663,8	—
Septiembre	517,8	—	517,8	1.181,6	2,019
Octubre	—	663,8	-663,8	517,8	—
Noviembre	773,9	—	773,9	1.291,6	2,065
Diciembre	—	517,8	-517,8	773,9	—

FUENTE: Banco de España.

a. Dato de la última subasta de cada mes.

LETRAS DEL TESORO A SEIS MESES

CUADRO A.2

Año 2004

Millones de euros y %	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2003				2.475,9	
Total 2004	5.074,9	4.544,1	530,8	—	—
Enero	529,1	—	529,1	3.005,0	1,974
Febrero	500,0	650,0	-150,0	2.855,0	1,935
Marzo	—	—	—	2.855,0	—
Abril	539,3	1.019,1	-479,8	2.375,2	1,963
Mayo	—	—	—	2.375,2	—
Junio	499,8	806,8	-307,0	2.068,2	2,060
Julio	—	—	—	2.068,2	—
Agosto	821,0	1.029,1	-208,1	1.860,1	2,040
Septiembre	—	—	—	1.860,1	—
Octubre	1.182,9	539,3	643,6	2.503,7	2,060
Noviembre	—	—	—	2.503,7	—
Diciembre	1.002,8	499,8	503,0	3.006,7	2,085

FUENTE: Banco de España.

a. Dato de la última subasta de cada mes.

LETRAS DEL TESORO A DOCE MESES

CUADRO A.3

Año 2004

Millones de euros y %	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2003				12.366,0	
Total 2004	12.350,4	13.317,7	-967,3	—	—
Enero	1.658,0	2.677,4	-1.019,3	11.346,7	2,077
Febrero	685,2	1.941,6	-1.256,4	10.090,3	1,990
Marzo	657,2	—	657,2	10.747,5	1,945
Abril	982,7	1.660,7	-678,1	10.069,4	2,085
Mayo	906,7	—	906,7	10.976,1	2,179
Junio	862,7	1.854,7	-992,1	9.984,1	2,285
Julio	1.232,7	—	1.232,7	11.216,7	2,215
Agosto	841,7	1.667,9	-826,2	10.390,5	2,150
Septiembre	1.298,6	—	1.298,6	11.689,1	2,250
Octubre	1.094,0	1.803,7	-709,7	10.979,4	2,153
Noviembre	881,2	—	881,2	11.860,6	2,200
Diciembre	1.249,8	1.711,7	-461,9	11.398,7	2,160

FUENTE: Banco de España.

a. Dato de la última subasta de cada mes.

LETRAS DEL TESORO A DIECIOCHO MESES

CUADRO A.4

Año 2004

Millones de euros y %	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2003				22.871,2	
Total 2004	15.562,6	16.625,3	-1.062,7	—	—
Enero	2.149,5	2.129,5	19,9	22.891,2	2,267
Febrero	620,8	1.949,6	-1.328,7	21.562,5	2,135
Marzo	614,0	—	614,0	22.176,4	2,035
Abril	1.685,3	2.279,2	-593,9	21.582,5	2,282
Mayo	910,3	—	910,3	22.492,9	2,395
Junio	1.509,1	2.577,4	-1.068,3	21.424,6	2,529
Julio	976,1	—	976,1	22.400,7	2,420
Agosto	1.587,4	2.613,4	-1.026,0	21.374,7	2,315
Septiembre	1.067,6	—	1.067,6	22.442,2	2,425
Octubre	1.725,4	2.505,4	-780,0	21.662,2	2,279
Noviembre	1.072,0	—	1.072,0	22.734,2	2,307
Diciembre	1.645,2	2.570,9	-925,7	21.808,5	2,235

FUENTE: Banco de España.

a. Dato de la última subasta de cada mes.

