

**MERCADO DE DEUDA PÚBLICA**

**2005**

**BANCO DE ESPAÑA**









## MERCADO DE DEUDA PÚBLICA 2005

## 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, 2006

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	23
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	31
		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	44
		5.3 Distribución por inversores	46
6 SUPERVISIÓN DEL SISTEMA	49		
7 INNOVACIONES	53		
APÉNDICE ESTADÍSTICO	59		
GLOSARIO	71		



## 1 SITUACIÓN GENERAL DE LOS MERCADOS



## Situación general de los mercados

### 1.1. La situación económica y financiera general

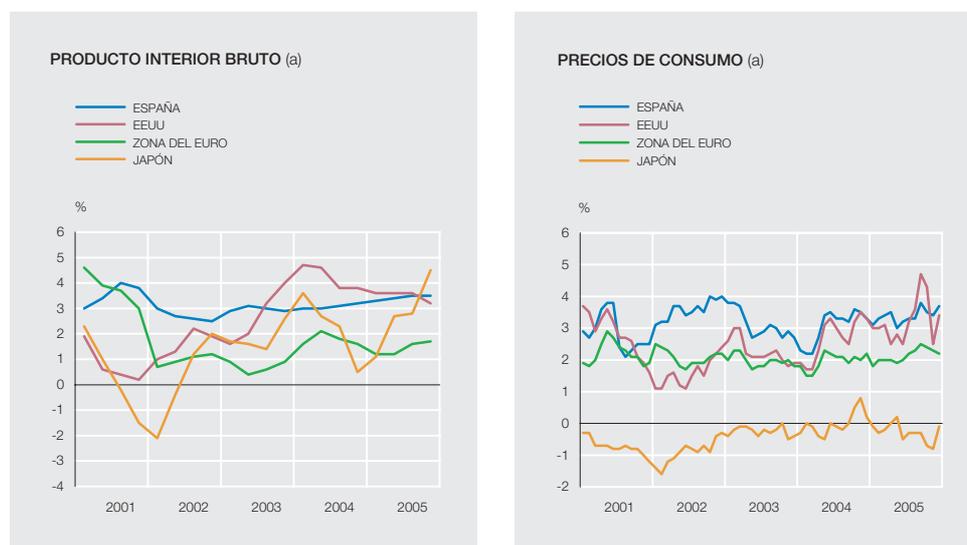
La economía mundial tuvo un comportamiento favorable en 2005, continuando la tendencia observada en 2004. Entre los factores que contribuyeron a la buena evolución de la economía mundial destaca el favorable comportamiento de los mercados bursátiles y financieros, impulsado por el tono suave de las políticas económicas. Por su parte, las tasas de inflación registraron, en general, unos valores muy moderados. No obstante, entre los elementos de riesgo para la economía mundial destacan la persistencia del fuerte déficit por cuenta corriente de Estados Unidos y la inestabilidad del mercado del petróleo.

La economía estadounidense experimentó un crecimiento del PIB del 3,5% en 2005 (véase gráfico 1.1), basado en el buen tono del consumo privado y de la formación bruta de capital fijo, a pesar de la leve desaceleración de dichos componentes con respecto a 2004. Los tipos de interés oficiales registraron nuevos incrementos progresivos y se situaron en un 4,25% a finales de año. En Japón, la actividad económica registró un nuevo impulso — con un crecimiento del PIB del 2,8% —, apoyada principalmente en la fortaleza de la inversión. A pesar de que el índice general de precios registró una tasa de variación anual del -0,3%, existen ciertos indicios de superación de la larga fase deflacionista, que, en un contexto de mayor dinamismo económico, podrían servir de base para un posible cambio tanto en el tono como en la instrumentación de la política monetaria.

Por su parte, en China la actividad mantuvo un elevado dinamismo — con un incremento del PIB de un 9,9% —, acompañada de una tasa de inflación muy moderada (1,8%). En América Latina el crecimiento fue generalizado y bastante notable, a excepción de Brasil, que experimentó una contracción en el nivel de su actividad en la segunda mitad del año. Las tasas de inflación continuaron moderándose en la mayoría de los países, salvo en Argentina, donde cerró el año por encima del 12%. Hay que señalar, igualmente, que tanto Brasil como Argentina devolvieron la totalidad de los préstamos con el FMI, por un importe total de 25.000 millones de dólares.

En la zona del euro, el crecimiento del PIB en 2005 (del 1,4%) fue inferior al 1,8% registrado en 2004, debido a una menor contribución de la variación de existencias y del saldo neto exterior, y a pesar de la recuperación de la formación bruta de capital fijo. No obstante, el consumo privado continuó mostrando síntomas de atonía, ya que no recuperó un ritmo de crecimiento suficiente para apoyar el despegue de la actividad económica a medio plazo. Por lo que respecta a los precios, la inflación tendió a moderarse a lo largo del último trimestre de 2005, favorecida por el recorte de los precios del petróleo en dicho período, de forma que el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) se situó en un 2,2% en diciembre. Por su parte, la inflación subyacente se situó en un 1,4% en el mismo mes, sin que se haya observado un efecto significativo derivado del encarecimiento de la energía. No obstante, el nivel elevado de la cotización del petróleo, en un contexto de recuperación del empleo y de la actividad, llevó al Consejo del BCE a acordar una subida de los tipos de interés oficiales en el mes de diciembre, situando el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en un 2,25%, tras casi dos años y medio de permanencia en el 2%.

La economía española mantuvo el ritmo de crecimiento vigoroso de años anteriores, situándose el incremento del PIB en un 3,4% en 2005. Dicha evolución volvió a basarse en el elevado dinamismo del consumo privado y de la inversión residencial. Como elemento diferenciador con respecto al año 2004, se observó una notable recuperación de la inversión en bienes de



FUENTE: Banco de España.

a. Tasas de variación interanual.

equipo en el conjunto del año, aunque en el segundo semestre tendió a suavizar el fuerte crecimiento observado en los primeros trimestres. Por el contrario, el comportamiento de la demanda exterior neta fue negativo, debido a la falta de impulso de las exportaciones, y a pesar del menor avance de las importaciones. En términos del IAPC, la inflación española finalizó 2005 en una tasa del 3,7%, que supone una notable apertura del diferencial con la zona del euro.

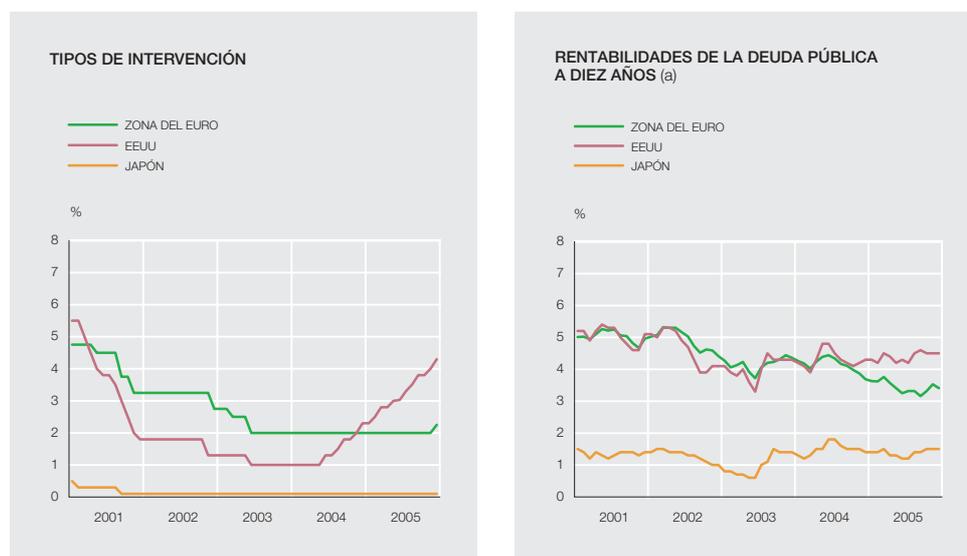
El mal comportamiento de las exportaciones de bienes, que tan solo crecieron un 1%, supuso una pérdida de la cuota de mercado de los productos españoles, que ilustra la pérdida de competitividad de la economía española, a pesar de la depreciación del euro. Dicha pérdida de competitividad también tuvo su efecto en el mercado interno, ya que las importaciones siguieron creciendo a un ritmo elevado a lo largo de 2005. Como resultado de esta tendencia, se produjo una nueva ampliación del déficit por cuenta corriente y de las necesidades de financiación frente al exterior.

## 1.2 Los mercados financieros internacionales

Las tendencias generales que dominaron la evolución de los mercados financieros internacionales durante 2005 fueron la relativa estabilidad de los tipos de interés a largo plazo, la revalorización de las bolsas y la apreciación del dólar. No obstante, esta evolución fue ciertamente desigual, tanto en su signo a lo largo del año como por áreas económicas.

Mientras que en Estados Unidos y Japón el comportamiento de los tipos de interés a largo plazo fue bastante estable durante todo 2005, con un repunte de los mismos en la última parte del año, en la zona del euro la tendencia bajista iniciada en el segundo semestre de 2004 continuó hasta el último trimestre de 2005, período en el que se produjo un leve repunte de los tipos de interés de largo plazo.

En la zona del euro los tipos de interés de la deuda pública a diez años se situaron, en diciembre, en un 3,4%, acumulando en 2005 descensos de unos 30 puntos básicos (pb). Por el contrario, tanto en Estados Unidos como en Japón las rentabilidades a diez años se situaron, en diciembre, en un 4,5% y un 1,5%, respectivamente, unos 20 y 10 pb superiores a las registradas en diciembre de 2004.



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.

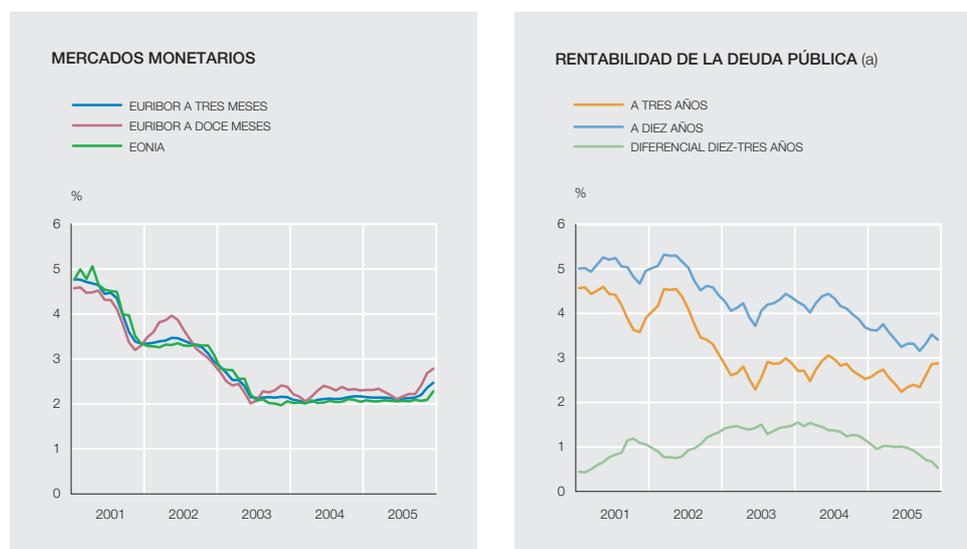
El diferencial de tipos de interés a diez años entre el conjunto de la zona del euro y Estados Unidos se cifró, en diciembre, en 110 pb a favor de este último país, superior al observado en diciembre del año anterior, que fue de 60 pb.

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 entre la zona del euro y España, en 2005, de tan solo 6 pb, en la referencia a diez años, a favor de la primera, ligeramente superior al registrado en 2004, que fue de 4 pb.

El Consejo de Gobierno del BCE decidió en su reunión de diciembre de 2005 elevar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación hasta el 2,25%, después de permanecer en el 2% desde junio de 2003 (véase gráfico 1.2). Los tipos de interés negociados en los mercados monetarios mostraron un comportamiento muy estable hasta el último trimestre, momento en el que el mercado comenzó a descontar la subida de tipos por parte del BCE, produciéndose una elevación de los mismos. Así, el EURIBOR a doce meses cerró el año en torno al 2,78%, 48 pb superior al nivel alcanzado en diciembre de 2004, mientras que el EURIBOR a tres meses se situó en un 2,47%, 30 pb por encima del registrado un año antes (véase gráfico 1.3).

Los mercados internacionales de renta variable tuvieron un comportamiento muy positivo en 2005, continuando la tendencia alcista iniciada hace tres años. En Japón, el Nikkei experimentó una fuerte revalorización (de un 40%), mientras que en Estados Unidos el comportamiento del S&P 500 fue mucho más modesto, con una revalorización de tan solo un 3%. En España, el índice IBEX35 acumuló en 2005 una revalorización del 18,2%, similar a la del EURO STOXX amplió (23%). La tendencia alcista de las bolsas de la UEM se debió al fortalecimiento de la confianza empresarial, gracias a la mejora de las perspectivas de crecimiento de la economía del área, así como a los buenos resultados empresariales.

Los mercados cambiarios estuvieron marcados en 2005 por el fortalecimiento del dólar frente a la mayoría de las divisas y, concretamente, frente al euro. En un contexto de ampliación



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.

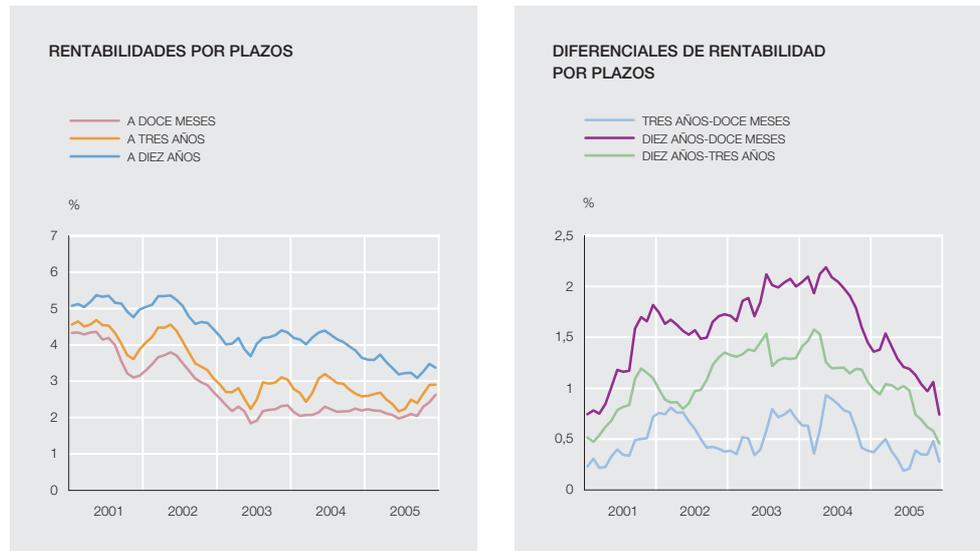
del diferencial de los tipos de interés a corto plazo a ambos lados del Atlántico, el euro experimentó una depreciación acumulada anual con respecto al dólar del 10% en 2005, mientras que la depreciación experimentada por el yen con respecto al dólar fue del 14% en el mismo período.

### 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 5.089 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 disminuyó un 14% y supuso un aumento del saldo de deuda del Estado anotada del 2% (en el capítulo II se encontrará un análisis detallado de la estructura de emisiones de deuda anotada).

Los tipos marginales de las subastas de letras del Tesoro se mantuvieron relativamente estables durante la mayor parte del año, si bien en el último trimestre experimentaron una importante elevación. Así, mientras que, en términos acumulados anuales, se registró un aumento de 53 pb para las letras a doce meses, la diferencia, en términos medios, entre ambos ejercicios fue de tan solo 6 pb. En el caso de la deuda a medio y largo plazo, la tendencia de los tipos marginales de emisión fue descendente durante la mayor parte del año, para, de nuevo, en el último trimestre, registrar un significativo aumento. Así, mientras que, en términos medios anuales, los tipos marginales de emisión registraron descensos de 41, 33 y 58 pb para las referencias a tres, cinco y diez años, respectivamente, en términos acumulados del año la variación fue poco significativa (una reducción de 1 pb en las referencias a tres y diez años y un aumento de 17 pb para la referencia a cinco años), como resultado del cambio de tendencia observado a partir del mes de septiembre.

En cuanto a la evolución de los mercados secundarios de deuda pública, las rentabilidades de las letras del Tesoro a doce meses mostraron una tendencia decreciente durante todo el primer semestre, hasta registrar un 1,98% en junio. En la segunda parte del año se produjo un cambio en dicha tendencia, que se aceleró en el último trimestre, alcanzando en diciembre



FUENTE: Banco de España.

un nivel del 2,63%, es decir, 43 pb por encima del registrado en diciembre de 2004. Sin embargo, en media anual esta evolución fue mucho menos acusada, con tan solo 3 pb de aumento en 2005. Por lo que respecta a los instrumentos de deuda a medio y largo plazo, si bien la tendencia general marcada por sus rentabilidades coincide básicamente con la de las letras del Tesoro, las rentabilidades medias anuales experimentaron descensos más significativos. Así, la rentabilidad de los bonos y obligaciones a tres, cinco y diez años registró disminuciones medias de 27, 47 y 72 pb, respectivamente (véase gráfico 1.4). Sin embargo, en términos acumulados, se registraron aumentos de 33 y 6 pb para las referencias a tres y cinco años, mientras que la referencia a diez años experimentó un descenso de 27 pb.

En general, el proceso de convergencia de rentabilidades en la zona del euro sigue siendo casi total. Así, el diferencial con el bono alemán a diez años se situó, en media, en 1 pb a favor del bono español.



## 2 MERCADO PRIMARIO DE DEUDA DEL ESTADO



## 2 Mercado primario de deuda del Estado

El año 2005 se ha desarrollado de forma favorable para la financiación del Estado. El saldo de caja por operaciones no financieras alcanzó en el conjunto del año un superávit de 6.022 millones de euros, frente a los 60 millones de euros de superávit registrados el año anterior<sup>1</sup>. Este resultado, unido al incremento que registraron los saldos de tesorería, por valor de 2.018 millones de euros, y al aumento neto registrado por el resto de activos financieros, por valor de 2.118 millones de euros, ha acabado determinando una capacidad de endeudamiento del Estado igual a 1.886 millones de euros.

A pesar de ese excedente de recursos, la recomposición registrada en los pasivos financieros del Estado<sup>2</sup> ha permitido que el saldo de deuda del Estado anotada haya crecido en 5.089,2 millones de euros a lo largo de 2005. En términos de actividad en el primario, el ejercicio 2005 se ha saldado con una moderada contracción en el nivel de colocaciones brutas. En términos de costes, la tónica favorable bajo la que se ha desenvuelto la financiación del Tesoro se ha traducido en unos costes financieros inferiores a los de la media de los emisores soberanos integrados en la zona del euro.

En el presente capítulo se analizarán brevemente la evolución de los flujos de financiación del Estado y del mercado primario, la ejecución del programa de recompras de deuda y la composición del saldo de deuda anotada del Estado resultante.