BONOS DEL ESTADO A TRES AÑOS

CUADRO A.5

Año 2004

Millones de euros y %	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2003				21.988,0	
Total 2004	8.940,1	11.848,4	-2.908,3	—	—
Enero	—	—	—	21.988,0	—
Febrero	1.174,9	—	1.174,9	23.162,9	2,457
Marzo	—	—	—	23.162,9	—
Abril	—	—	—	23.162,9	—
Mayo	3.587,0	—	3.587,0	26.749,9	2,929
Junio	1.423,0	1.197,1	225,9	26.975,8	3,147
Julio	—	—	—	26.975,8	—
Agosto	—	—	—	26.975,8	—
Septiembre	1.386,6	—	1.386,6	28.362,4	2,783
Octubre	—	10.651,3	-10.651,3	17.711,1	—
Noviembre	1.368,5	—	1.368,5	19.079,6	2,633
Diciembre	—	—	—	19.079,6	—

FUENTE: Banco de España.

a. Dato de la última subasta de cada mes.

BONOS DEL ESTADO A CINCO AÑOS

CUADRO A.6

Año 2004

Millones de euros y %	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2003				54.608,0	
Total 2004	11.446,8	10.220,0	1.226,8	—	—
Enero	4.592,8	—	4.592,8	59.200,9	3,388
Febrero	—	—	—	59.200,9	—
Marzo	1.218,4	—	1.218,4	60.419,3	3,293
Abril	1.008,6	—	1.008,6	61.427,8	3,033
Mayo	—	—	—	61.427,8	—
Junio	—	—	—	61.427,8	—
Julio	1.534,4	9.710,0	-8.175,5	53.252,3	3,533
Agosto	—	—	—	53.252,3	—
Septiembre	—	—	—	53.252,3	—
Octubre	1.556,8	—	1.556,8	54.809,2	3,191
Noviembre	—	—	—	54.809,2	—
Diciembre	1.535,7	510,0	1.025,7	55.834,9	2,856

FUENTE: Banco de España.

a. Dato de la última subasta de cada mes.

OBLIGACIONES DEL ESTADO A DIEZ AÑOS

CUADRO A.7

Año 2004

Millones de euros y %	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2003				111.747,0	
Total 2004	9.184,5	6.290,0	2.894,5	—	—
Enero	—	—	—	111.747,0	—
Febrero	—	—	—	111.747,0	—
Marzo	—	—	—	111.747,0	—
Abril	—	—	—	111.747,0	—
Mayo	—	4.862,5	-4.862,5	106.884,5	—
Junio (b)	5.000,0	895,0	4.105,0	110.989,5	4,438
Julio	—	73,5	-73,5	110.916,0	—
Agosto	—	—	—	110.916,0	—
Septiembre	1.732,8	—	1.732,8	112.648,8	4,132
Octubre	—	—	—	112.648,8	—
Noviembre	1.233,9	—	1.233,9	113.882,7	3,792
Diciembre	1.217,8	459,0	758,8	114.641,5	3,564

FUENTE: Banco de España.

a. Dato de la última subasta de cada mes.

b. Emisión realizada mediante sindicación. El tipo tabulado es la TIR media de la sindicación.

OBLIGACIONES DEL ESTADO A QUINCE AÑOS

CUADRO A.8

Año 2004

Millones de euros y %	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2003				36.938,3	
Total 2004	6.082,0	492,0	5.590,0	—	—
Enero	639,4	—	639,4	37.577,7	4,447
Febrero	1.171,4	—	1.171,4	38.749,1	4,185
Marzo	869,4	—	869,4	39.618,5	4,241
Abril	—	—	—	39.618,5	—
Mayo	640,4	—	640,4	40.258,9	4,627
Junio	—	309,0	-309,0	39.949,9	—
Julio	779,2	183,0	596,2	40.546,2	4,511
Agosto	—	—	—	40.546,2	—
Septiembre	—	—	—	40.546,2	—
Octubre	899,5	—	899,5	41.445,7	4,097
Noviembre	—	—	—	41.445,7	—
Diciembre	1.082,6	—	1.082,6	42.528,3	3,711

FUENTE: Banco de España.

a. Dato de la última subasta de cada mes.

OBLIGACIONES DEL ESTADO A TREINTA AÑOS

CUADRO A.9

Año 2004

Millones de euros y %	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2003				20.686,8	
Total 2004	3.106,6	—	3.106,6	—	—
Enero	—	—	—	20.686,8	—
Febrero	618,7	—	618,7	21.305,4	4,902
Marzo	—	—	—	21.305,4	—
Abril	779,3	—	779,3	22.084,8	4,914
Mayo	—	—	—	22.084,8	—
Junio	—	—	—	22.084,8	—
Julio	—	—	—	22.084,8	—
Agosto	—	—	—	22.084,8	—
Septiembre	806,7	—	806,7	22.891,5	4,712
Octubre	—	—	—	22.891,5	—
Noviembre	901,9	—	901,9	23.793,4	4,411
Diciembre	—	—	—	23.793,4	—

FUENTE: Banco de España.

a. Dato de la última subasta de cada mes.