### 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 2005 ha presentado un superávit de caja que ascendió a 6.022 millones de euros. El saldo primario del período ha ascendido a 17.574 millones de euros, lo que supone 3.261 millones de euros más del importe contabilizado en concepto de pago de intereses.

Como se indicaba en la introducción, el Estado ha registrado durante 2005 una capacidad de endeudamiento por un importe de 1.886 millones de euros. Sin embargo, la financiación neta captada mediante letras, bonos y obligaciones durante 2005 ha registrado un importe positivo de 5.089,2 millones de euros. Este resultado, que ha sido posible gracias a la recomposición de los pasivos financieros del Estado a favor de la deuda anotada<sup>3</sup>, sitúa la apelación neta del Tesoro mediante letras, bonos y obligaciones un 37% por debajo de la correspondiente al año anterior. De hecho, la evolución del programa de financiación aconsejó recortar en el último trimestre del año el programa de emisiones que se había anunciado para el conjunto de 2005.

La composición de la financiación neta obtenida por el Tesoro ha favorecido que se produjera una nueva extensión de la vida media del saldo de letras, bonos y obligaciones hasta 6,7 años. En concreto, este alargamiento ha tenido lugar gracias a una emisión de letras negativa

---

1. Debe observarse que, en términos de Contabilidad Nacional (SEC-95), la capacidad de financiación del Estado durante 2005 ascendió a 3.261 millones de euros. 2. A lo largo de 2005 se amortizaron préstamos del interior, así como deuda y préstamos en divisas, por un valor conjunto igual a 10.155 millones de euros. Por su parte, el capítulo de otros pasivos financieros netos aumentó en 3.179,8 millones de euros. En particular, cabe destacar la amortización anticipada por un importe igual a 2.801 millones de euros de préstamos de RENFE que el Estado había asumido en el ejercicio 2004. 3. No obstante, el Tesoro emitió también durante 2005 un bono en dólares a cinco años por un importe igual a 1.000 millones de dólares, mediante el que ha continuado manteniendo su presencia en este mercado y ha captado recursos de bancos centrales asiáticos. Obsérvese que la operación se estructuró sin que finalmente se asumiese riesgo de cambio y, en conjunto, a unos costes inferiores a los vigentes en el momento en el mercado de deuda en euros.

Año 2005

Millones de euros y %

	EMISIÓN BRUTA			AMORTIZACIÓN			EMISIÓN NETA			SALDO		
	2005	2004	%	2005	2004	%	2005	2004	%	2005	2004	%
<b>Total</b>	<b>64.961,4</b>	<b>75.598,5</b>	<b>-14</b>	<b>59.872,2</b>	<b>67.467,4</b>	<b>-11</b>	<b>5.089,2</b>	<b>8.131,1</b>	<b>-37</b>	<b>297.954,6</b>	<b>292.865,4</b>	<b>2</b>
Total letras	28.998,7	36.838,5	-21	32.692,6	38.617,0	-15	-3.693,9	-1.778,5	-108	33.293,8	36.987,8	-10
A tres meses	0,0	3.850,7	-100	773,9	4.129,9	-81	-773,9	-279,2	-177	0,0	773,9	-100
A seis meses	3.390,4	5.074,9	-33	4.677,4	4.544,1	3	-1.287,0	530,8	-342	1.719,7	3.006,7	-43
A un año	10.715,4	12.350,4	-13	12.530,3	13.317,7	-6	-1.814,9	-967,3	-88	9.583,8	11.398,7	-16
A 18 meses	14.892,8	15.562,6	-4	14.711,0	16.625,3	-12	181,8	-1.062,7	117	21.990,3	21.808,5	1
Total bonos y obligaciones	35.962,7	38.760,0	-7	27.179,6	28.850,4	-6	8.783,1	9.909,6	-11	264.660,7	255.877,6	3
A tres años	6.067,1	8.940,1	-32	1.243,0	11.848,4	-90	4.824,1	-2.908,3	266	23.903,7	19.079,6	25
A cinco años	10.407,9	11.446,8	-9	20.681,1	10.220,0	102	-10.273,2	1.226,8	-937	45.561,7	55.834,9	-18
A diez años	10.262,8	9.184,5	12	5.255,5	6.290,0	-16	5.007,3	2.894,5	73	119.648,8	114.641,5	4
A quince años	1.204,5	6.082,0	-80	—	492,0	-100	1.204,5	5.590,0	-78	43.732,8	42.528,3	3
A treinta años	8.020,4	3.106,6	158	—	—	—	8.020,4	3.106,6	158	31.813,8	23.793,4	34

FUENTE: Banco de España.

en términos netos, por un importe de 3.693,9 millones de euros en términos nominales y a una colocación neta positiva de deuda del Estado a medio y largo plazo, que ascendió a 8.783,1 millones de euros.

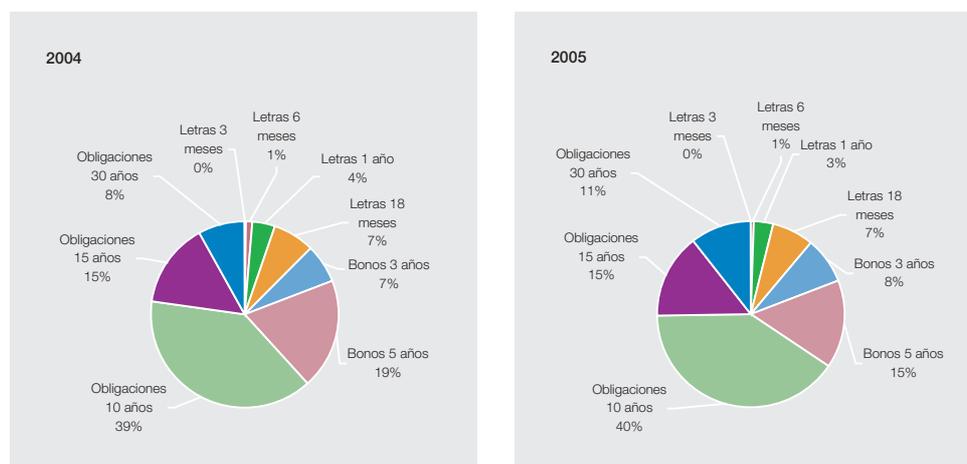
Como resultado de la política de financiación ejecutada por el Tesoro en 2005, se ha producido un crecimiento del 2% en el saldo de deuda del Estado anotada, cuyo importe nominal ascendía, al concluir ese ejercicio, a 297.954,6 millones de euros. Por lo que se refiere al nivel de actividad en el primario, la disminución del importe de amortizaciones que tenían lugar durante 2005 y las ya apuntadas menores necesidades netas de fondos han acabado determinando que la emisión bruta durante 2005 se haya contraído alrededor de un 14% en términos interanuales. En concreto, el importe de letras, bonos y obligaciones colocados ascendió, en términos nominales, a 64.961,4 millones de euros. Por lo que a costes se refiere, la financiación captada durante 2005 se situó en torno a los niveles vigentes en el mercado secundario en el momento de las subastas respectivas<sup>4</sup> y, en conjunto, a unos niveles inferiores a los de la media de los estados de la zona del euro, e incluso más ventajosos que los vigentes a finales de 2004.

## 2.2 Evolución del mercado primario

Como ya sucediera en 2004, la captación neta de fondos durante 2005 se ha caracterizado por basarse en una sobrefinanciación mediante bonos y obligaciones del Estado, a costa de una disminución del saldo de letras en circulación más acentuada.

De esta forma, el saldo de letras en circulación a finales de 2005 se contrajo un 10% en relación con el año anterior. En consecuencia, el peso del saldo vivo de letras dentro del conjunto de deuda del Estado ha caído a finales de 2005 hasta el 11,17%, desde el 12,65% que suponía en 2004. Esta contracción del saldo relativo de letras ha afectado prácticamente a todas las líneas, con la excepción de las letras a dieciocho meses, que han mantenido finalmente el

4. 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.

tamaño de su saldo vivo. El mayor nivel de amortización neta de letras ha correspondido a la línea de doce meses. La necesidad de concentrar la actividad en las líneas principales ha conducido a suspender la emisión de letras a tres meses<sup>5</sup> y a recortar sustancialmente la de letras a seis meses.

En el cuadro 2.1 puede apreciarse cómo la financiación bruta mediante letras ha experimentado en 2005 una contracción del 21% para el conjunto de las líneas. En este ejercicio la emisión bruta no llegó a alcanzar el volumen de amortizaciones, de forma que se produjo una emisión neta negativa y un descenso en el saldo vivo de letras algo más intenso que el que se había producido ya en el ejercicio 2004.

Por lo que se refiere a la financiación neta captada a medio y largo plazo, la contribución de todas las líneas ha sido positiva, salvo la de bonos a cinco años. La abultada concentración de amortizaciones durante 2005 de bonos emitidos originalmente a cinco años explica que la emisión neta en este segmento fuera fuertemente negativa, pese a que precisamente en este segmento es en el que se alcanzó el mayor nivel de emisión bruta, con un volumen de colocación en términos nominales de 10.407,9 millones de euros. A partir del mes de abril se inició la emisión de un nuevo bono a cinco años de cupón 3,25%.

Muy próximo al nivel máximo de actividad bruta del tramo de cinco años se situó el volumen de obligaciones a diez años puestas en circulación durante 2005, que alcanzó 10.262,8 millones de euros. La mayor regularidad en la emisión de obligaciones a diez años justifica que el importe emitido en términos netos (5.007,3 millones de euros) no esté demasiado distorsionado por la evolución de las amortizaciones de obligaciones a diez años y, en consecuencia, que esté en consonancia con el papel de referencia de este tramo en las emisiones del Estado. En el caso de las obligaciones a quince y a treinta años, la ausencia de amortizaciones durante el período considerado permite que las cifras de emisión bruta y neta transmitan aproximadamente información similar.