EVOLUCIÓN DE LA CONTRATACIÓN DE LETRAS DEL TESORO

CUADRO A.10

Miles de millones de euros	TOTAL	ENTRE TITULARES					GESTORAS CON TERCEROS				
		TOTAL	CONTADO	PLAZO	REPOS	SIMULTÁ-NEAS	TOTAL	CONTADO	PLAZO	REPOS	SIMULTÁ-NEAS
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
2004	2.273,3	472,5	84,8	0,4	2,0	385,3	1.800,8	30,1	0,2	1.768,7	1,8

FUENTE: Banco de España.

EVOLUCIÓN DE LA CONTRATACIÓN DE BONOS Y OBLIGACIONES

CUADRO A.11

Miles de millones de euros	TOTAL	ENTRE TITULARES					GESTORAS CON TERCEROS				
		TOTAL	CONTADO	PLAZO	REPOS	SIMULTÁ-NEAS	TOTAL	CONTADO	PLAZO	REPOS	SIMULTÁ-NEAS
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
2004	20.275,6	7.283,2	549,3	9,7	94,3	6.629,9	12.992,4	1.463,1	101,6	10.360,5	1.067,2

FUENTE: Banco de España.

EVOLUCIÓN DE LA CONTRATACIÓN DE DEUDA SEGREGADA (a)

CUADRO A.12

Miles de millones de euros	TOTAL	ENTRE TITULARES					GESTORAS CON TERCEROS				
		TOTAL	CONTADO	PLAZO	REPOS	SIMULTÁ-NEAS	TOTAL	CONTADO	PLAZO	REPOS	SIMULTÁ-NEAS
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
2004	284,7	24,9	3,1	0,5	—	21,3	259,8	6,2	0,3	252,7	0,6

FUENTE: Banco de España.

a. Incluye principales y cupones.

ROTACIÓN DE LA DEUDA DEL ESTADO

CUADRO A.13

Negociación total / Saldo medio

	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Total	7,6	7,1	0,2	0,4	38,1	41,5	26,6	26,9	72,5	75,9
<i>Letras del Tesoro</i>	2,3	3,2	0,0	0,0	53,9	48,6	11,4	10,6	67,6	62,4
<i>Bonos y obligaciones</i>	9,2	8,3	0,3	0,5	37,7	43,0	31,5	31,7	78,7	83,5
<i>Principales y cupones</i>	0,6	0,4	0,0	0,0	13,1	11,7	0,2	1,0	13,9	13,2

FUENTE: Banco de España.