La suspensión de la línea de quince años a partir del mes de febrero explica la contracción registrada en la actividad en este segmento durante 2005. En cambio, el indicador de apelación al tramo de treinta años refleja la concentración de la actividad de emisión en el segmento más largo de la curva de rentabilidades. En efecto, el significativo crecimiento experimenta-

5. La última colocación de letras a tres meses tuvo lugar en noviembre de 2004.

Año 2005

Años, millones de euros y %								
	AÑOS DE VIDA RESIDUAL (a)	EFFECTIVO	NOMINAL RECOMPRADO	NOMINAL OFERTADO	SALDO PREVIO A LAS RECOMPRA	% DEL SALDO OFERTADO	% DEL SALDO RECOMPRADO	% REC./OFER.
Total		4.498,0	4.307,0	11.465,0	60.978,5	18,8	7,1	37,6
B-5 (4,95%)	0,3	2.532,0	2.425,0	2.505,0	10.303,0	24,3	23,5	96,8
B-3 (3,20%)	0,3	1.272,9	1.243,0	6.343,0	11.314,0	56,1	11,0	19,6
O-10 (8,80%)	0,5	107,6	100,0	240,0	3.066,0	7,8	3,3	41,7
B-5 (4,80%)	1,0	163,8	160,0	650,0	11.307,0	5,7	1,4	24,6
O-10 (7,35%)	1,4	63,3	57,0	499,0	3.654,0	13,7	1,6	11,4
O-10 (6%)	2,3	358,4	322,0	820,0	17.088,0	4,8	1,9	39,3
O-15 (8,20%)	3,9	0,0	0,0	408,0	4.246,5	9,6	0,0	0,0

FUENTE: Banco de España.

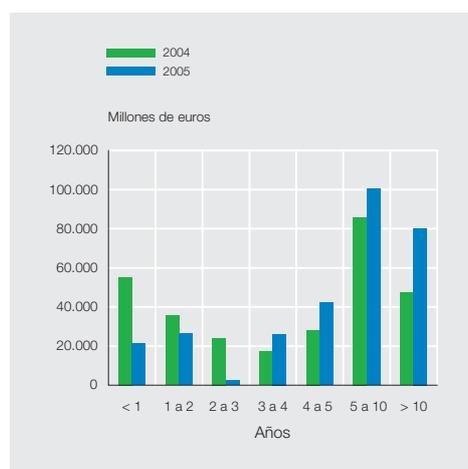
a. Tras la última recompra del período.

do por las emisiones a treinta años durante 2005 ha permitido que el saldo vivo de estas obligaciones creciera un 34% en relación con el de finales de 2004. En este sentido, cabe destacar la significativa contribución resultante de la sindicación de una nueva obligación a treinta años de cupón 4,20% que tuvo lugar en enero, mediante la que se colocaron 6.000 millones de euros en términos nominales. Esta colocación de deuda ha supuesto la emisión de mayor volumen y plazo que ha realizado hasta el momento el Tesoro.

En conjunto, el saldo de bonos y obligaciones suponía, al concluir 2005, el 88,8% de la deuda del Estado (véase gráfico 2.1). En consonancia con el interés que ha venido ofreciendo en el pasado reciente la emisión a largo plazo, las obligaciones constituyen cerca del 74% de ese saldo de emisiones originalmente a medio y largo plazo. A este respecto, debe tenerse en cuenta que la política de fomento de la liquidez en el primario favorece más la acumulación de saldo vivo en las referencias más largas. En este sentido, cabe observar el crecimiento del saldo vivo con que se cerró la emisión de las últimas obligaciones a diez años: mientras la obligación de cupón 4,20% alcanzó 10.225,2 millones de euros tras su última subasta en 2003, la de cupón 4,40% acumulaba 14.411,7 millones de euros al abandonarse en 2005. La nueva obligación a diez años abierta en septiembre tiene un cupón igual a 3,15%.

La ejecución del programa de financiación de 2005 se ha materializado a través de un total de 47 subastas, sus correspondientes segundas vueltas y la sindicación de la obligación a treinta años. La suspensión de la obligación a 15 años y la contracción en la emisión de letras de más corto plazo han permitido reducir en 16 el número de subastas realizadas durante 2005, en relación con las 63 efectuadas en 2004.

En términos medios, la ratio de cobertura de las subastas ha evidenciado la relación negativa con el plazo de los instrumentos subastados, en coherencia con su distinto nivel de riesgo de mercado y sus diferentes exigencias de colocación. Así, la ratio de cobertura media se situó en 2,8 para las letras a doce meses, mientras la correspondiente a obligaciones a diez años fue 1,7. Constituye una excepción a esta tónica la ratio de cobertura media de obligaciones a treinta años, que se situó en 2,2, evidenciando el interés que ha tenido la deuda a más largo plazo en la reciente coyuntura de bajas rentabilidades. El éxito de la sindicación de la nueva obligación a treinta años confirma este mismo hecho.



FUENTE: Banco de España.

### 2.3 Recompas de deuda

Durante 2005, 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 en tres sesiones repartidas en los meses de abril y de octubre. 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 2005 ascendió a 4.307,0 millones de euros, ligeramente superior al registrado en 2004.

El cuadro 2.2 resume las operaciones de recompra efectuadas en 2005. En el mismo, cabe establecer una clara dicotomía en cuanto a las referencias que han sido objeto de amortización anticipada. Por un lado, están los bonos de cupón 3,20% y 4,95% o la obligación de cupón 8,80%, 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 atendido fundamentalmente a las distorsiones de cotización que presentaban los bonos en cuestión en el mercado secundario. En relación con el desarrollo de ambas clases de recompras, cabe observar que las mayores ofertas para su amortización se concentraron en los bonos de cupón 3,20% y 4,95%. La mayor coincidencia de intereses entre oferentes y Tesoro tuvo lugar en la segunda referencia, a juzgar por la ratio de recompras sobre ofertas, que alcanzó 96,2%. En el extremo contrario, las condiciones de la oferta en la subasta correspondiente a la obligación 8,20% determinaron que acabase declarándose desierta. El gráfico 2.2 refleja el perfil de amortizaciones al que se enfrentaba el Tesoro a la conclusión del ejercicio 2005.



### 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 se situó, en 2005, en 22,2 billones de euros, lo que supuso una reducción de 2,8% en relación con los volúmenes contratados en el año inmediatamente anterior. Este retroceso pone fin a un período de cinco años en que la contratación ha venido creciendo a un ritmo anual medio de 12,6%.

Esta caída se ha producido tanto en el tramo de titulares, cuya negociación se redujo en un 0,5%, como en el tramo de terceros, cuya contratación descendió un 4%. Así, la proporción entre estos dos ámbitos de negociación se mantiene estable: la negociación entre titulares es aproximadamente la mitad de la realizada en el segmento de terceros.

Como en ediciones anteriores de esta Memoria, conviene realizar dos precisiones sobre la información estadística de 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 se incluye la negociación de deuda pública realizada en el ámbito bursátil, ya que, además de ser muy escasa, suele tratarse de operaciones extrabursátiles que únicamente se introducen en el sistema para su registro y liquidación.

El desglose de la contratación de 2005 entre los distintos instrumentos negociados sigue la pauta de años anteriores, de forma que la negociación de letras supuso un 10% del total negociado, mientras que la realizada con bonos y obligaciones alcanzó un 88,8% y la cruzada con instrumentos segregados se situó en el 1,2%. Estos porcentajes son el resultado de una paulatina pérdida de importancia cuantitativa de las letras del Tesoro y de los principales y cupones segregados, a favor de los bonos y obligaciones.

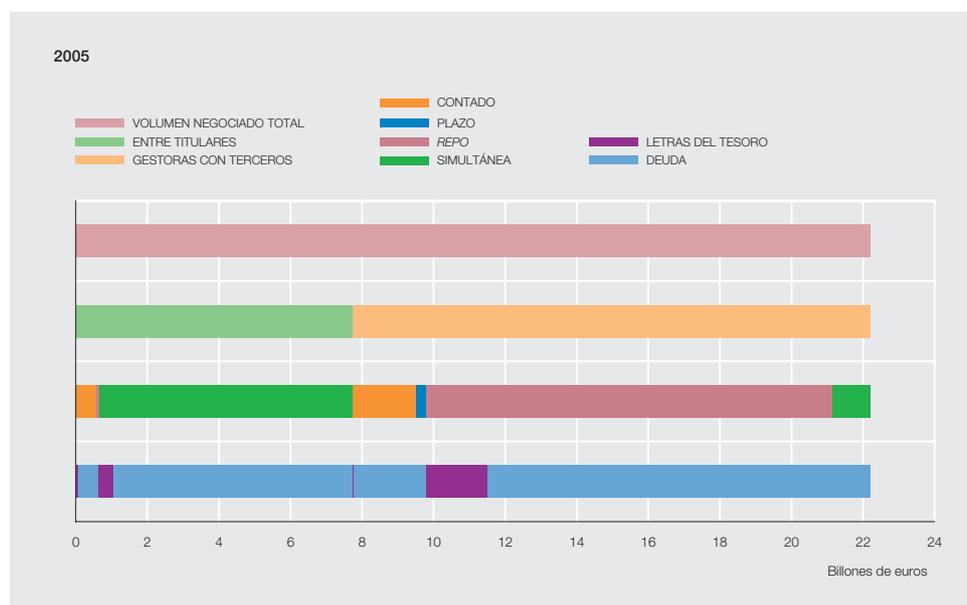
En 2005 las operaciones *repo* acumularon el 51,5% de la contratación total, mientras que las simultáneas representaron el 34,2%. Muy alejadas en importancia relativa se situaron las operaciones al contado, con una cuota del 10,5%, y las operaciones a plazo, con una participación del 0,4%. Aunque respecto al año anterior se han registrado ligeras variaciones, se puede afirmar que, en los años recientes y de forma aproximada, las operaciones temporales representan nueve décimas partes de la negociación, mientras que las operaciones simples suponen el resto.