DISTRIBUCIÓN POR INVERSORES DE LA DEUDA DEL ESTADO. CARTERAS REGISTRADAS

CUADRO A.14

Miles de millones de euros y %	LETRAS DEL TESORO				BONOS Y OBLIGACIONES				PRINCIPALES Y CUPONES			
	2003		2004		2003		2004		2003		2004	
	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%
Total	38,8	100,0	37,0	100,0	233,3	100,0	242,9	100,0	21,5	100,0	22,1	100,0
Sistema crediticio	6,9	17,8	5,1	13,7	25,6	11,0	17,8	7,3	1,0	4,9	1,9	8,5
<i>Banco de España</i>	4,4	11,3	3,4	9,2	13,7	5,9	5,4	2,2	0,0	0,1	0,0	0,1
<i>Bancos</i>	1,4	3,6	0,9	2,4	5,0	2,1	5,4	2,2	0,8	3,8	1,7	7,6
<i>Cajas de ahorros</i>	1,0	2,5	0,7	1,8	1,9	0,8	2,0	0,8	0,2	0,9	0,2	0,8
<i>Cooperativas</i>	0,1	0,3	0,1	0,2	0,7	0,3	0,7	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0
<i>Resto</i>	0,0	0,1	0,0	0,1	4,3	1,9	4,4	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras instituciones financieras	16,1	41,7	15,5	42,0	66,7	28,6	63,2	26,0	12,8	59,4	11,3	51,2
<i>Fondos de inversión</i>	10,9	28,2	10,6	28,7	32,9	14,1	29,2	12,0	7,3	33,9	5,3	23,9
<i>Fondos de pensiones</i>	1,7	4,4	1,7	4,5	9,6	4,1	9,0	3,7	0,6	2,7	0,6	2,9
<i>Seguros</i>	1,0	2,7	1,0	2,8	20,8	8,9	20,5	8,4	4,8	22,5	5,0	22,4
<i>Resto</i>	2,5	6,4	2,2	5,9	3,4	1,5	4,5	1,9	0,1	0,3	0,4	1,9
Empresas no financieras	4,9	12,8	6,0	16,3	26,0	11,1	26,0	10,7	0,9	4,1	1,9	8,7
Familias	5,0	12,9	4,4	12,0	5,1	2,2	4,5	1,9	2,0	9,2	1,9	8,5
Administraciones Públicas	4,4	11,0	4,6	12,3	16,9	7,2	24,8	10,2	0,4	1,8	0,4	1,7
No residentes	1,5	3,8	1,3	3,6	93,0	39,9	106,6	43,9	4,4	20,6	4,7	21,4

FUENTE: Banco de España.

Miles de millones de euros y %	LETRAS DEL TESORO				BONOS Y OBLIGACIONES				PRINCIPALES Y CUPONES			
	2003		2004		2003		2004		2003		2004	
	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%
Total	38,8	100,0	37,0	100,0	233,3	100,0	242,9	100,0	21,5	100,0	22,1	100,0
Sistema crediticio	22,6	58,3	24,1	65,1	92,3	39,5	77,8	32,0	3,8	17,7	4,4	19,8
<i>Banco de España</i>	2,6	6,8	3,4	9,2	4,3	1,8	5,3	2,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Bancos</i>	11,3	29,1	11,3	30,5	47,4	20,3	36,4	15,0	2,4	11,1	3,1	14,0
<i>Cajas de ahorros</i>	8,1	21,0	8,9	24,1	35,8	15,4	31,3	12,9	1,4	6,5	1,3	5,8
<i>Cooperativas</i>	0,6	1,4	0,5	1,3	1,0	0,4	1,0	0,4	0,0	0,1	0,0	0,0
<i>Resto</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	3,8	1,6	3,7	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras instituciones financieras	8,8	22,7	6,1	16,6	29,5	12,6	28,3	11,7	11,1	51,6	10,9	49,4
<i>Fondos de inversión</i>	6,1	15,6	3,7	9,9	7,6	3,3	5,9	2,4	5,7	26,8	5,0	22,6
<i>Fondos de pensiones</i>	0,6	1,6	0,2	0,5	4,1	1,7	3,5	1,4	0,5	2,2	0,6	2,7
<i>Seguros</i>	0,2	0,5	0,2	0,5	15,7	6,7	16,7	6,9	4,8	22,3	4,9	22,2
<i>Resto</i>	1,9	5,0	2,1	5,6	2,1	0,9	2,2	0,9	0,1	0,3	0,4	1,9
Empresas no financieras	0,8	2,1	0,9	2,4	6,3	2,7	6,9	2,9	0,7	3,2	0,6	2,6
Familias	2,5	6,4	2,3	6,3	2,0	0,9	1,9	0,8	1,3	6,3	1,3	6,0
Administraciones Públicas	0,1	0,2	1,1	3,0	9,5	4,1	16,2	6,7	0,0	0,0	0,0	0,0
No residentes	4,0	10,3	2,5	6,7	93,7	40,2	111,8	46,0	4,6	21,2	4,9	22,2

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 notional

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 los 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 anotada. 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 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. 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.

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 el 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 anotada que han sido autorizados por el Ministerio de Economía y Hacienda para 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).

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.

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 sola-

mente el 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 cotizan sus precios de compra y venta en firme, a través de un conjunto de mediadores especializados de deuda anotada 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, añadiéndose las amortizaciones que proceden de operaciones financieras de ejercicios anteriores.

No residentes

Participantes en el mercado de deuda pública anotada 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 que está dispuesto a emitir. Dicho sistema consta de un objetivo previsto y un máximo, establecido de forma individual para los bonos y obligaciones y de forma conjunta para las letras del Tesoro.

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

Acrónimo de *Separate Trade of Registered Interest Principal Securities*, con el mismo significado que bono segregable (véase).

Subasta

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

Terceros

Participantes en el mercado de deuda 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

Estudios e informes

PERIÓDICOS

Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España (ediciones en español e inglés) (anual)
Boletín Económico (mensual) (hay una versión en inglés de periodicidad trimestral)
Estabilidad Financiera (ediciones en español e inglés) (semestral)
Informe Anual (ediciones en español e inglés)
Memoria de la Supervisión Bancaria en España (ediciones en español e inglés) (anual)
Memoria del Servicio de Reclamaciones (anual)
Mercado de Deuda Pública (anual)

NO PERIÓDICOS

Central de Balances: estudios de encargo
Notas de Estabilidad Financiera

ESTUDIOS ECONÓMICOS

- 51 ELOÍSA ORTEGA: La inversión extranjera directa en España (1986-1990) (1992).
- 52 ALBERTO CABRERO, JOSÉ LUIS ESCRIVÁ Y TERESA SASTRE: Ecuaciones de demanda para los nuevos agregados monetarios (1992). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 53 ÁNGEL LUIS GÓMEZ JIMÉNEZ Y JOSÉ MARÍA ROLDÁN ALEGRE: Análisis de la política fiscal en España con una perspectiva macroeconómica (1988-1994) (1995).
- 54 JUAN MARÍA PEÑALOSA: El papel de la posición financiera de los agentes económicos en la transmisión de la política monetaria (1996).
- 55 ISABEL ARGIMÓN MAZA: El comportamiento del ahorro y su composición: evidencia empírica para algunos países de la Unión Europea (1996).
- 56 JUAN AYUSO HUERTAS: Riesgo cambiario y riesgo de tipo de interés bajo regímenes alternativos de tipo de cambio (1996).
- 57 OLYMPIA BOVER, MANUEL ARELLANO Y SAMUEL BENTOLILA: Duración del desempleo, duración de las prestaciones y ciclo económico (1996). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 58 JOSÉ MARÍN ARCAS: Efectos estabilizadores de la política fiscal. Tomos I y II (1997). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 59 JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, IGNACIO FUENTES, FERNANDO GUTIÉRREZ Y M.^ª TERESA SASTRE: El sistema bancario español ante la Unión Monetaria Europea (1997).
- 60 ANA BUISÁN Y ESTHER GORDO: El sector exterior en España (1997).
- 61 ÁNGEL ESTRADA, FRANCISCO DE CASTRO, IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: La inversión en España (1997).
- 62 ENRIQUE ALBEROLA ILA: 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 Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Assessing the benefits of price stability: The international experience (2000).
- 70 OLYMPIA BOVER Y MARIO IZQUIERDO: Ajustes de calidad en los precios: métodos hedónicos y consecuencias para la Contabilidad Nacional (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 71 MARIO IZQUIERDO Y M.^ª DE LOS LLANOS MATEA: Una aproximación a los sesgos de medición de las variables macroeconómicas españolas derivados de los cambios en la calidad de los productos (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)

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

Todas las publicaciones están disponibles en formato electrónico, con excepción de las publicaciones estadísticas, Ediciones varias y Textos de la División de Desarrollo de Recursos Humanos.