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 contratados<sup>1</sup>.

#### 3.2 Negociación entre titulares

La negociación entre titulares, que alcanzó 7,7 billones de euros, se redujo un 0,5% en 2005. Esta variación es el reflejo de la caída de un 0,6% en la contratación con bonos y obligaciones, que representó, con sus 7,2 billones de euros, el 93,6% de la negociación entre titulares. Los volúmenes cruzados con el resto de instrumentos son muy escasos: casi medio billón de euros con letras del Tesoro y 24 mm de euros con principales y cupones segregados.

<sup>1</sup> 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.

Por tipo de operación, en 2005 solamente hay que reseñar la caída de la negociación al contado, cifrada en un 11,5%, y el mantenimiento de las operaciones simultáneas, que registraron un muy ligero avance. Las variaciones observadas en las operaciones a plazo y en las operaciones *repo* carecen de importancia, pues su negociación es muy reducida.

Con estas evoluciones, al igual que en los años inmediatamente anteriores, las operaciones simultáneas siguen ganando peso porcentual y en 2005 ya acumulan el 91,7% de la negociación entre titulares. Por el contrario, las operaciones al contado, con una cuota del 7,3%, y las operaciones *repo*, con el 0,9%, siguen perdiendo importancia.

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 2004; por su parte, el cuadro 3.2 muestra las cuotas de negociación para los años 2004 y 2005.

NEGOCIACIÓN ENTRE TITULARES

CUADRO 3.1

Año 2005

	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL	
	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2004 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2004 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2004 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2004 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2004 (%)
Total	564,2	-11,5	9,8	-7,5	69,7	-27,6	7.100,7	0,9	7.744,4	-0,5
Letras del Tesoro	82,4	-2,9	0,1	-74,2	0,4	-79,9	401,2	4,1	484,1	2,5
Bonos y obligaciones	479,2	-12,8	9,5	-2,1	69,3	-26,5	6.678,5	0,7	7.236,5	-0,6
Principales y cupones	2,6	-15,9	0,2	-60,5	—	—	21,0	-1,6	23,8	-4,6

FUENTE: Banco de España.

%	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005
	Total	8,2	7,3	0,1	0,1	1,2	0,9	90,4	91,7	100,0
<i>Letras del Tesoro</i>	1,1	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	5,0	5,2	6,1	6,3
<i>Bonos y obligaciones</i>	7,1	6,2	0,1	0,1	1,2	0,9	85,2	86,2	93,6	93,4
<i>Principales y cupones</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	—	—	0,3	0,3	0,3	0,3

FUENTE: Banco de España.

a. Porcentajes sobre la negociación total entre titulares.

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 este gráfico sirven de apoyo a la lectura del resto de esta 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 se ha dicho anteriormente, la contratación al contado experimentó un retroceso del 11,5% en 2005, al pasar desde 637 mm de euros en 2004 a 564 mm en 2005. Esta variación es necesariamente paralela a la observada en la negociación con bonos y obligaciones —pues esta supone el grueso de la contratación—, que, con un descenso del 12,8%, pasó de 549 mm de euros en 2004 a 479 mm en 2005.

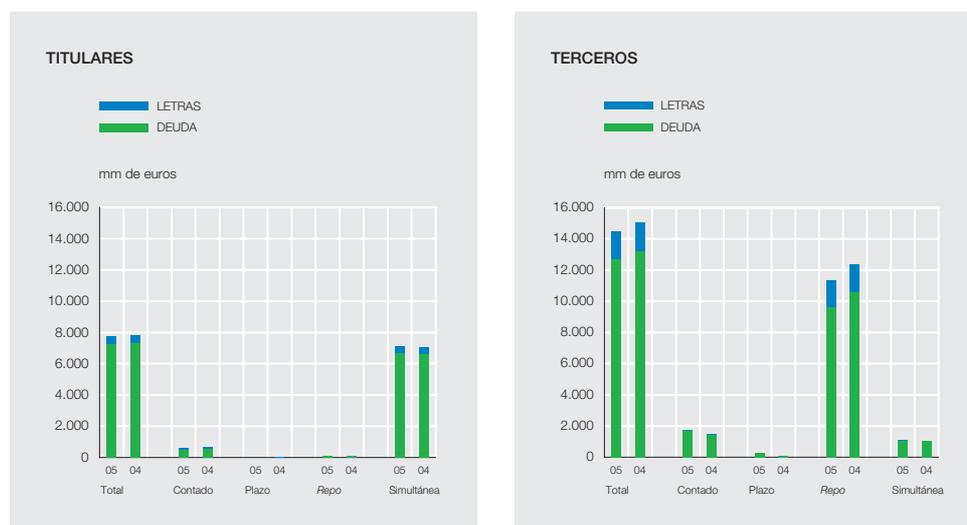
La concentración de la negociación al contado de bonos y obligaciones en unas pocas emisiones se mantuvo en niveles similares a los observados en el año 2004. En efecto: en el pasado 2004, en las seis emisiones que recogieron mayor actividad se concentró aproximadamente el 45% del citado mercado, mientras que en 2005 esa cifra ha ascendido al 46%. En concreto, estas seis emisiones fueron, por orden de importancia, la obligación con cupón 4,40% y vencimiento en enero de 2015, que acumuló casi la sexta parte de la contratación, el bono con cupón 3,25% y vencimiento en julio de 2010, el bono con cupón 3% y vencimiento en julio de 2007, la obligación con cupón 4% y vencimiento en enero de 2010, el bono con cupón 4,25% y vencimiento en octubre de 2007, y la obligación con cupón 3,15% y vencimiento en enero de 2016.

Por su parte, la negociación al contado de letras del Tesoro se redujo un 2,9% en 2005, puesto que pasó desde 84,8 mm de euros en 2004 a 82,4 mm en 2005. Finalmente, los volúmenes cruzados con instrumentos segregados descendieron, hasta situarse en tan solo 2,8 mm de euros en 2005.

### 3.2.2 OPERACIONES SIMULTÁNEAS

En 2005 la negociación de operaciones simultáneas entre titulares registró un muy ligero avance (0,9%) y se situó en 7,1 billones de euros, de los que 6,7 billones se realizaron con bonos y obligaciones. La contratación restante se cruzó fundamentalmente con letras del Tesoro (401 mm de euros), puesto que los volúmenes cruzados con principales y cupones segregados continuaron siendo muy bajos (21 mm de euros).

En 2005 este tipo de operativa acumuló el 91,7% de la contratación entre titulares, ganando algo más de un punto porcentual respecto a su cuota de 2004, y, en concreto, las realizadas con bonos y obligaciones supusieron el 86,2 % de dicha negociación.



FUENTE: Banco de España.

### 3.3 Negociación con terceros

La negociación con terceros, que experimentó un descenso del 4%, totalizó un volumen de 14,5 billones de euros en 2005. Al igual que en el segmento de titulares, si bien en menor medida, la actividad se concentra en las operaciones con bonos y obligaciones, las cuales, con una contratación de 12,5 billones, registraron la misma caída del 4%.

Por su parte, los volúmenes cruzados con letras del Tesoro sumaron 1,7 billones de euros, lo que supuso un retroceso del 3,1% respecto a la negociación observada en 2004. Finalmente, la contratación con principales y cupones segregados se situó en 239 mm de euros.

La concentración de la contratación en la deuda a medio y largo plazo se situó, en el pasado año 2005, en niveles idénticos a los registrados en 2004. Así, el peso porcentual de la negociación de bonos y obligaciones se situó en el 86,3%, el de las letras del Tesoro fue del 12% y, por último, el de los instrumentos segregados siguió en el 1,7%.

En relación con el tipo de operaciones, las operaciones simples experimentaron avances, ya que las operaciones al contado crecieron un 17,7% y las operaciones a plazo se triplicaron, si bien desde volúmenes muy reducidos; por el contrario, las operaciones temporales registraron caídas, del 8,4% en el caso de los *repos* y del 0,8% en el caso de las simultáneas.

A pesar de estas variaciones, las operaciones *repo*, que en 2005 perdieron cuatro puntos porcentuales de cuota de negociación, continúan siendo las más importantes en este ámbito, ya que suponen el 78,4% de la negociación. Por su parte, las operaciones al contado, con un aumento de cuota de algo más de dos puntos porcentuales, acumularon el 12,2% de la negociación, mientras que las simultáneas y las operaciones a plazo representaron el 7,3% y el 2%, respectivamente.

El resto de la sección se dedica a las descripciones, en primer lugar, de la operativa al contado, y, en segundo, de la contratación en *repo* y en simultáneas. Los cuadros 3.3 y 3.4 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 2004 y 2005.

Año 2005

	mm de euros y %									
	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL	
	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2004 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2004 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2004 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2004 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2004 (%)
Total	1.764,2	17,7	291,8	185,7	11.336,7	-8,4	1.060,7	-0,8	14.453,4	-4,0
<i>Letras del Tesoro</i>	32,9	9,2	0,2	-4,3	1.709,1	-3,4	2,9	62,0	1.745,1	-3,1
<i>Bonos y obligaciones</i>	1.725,7	17,9	291,5	186,8	9.394,5	-9,3	1.057,2	-0,9	12.468,9	-4,0
<i>Principales y cupones</i>	5,6	-9,8	0,1	-66,2	233,1	-7,7	0,6	-4,6	239,4	-7,9

FUENTE: Banco de España.