- 72 MARIO IZQUIERDO, OMAR LICANDRO Y ALBERTO MAYDEU: Mejoras de calidad e índices de precios del automóvil en España (2001). (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 73 OLYMPIA BOVER Y PILAR VELILLA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 74 MARIO IZQUIERDO Y M.ª DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 25 MARÍA JESÚS FUENTE: Finanzas y ciudades. El tránsito del siglo XV al XVI (1992).
- 26 HERNÁN ASDRÚBAL SILVA: El Comercio entre España y el Río de la Plata (1778-1810) (1993).
- 27 JOHN ROBERT FISHER: El Comercio entre España e Hispanoamérica (1797-1820) (1993).
- 28 BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Fraude y administración fiscal en Castilla. La Comisión de Millones (1632-1658): Poder fiscal y privilegio jurídico-político (1994).
- 29 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. I: España y México (1994).
- 30 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. II: Suramérica y el Caribe (1994).
- 31 BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Reforma y fraude fiscal en el reinado de Carlos II. La Sala de Millones (1658-1700) (1995).
- 32 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. I: Recursos y sectores productivos (1995).
- 33 FERNANDO SERRANO MANGAS: Vellón y metales preciosos en la Corte del Rey de España (1618-1668) (1996).
- 34 ALBERTO SABIO ALCUTÉN: Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930) (1996).
- 35 M.ª GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996).
- 36 CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997).
- 37 EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998).
- 38 ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999).
- 39 MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000).
- 40 ANA CRESPO SOLANA: El comercio marítimo entre Ámsterdam 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. Edición revisada (2003).
- 44 INÉS ROLDÁN DE MONTAUD: La banca de emisión en Cuba (1856-1898) (2004).
- 45 ALFONSO HERRANZ LONCÁN: La dotación de infraestructuras en España, 1844-1935 (2004).

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0401 ROBERTO BLANCO, SIMON BRENNAN E IAN W. MARSH: An empirical analysis of the dynamic relationship between investment grade bonds and credit default swaps.
- 0402 ENRIQUE ALBEROLA Y LUIS MOLINA: What does really discipline fiscal policy in emerging markets? The role and dynamics of exchange rate regimes.
- 0403 PABLO BURRIEL-LLOMBART: An economic analysis of education externalities in the matching process of UK regions (1992-1999).
- 0404 FABIO CANOVA, MATTEO CICCARELLI Y EVA ORTEGA: Similarities and convergence in G-7 cycles.
- 0405 ENRIQUE ALBEROLA, HUMBERTO LÓPEZ Y LUIS SERVÉN: Tango with the gringo: the hard peg and real misalignment in Argentina.
- 0406 ANA BUISÁN, JUAN CARLOS CABALLERO Y NOELIA JIMÉNEZ: Determinación de las exportaciones de manufacturas en los países de la UEM a partir de un modelo de oferta-demanda.
- 0407 VÍTOR GASPAS, GABRIEL PÉREZ QUIRÓS Y HUGO RODRÍGUEZ MENDIZÁBAL: Interest rate determination in the interbank market.
- 0408 MÁXIMO CAMACHO, GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS Y LORENA SAIZ: Are european business cycles close enough to be just one?
- 0409 JAVIER ANDRÉS, J. DAVID LÓPEZ-SALIDO Y EDWARD NELSON: Tobin's imperfect assets substitution in optimizing general equilibrium.
- 0410 A. BUISÁN, J. C. CABALLERO, J. M. CAMPA Y N. JIMÉNEZ: La importancia de la histéresis en las exportaciones de manufacturas de los países de la UEM.