### 3.3.1 OPERACIONES SIMPLES AL CONTADO

La contratación al contado, que alcanzó 1.764 mm de euros y experimentó un aumento del 17,7% en 2005, se realizó, casi exclusivamente, con bonos y obligaciones, ya que los volúmenes cruzados con este tipo de instrumentos se situaron en 1.726 mm. Los importes negociados con las letras del Tesoro y con deuda segregada son, por tanto, necesariamente reducidos: 33 mm y 6 mm, respectivamente.

En la negociación de letras del Tesoro, las entidades gestoras dieron contrapartida en nombre propio a sus clientes en el 96% de los volúmenes contratados. Este porcentaje es inferior en el caso de los bonos y obligaciones (un 85%) y de los instrumentos segregados (un 82%). En la mayoría de la negociación restante, las entidades se limitaron a registrar operaciones comunicadas por las partes contratantes. La mayor relevancia de este tipo de intermediación —el registro por orden conjunta de las partes— en la negociación de deuda a medio y largo plazo se explica por la mayor presencia de inversores institucionales y de no residentes en este segmento del mercado.

Además, es en la negociación de bonos y obligaciones, registrada por orden conjunta de las partes, cuando el volumen medio por operación es más alto. En concreto, dicho importe asciende a 16,5 millones de euros, mientras que en el caso de las operaciones en las que las entidades dan contrapartida en nombre propio el volumen medio se sitúa en 13,8 millones de euros.

Al igual que lo reseñado en relación con la contratación al contado entre titulares, la negociación con terceros también muestra una elevada concentración: las seis emisiones más negociadas durante 2005 acumularon el 48% de los volúmenes cruzados.

### 3.3.2 OPERACIONES REPO Y SIMULTÁNEAS

En 2005, la negociación en operaciones *repo* con terceros, que alcanzó 11,3 billones de euros, cayó un 8,4% en relación con la contratación registrada en el año inmediatamente anterior. A pesar de ello, esta operativa sigue siendo la más relevante desde un punto de vista meramente cuantitativo, ya que representa el 78% de la negociación con terceros.

Con bonos y obligaciones se cruzó el 83% de los volúmenes negociados en *repo*; con letras del Tesoro se negoció el 15%, mientras que el 2% restante se instrumentó con principales y cupones segregados.

En la negociación de *repos*, las gestoras dan contrapartida en nombre propio en casi la totalidad de los volúmenes cruzados: de las más de tres millones de operaciones *repo* con terceros registradas durante 2005, tan solo cinco no correspondían a la operativa mencionada.

%	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005
	Total	10,0	12,2	0,7	2,0	82,3	78,4	7,1	7,3	100,0
<i>Letras del Tesoro</i>	0,2	0,2	0,0	0,0	11,7	11,8	0,0	0,0	12,0	12,1
<i>Bonos y obligaciones</i>	9,7	11,9	0,7	2,0	68,8	65,0	7,1	7,3	86,3	86,3
<i>Principales y cupones</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	1,6	0,0	0,0	1,7	1,7

FUENTE: Banco de España.

a. Porcentajes sobre la negociación total con terceros.

La negociación en operaciones simultáneas, realizada casi totalmente con bonos y obligaciones, cayó un 0,8 % en 2005 respecto a la observada en 2004 y se situó en 1,1 billones de euros. Debido a que esta caída ha sido inferior a la registrada en la negociación de terceros, la contratación en simultáneas ganó importancia cuantitativa en 2005 y pasó a suponer el 7,3% del total.

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 el volumen medio de una operación *repo* con bonos y obligaciones se situó en 2005 en algo más de 4 millones de euros, el tamaño medio de una operación simultánea superó los 50 millones de euros.

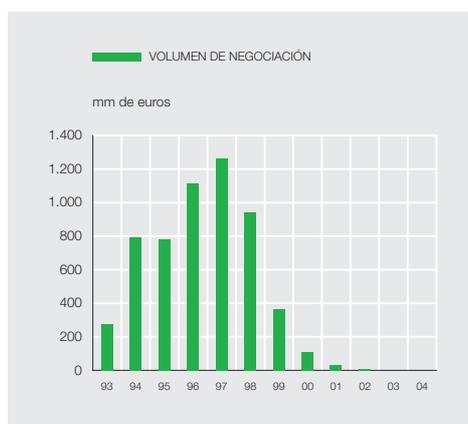
### 3.4 Mercados derivados

En 2005, los mercados europeos de productos derivados de la deuda pública<sup>2</sup> se comportaron de forma muy similar al año anterior, continuando la concentración de la actividad en el mercado alemán, que sigue abarcando el 97% del volumen total negociado.

Como ha ocurrido en los últimos años, la contratación de estos instrumentos en EUREX siguió aumentando, aunque de forma mucho más acusada que en el ejercicio previo. Así, en 2005 alcanzó un volumen de negociación un 18% superior al de 2004, tras un incremento en dicho año, con respecto a 2003, del 2%. Euronext.liffe, por su parte, vio aumentar su actividad en este segmento un 26%, frente al 42% 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 48% 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 notable avance tanto en EUREX, con un incremento del volumen negociado del 31%, como en Euronext.liffe, que experimentó un aumento del 26%.

2. Mientras en MEFF el único contrato derivado de deuda pública es el futuro sobre el bono nomenclal 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 y opción sobre deuda pública inglesa a largo plazo, así como futuros sobre deuda pública japonesa a largo plazo.



FUENTE: MEFF.

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 2005 de solo 4,6 millones de euros, lo que supone un 52% menos de negociación que en 2004, año en el que el volumen ya era muy reducido. La posición abierta también experimentó una caída muy pronunciada, finalizando el año en 0,2 millones de euros, cifra un 60% inferior a la de 2004.



#### 4 DISTRIBUCIÓN DE SALDOS POR GRUPOS DE AGENTES



## 4 Distribución de saldos por grupos de agentes

### 4.1 Distribución de saldos vivos

En 2005 se redujeron los saldos vivos de letras del Tesoro en 3,7 mm de euros y los de instrumentos segregados en 1,4 mm, mientras que los correspondientes a bonos y obligaciones aumentaron en 10,2 mm<sup>1</sup>.

El gráfico 4.1 muestra, tanto para 2004 como para 2005, 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 253,1 mm de euros, los correspondientes a letras del Tesoro y a instrumentos segregados se sitúan, respectivamente, en 33,3 mm y 20,7 mm. Esta mayor importancia cuantitativa es la explicación de la mayor atención que se presta en este capítulo a la distribución de los saldos de bonos y obligaciones.

En lo que se refiere a este tipo de instrumentos, la variación más significativa, al igual que en 2004, es el notable aumento (9,9 mm de euros) de la cartera registrada de los inversores no residentes, que a finales de 2005 eran propietarios del 46% del saldo vivo de bonos y obligaciones. Por tanto, sigue siendo el grupo de los no residentes el mayor inversor en este tipo de activos.

Tras esta variación, los cambios más significativos son, en primer lugar, el incremento de 5,3 mm de euros en las carteras de las Administraciones Públicas (explicado básicamente por las compras de la Seguridad Social para el Fondo de Reserva), y, en segundo lugar, la reducción en 4,8 mm registrada en las tenencias del sistema crediticio.

Por su parte, los inversores institucionales, que constituyen el segundo grupo de agentes con mayores tenencias de deuda, aumentaron sus carteras de bonos y obligaciones en 2 mm, con lo que sus tenencias representaban a finales de 2005 un 25,8% del saldo vivo.

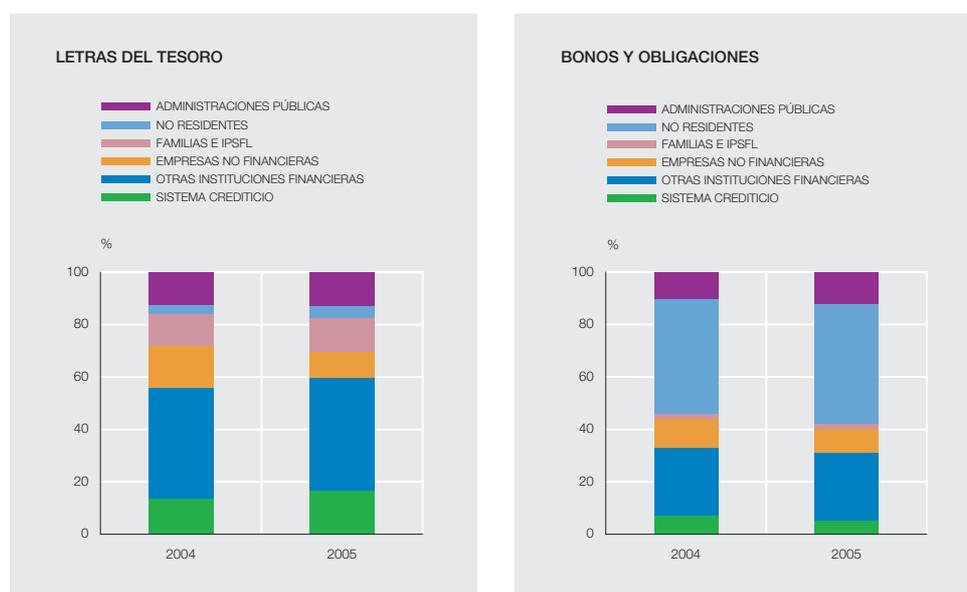
Al igual que en el año 2004, en el pasado 2005 lo más significativo en relación con la distribución de los saldos de letras del Tesoro es que no se produjeron variaciones reseñables. Cabe recordar que los inversores institucionales, propietarios del 43,2 % del saldo vivo, son el grupo inversor cuantitativamente más importante en este tipo de instrumentos.

Por último, en lo que se refiere a los instrumentos segregados, se puede reseñar el hecho de que los no residentes incrementaron sus tenencias en 2 mm de euros y a finales de 2005 tenían la propiedad del 32,4% del saldo de este tipo de activos. A pesar de ello, son los inversores institucionales, especialmente los fondos de inversión y las empresas de seguros, el

---

1. Las cifras de saldos de bonos y obligaciones facilitadas en este capítulo no han de coincidir necesariamente con las recogidas en el capítulo 2, 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.

## DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL DE SALDOS REGISTRADOS



FUENTE: Banco de España.

grupo inversor más importante en este ámbito, puesto que dominaban al cierre del ejercicio anterior el 52% 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.

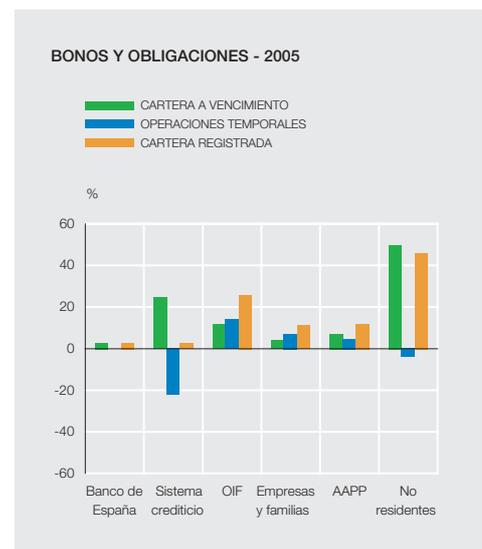
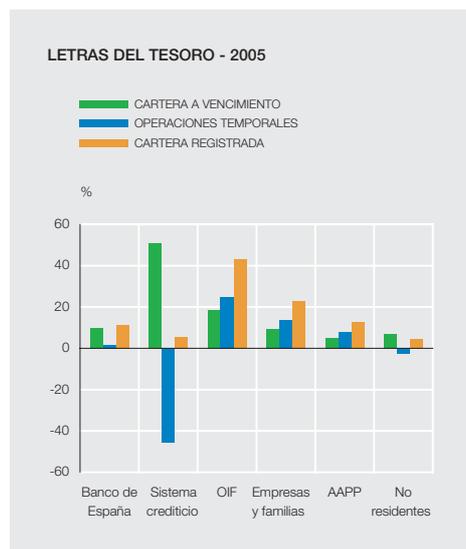
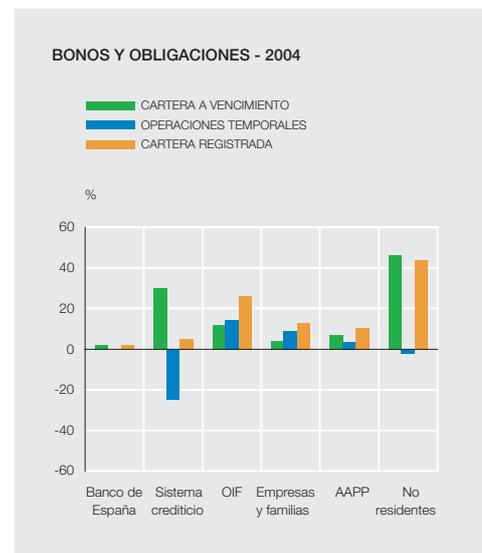
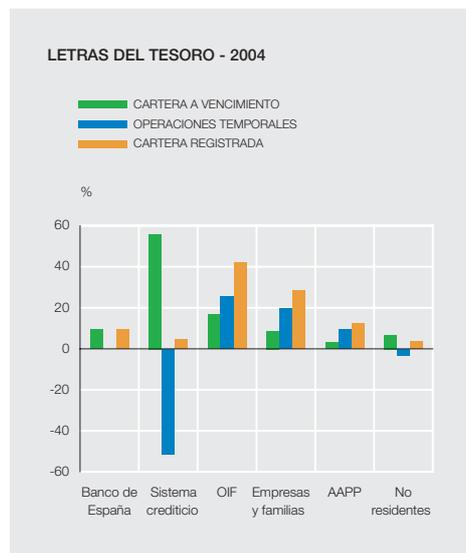
En efecto: por un lado, el sistema bancario, que actúa como intermediario, mantiene grandes carteras a vencimiento, que refinancia mediante operaciones temporales con otras instituciones financieras, empresas, familias y, desde febrero de 2001, con el Tesoro; por otro lado, los inversores no residentes 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 14,8% en 2005 y se situaron en 5.222 millones de euros. Al igual que en los dos años anteriores, este avance es el resultado del aumento de los saldos registrados de bonos y obligaciones, cifrado en un 27,7%, y del descenso de los correspondientes a letras del Tesoro, que cayeron un 1,4%.

Al final de 2005, los saldos de bonos y obligaciones ascendían a 3.237 millones de euros y representaban el 62% de los saldos mantenidos en las Cuentas Directas del Banco de España, cuatro puntos porcentuales más que en 2004. Por su parte, las tenencias de letras del Tesoro mantenidas en este sistema, que se situaban en 1.985 millones de euros, completaban el 38% restante.

ANÁLISIS POR INVERSIONES



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.

Con estas cifras, el Banco de España era, al cierre de 2005, la novena entidad gestora por tamaño de los saldos registrados, posición que ya ocupaba un año antes. En el caso de las letras del Tesoro, era la segunda entidad con saldos registrados a favor de terceros, mientras que, en el caso de los bonos y obligaciones, se encontraba en la undécima plaza.







## 5 Otros emisores

En el año 2005 se produjo un incremento de 1.031 millones de euros en el saldo de deuda anotada de otros emisores en la Central de Anotaciones, gracias tanto a las emisiones netas de las Comunidades Autónomas como a las realizadas por otras instituciones públicas. Sin embargo, este crecimiento del saldo vivo no se reflejó en el volumen de la operativa del mercado secundario, que se redujo en un 1,6% con respecto al del año anterior. Esto se debió, fundamentalmente, a la caída en la operativa en el mercado de gestoras con terceros (tanto al contado como en *repo*), actividad que concentra el grueso de la negociación del mercado.

### 5.1 Mercado primario

El saldo de deuda neta de Comunidades Autónomas y otras instituciones públicas anotado en la Central de Anotaciones era de 16.796 millones de euros al cierre de 2005, lo que representaba un incremento de 1.031 millones de euros con respecto al ejercicio anterior. Este crecimiento se ha apoyado tanto en el aumento de los saldos anotados de las Comunidades Autónomas en 922 millones de euros como en el incremento de 109 millones de euros registrado en los saldos de otras instituciones públicas (véase cuadro 5.1).

El resultado anterior fue consecuencia de un volumen de emisión bruta de deuda autonómica y de otras instituciones públicas en la Central de Anotaciones de 3.001 millones de euros a lo largo de 2005, superior a los 1.970 millones de euros que alcanzaron las amortizaciones. El 84% de las emisiones brutas reflejadas en el cuadro 5.1 correspondió a las Comunidades Autónomas.

La emisión neta de Comunidades Autónomas de 922 millones de euros supuso un aumento de un 66% con respecto a la del año anterior. Destaca el crecimiento registrado por la Comunidad de Baleares, que aumentó significativamente su financiación neta en el mercado, ya que, si en 2004 su emisión neta era nula, en 2005 se situó en 320 millones de euros. De esta forma, se convirtió en 2005 en la Comunidad Autónoma que mayor emisión neta realizó. También contribuyeron positivamente a este crecimiento la Junta de Galicia, que emitió 280 millones de euros netos (un 27% más que en 2004); la Comunidad de Madrid, con una emisión neta de 228 millones de euros (un 63% más que en el ejercicio anterior), y la Comunidad Canaria, con una emisión neta de 128 millones de euros (un 16% mayor que en 2004). Por su parte, el saldo anotado por cuenta de la Comunidad de Castilla-La Mancha disminuyó en 50 millones de euros. Finalmente, la emisión neta en 2005 de Aragón, Cantabria, Castilla y León, Murcia, Navarra y Valencia fue nula.

Por volumen de emisión bruta, la Junta de Andalucía fue la Comunidad Autónoma que emitió un mayor volumen en 2005. A pesar de que sus emisiones se elevaron a 1.267 millones de euros, la emisión neta de Andalucía fue de solo 16 millones de euros, dado que debió afrontar amortizaciones de deuda por importe de 1.251 millones de euros.