- 0411 ANDREW BENITO, FRANCISCO JAVIER DELGADO Y JORGE MARTÍNEZ PAGÉS: A synthetic indicator of financial pressure for Spanish firms.
- 0412 JAVIER DELGADO, IGNACIO HERNANDO Y MARÍA J. NIETO: Do European primarily Internet banks show scale and experience efficiencies?
- 0413 ÁNGEL ESTRADA, JOSÉ LUIS FERNÁNDEZ, ESTHER MORAL Y ANA V. REGIL: A quarterly macroeconomic model of the Spanish economy.
- 0414 GABRIEL JIMÉNEZ Y JESÚS SAURINA: Collateral, type of lender and relationship banking as determinants of credit risk.
- 0415 MIGUEL CASARES: On monetary policy rules for the euro area.
- 0416 MARTA MANRIQUE Y JOSÉ MANUEL MARQUÉS: Una aproximación empírica a la evolución de la tasa natural de interés y el crecimiento potencial. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 0417 REGINA KAISER Y AGUSTÍN MARAVALL: Combining filter design with model-based filtering (with an application to business-cycle estimation).
- 0418 JÉRÔME HENRY, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y SANDRO MOMIGLIANO: The short-term impact of government budgets on prices: evidence from macroeconomic models.
- 0419 PILAR BENGOCHEA Y GABRIEL PÉREZ QUIRÓS: A useful tool to identify recessions in the euro area.
- 0420 GABRIEL JIMÉNEZ, VICENTE SALAS Y JESÚS SAURINA: Determinants of collateral.
- 0421 CARMEN MARTÍNEZ-CARRASCAL Y ANA DEL RÍO: Household borrowing and consumption in Spain: a VECM approach.
- 0422 LUIS J. ÁLVAREZ E IGNACIO HERNANDO: Price setting behaviour in Spain: stylised facts using consumer price micro data.
- 0423 JUAN CARLOS BERGANZA Y ALICIA GARCÍA-HERRERO: What makes balance sheet effects detrimental for the country risk premium?
- 0501 ÓSCAR J. ARCE: The fiscal theory of the price level: a narrow theory for non-fiat money.
- 0502 ROBERT-PAUL BERBEN, ALBERTO LOCARNO, JULIAN MORGAN Y JAVIER VALLÉS: Cross-country differences in monetary policy transmission.
- 0503 ÁNGEL ESTRADA Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Sectoral mark-up dynamics in Spain.
- 0504 FRANCISCO ALONSO, ROBERTO BLANCO Y GONZALO RUBIO: Testing the forecasting performance of Ibx 35 option-implied risk-neutral densities.
- 0505 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y ÁLVARO ORTIZ: The role of global risk aversion in explaining Latin American sovereign spreads.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 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 Y DANIEL NAVIA SIMÓN: Determinants and impact of financial sector FDI to emerging economies: a home country's perspective.
- 0309 JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-MINGUEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y ANA DEL RÍO: An analysis of the impacts of GDP revisions on cyclically adjusted budget balances (CABS).
- 0401 J. RAMÓN MARTÍNEZ-RESANO: Central bank financial independence.
- 0402 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA Y FERNANDO RESTOY: Evolución reciente del patrimonio de empresas y familias en España: implicaciones macroeconómicas. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 0403 ESTHER GORDO, ESTHER MORAL Y MIGUEL PÉREZ: Algunas implicaciones de la ampliación de la UE para la economía española.
- 0404 LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ, PILAR CUADRADO SALINAS, JAVIER JAREÑO MORAGO E ISABEL SÁNCHEZ GARCÍA: El impacto de la puesta en circulación del euro sobre los precios de consumo.
- 0405 ÁNGEL ESTRADA, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y JAVIER JAREÑO: Una estimación del crecimiento potencial de la economía española.
- 0406 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y DANIEL SANTABÁRBARA: Where is the Chinese banking system going with the ongoing reform?
- 0407 MIGUEL DE LAS CASAS, SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS, EMILIANO GONZÁLEZ-MOTA Y CLARA MIRA-SALAMA: A review of progress in the reform of the International Financial Architecture since the Asian crisis.
- 0408 GIANLUCA CAPORELLO Y AGUSTÍN MARAVALL: Program TSW. Revised manual version May 2004.
- 0409 OLYMPIA BOVER: Encuesta financiera de las familias españolas (EFF): descripción y métodos de la encuesta de 2002. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 0410 MANUEL ARELLANO, SAMUEL BENTOLILA Y OLYMPIA BOVER: Paro y prestaciones: nuevos resultados para España.

EDICIONES VARIAS¹

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 Y 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.
BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1940-2001 (2004). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)

Difusión estadística

Boletín de Operaciones (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)
Boletín del Mercado de Deuda Pública (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)
Boletín Estadístico (mensual)
Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras (monografía anual)
Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (anual)

Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito²
Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)
Registros de Entidades (anual) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Formación

BANCO DE ESPAÑA: Cálculo mercantil (con ejercicios resueltos).
PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo I) (1999).
PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo II) (1998).
JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (2001).
JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (ejercicios resueltos) (1994).
UBALDO NIETO DE ALBA: Matemática financiera y cálculo bancario.
LUIS A. HERNANDO ARENAS: Tesorería en moneda extranjera.

PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual
Boletín Mensual
Otras publicaciones

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. 2. Solo disponible en el sitio web del Banco de España hasta su incorporación a la publicación *Circulares del Banco de España. Recopilación*.

BANCO DE ESPAÑA	Unidad de Publicaciones Alcalá, 522; 28027 Madrid Teléfono +34 91 338 6363. Fax +34 91 338 6488 e-mail: Publicaciones@bde.es www.bde.es
------------------------	---