En cuanto al resto de instituciones públicas con deuda registrada en la Central de Anotaciones, el Instituto de Crédito Oficial (ICO) disminuyó su saldo anotado en 324 millones de euros, situándose en 1.091 millones de euros al cierre del ejercicio. Por su parte, el saldo de deuda que mantenía la Red Nacional de Ferrocarriles Españoles (RENFE) se incorporó en 2005 a la Central de Anotaciones. Dicha incorporación tuvo como consecuencia que el saldo de deuda anotada al cierre de 2005 aumentara en 433 millones de euros, pese a que la deuda de RENFE disminuyó a lo largo del año en 60 millones, fruto de las amortizaciones que se registraron. Finalmente, la deuda anotada del Instituto Nacional de Industria (INI),

Mercado primario. Año 2005

Millones de euros

	SALDO EN CIRCULACIÓN 31.12.2004	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN 31.12.2005
<b>Total</b>	<b>15.765</b>	<b>3.001</b>	<b>1.970</b>	<b>1.031</b>	<b>16.796</b>
Comunidades Autónomas	14.050	2.508	1.586	922	14.972
<i>Andalucía</i>	4.681	1.267	1.251	16	4.697
<i>Aragón</i>	426	—	—	—	426
<i>Baleares</i>	166	320	—	320	486
<i>Canarias</i>	640	155	27	128	768
<i>Cantabria</i>	50	—	—	—	50
<i>Castilla y León</i>	593	—	—	—	593
<i>Castilla-La Mancha</i>	538	—	50	-50	488
<i>Galicia</i>	2.058	400	120	280	2.338
<i>Madrid</i>	3.536	228	—	228	3.764
<i>Murcia</i>	367	—	—	—	367
<i>Navarra</i>	641	138	138	—	641
<i>Valencia</i>	354	—	—	—	354
Otras instituciones públicas	1.715	493	384	109	1.824
<i>ICO</i>	1.415	—	324	-324	1.091
<i>INI</i>	120	—	—	—	120
<i>RTVE</i>	180	—	—	—	180
<i>RENFE (a)</i>	0	493	60	433	433

FUENTE: Banco de España.

a. El saldo de deuda se traspasó a la Central de Anotaciones en 2005. Por ello, las cifras de emisión bruta y neta reflejan el efecto de dicho traspaso y no la actividad emisora de RENFE durante 2005.

así como la registrada por Radiotelevisión Española (RTVE), no varió durante el ejercicio 2005.

## 5.2 Mercado secundario

En 2005, el volumen negociado de deuda de Comunidades Autónomas y otras instituciones públicas en el mercado secundario ascendió a 71.704 millones de euros, lo que representa un descenso del 1,6% con respecto al año anterior.

Esta disminución tuvo lugar en los dos segmentos de negociación del mercado. Por un lado, el volumen de negociación entre titulares de cuenta de la Central de Anotaciones alcanzó los 370 millones de euros en 2005, en comparación con los 577 observados en 2004, lo que supone una reducción de casi un 36%; por otra parte, la cifra de contratación en el ámbito de terceros fue de 71.334 millones de euros, es decir, un 1,3% menos que el año anterior, en el que la negociación alcanzó los 72.297 millones de euros.

Del volumen total negociado por el conjunto del mercado en 2005, un 87,9% correspondió a la operativa con bonos y obligaciones de Comunidades Autónomas, un 10,5% a la negociación de pagarés y, finalmente, el 1,6% restante a la realizada con bonos y obligaciones de otras instituciones públicas. En cuanto a su evolución en 2005, la disminución de la contratación total se produjo en la operativa con bonos y obligaciones de Comuni-

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
2004	72.874	577	407	150	—	20	72.297	5.456	80	66.711	51
<b>Total 2005</b>	<b>71.704</b>	<b>370</b>	<b>242</b>	<b>118</b>	<b>—</b>	<b>10</b>	<b>71.334</b>	<b>4.992</b>	<b>4</b>	<b>66.338</b>	<b>—</b>
Bonos y obligaciones											
<i>De CCAA</i>	63.010	339	213	118	—	8	62.671	4.364	—	58.307	—
<i>De otras instituciones públicas</i>	1.176	14	12	—	—	2	1.162	128	—	1.034	—
Pagarés	7.518	17	17	—	—	—	7.501	500	4	6.997	—

FUENTE: Banco de España.

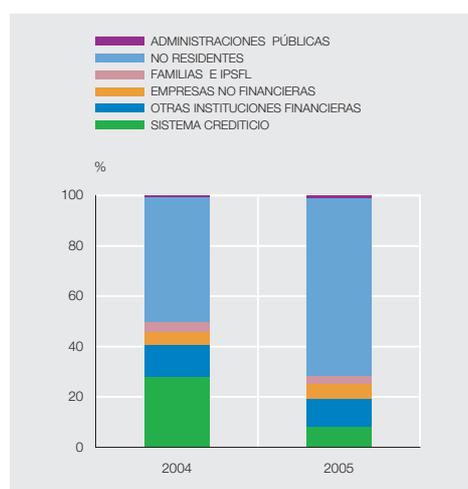
a. Los volúmenes negociados con anterioridad a 1993 son muy poco significativos, lo que es consecuencia del escaso volumen en circulación de deuda de Comunidades Autónomas y otras instituciones públicas en ese período.

dades Autónomas y de otras instituciones públicas, que registraron descensos respectivos del 9,3% y del 10,4%, quedando sus cifras absolutas en 63.010 y 1.176 millones de euros. Por el contrario, el volumen de contratación de pagarés registró un notable crecimiento (un 254,8% respecto a las cifras del ejercicio anterior) y alcanzó los 7.518 millones de euros.

A la disminución de la operativa entre titulares de cuenta contribuyeron los tres segmentos de contratación, destacando la reducción de la operativa con bonos y obligaciones autonómicos, la cual se redujo en un 36,6%, desde 535 millones de euros hasta 339 millones de euros. También disminuyó significativamente la contratación entre titulares con pagarés, que lo hizo en un 32%, así como la realizada a través de bonos y obligaciones de otras instituciones públicas, que descendió un 17,6%, si bien en ambos casos, en términos absolutos, representan cifras mucho menos relevantes.

La contratación al contado constituye el importe más significativo dentro de la operativa entre titulares de cuenta de bonos y obligaciones autonómicos. Su importe en 2005 se situó en 213 millones de euros, lo que representa un descenso del 41,6% con respecto al ejercicio anterior. Por otra parte, la contratación a plazo entre titulares y la negociación de simultáneas redujeron sus importes y registraron descensos del 21,3% y del 60%, respectivamente, si bien en ambos casos sus cifras son comparativamente menores en términos absolutos.

## DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL DE SALDOS REGISTRADOS



FUENTE: Banco de España.

Por otra parte, el grueso de la actividad del mercado secundario de otros emisores continúa centrado en el segmento de gestoras con terceros. Su volumen de contratación en 2005 ascendió a 71.334 millones de euros, lo que representa un 99,5% de la contratación total.

La negociación entre gestoras y terceros se lleva a cabo principalmente en operaciones *repo*. En el año 2005, el volumen de operaciones *repo* cruzadas entre las gestoras y sus clientes se elevó a 66.338 millones de euros, lo que supone un ligero descenso (del 0,6%) respecto a 2004. Un año más, esta negociación se concentró en la operativa con bonos y obligaciones de Comunidades Autónomas, que alcanzó los 58.307 millones de euros —un 87,9%—, con un descenso del 9,3% con respecto al año anterior. Esta caída, sin embargo, fue contrarrestada por el dinámico crecimiento mostrado por la operativa en *repo* de los pagarés, que se multiplicó por más de cuatro en 2005. En el caso de los *repos* instrumentados con bonos y obligaciones de otras instituciones públicas, el volumen cruzado descendió un 2% en 2005.

Por su parte, la operativa al contado entre gestoras y terceros representó únicamente un 7% del total de este segmento de mercado y disminuyó un 8,5%, quedando en 2005 en 4.992 millones de euros.

### 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 institucionales refleja, al cierre del ejercicio 2005, un cambio significativo con respecto al perfil de los últimos años y, en concreto, al del cierre del ejercicio anterior, como se observa en el gráfico 5.1. Este cambio ha consistido, principalmente, en el considerable crecimiento del peso de la inversión de los no residentes, que poseen, al cierre de 2005, un 70% del saldo total, frente al 49% que mantenían al final del ejercicio precedente.

Al mismo tiempo, ha tenido lugar una importante rebaja en las posiciones del sistema crediticio, que se redujeron hasta el 8,1% desde el 27,9% anotado en el año precedente.

Aunque en menor medida, también disminuyó el porcentaje representado por las carteras registradas por otras instituciones financieras, así como las correspondientes a familias e instituciones sin fines de lucro. De este modo, las primeras rebajaron su volumen relativo desde

un 12,8% en 2004 hasta un 11,2% en 2005, mientras que en las segundas el saldo era del 4% al cierre de 2004 y del 3,5% al año siguiente.

Por lo que respecta a los restantes grupos de inversores, el tamaño relativo de las carteras a nombre de empresas no financieras apenas se alteró entre ambos ejercicios, pasando del 5,2% al 5,7%, mientras que las Administraciones Públicas también aumentaron ligeramente su volumen relativo, pasando al 1% desde el 0,8% que mantenían en 2004.

Como viene sucediendo en años anteriores, casi la totalidad del volumen de las carteras registradas por el grupo de inversores no residentes se mantenía a vencimiento al cierre de 2005, representando un 70,4% del saldo anotado total. El sistema crediticio, en cambio, mantenía, como viene siendo habitual, una cartera a vencimiento superior a la registrada, que refinancia a través de operaciones de venta temporal que, al cierre del ejercicio, alcanzaban un importe de 1,4 mm de euros.

Los restantes grupos de inversores mantienen abiertas, a fin de año, la posición de compra temporal contrapartida de la posición de venta temporal mantenida por el sistema crediticio: otras instituciones financieras, por valor de unos 0,7 mm de euros; empresas no financieras, por cerca de 0,4 mm de euros; familias e instituciones sin fines de lucro, por un importe de casi 0,2 mm de euros, y Administraciones Públicas, por algo más de 0,1 mm de euros.



## 6 SUPERVISIÓN DEL SISTEMA



## 6 Supervisión del sistema

En el transcurso del ejercicio 2005, el Banco de España llevó a cabo su función de supervisión del mercado de deuda pública, que, en términos de saldos inspeccionados, representó el 2% del total de los registrados por cuenta de terceros en la Central de Anotaciones. De este modo, y como ha venido sucediendo en ejercicios anteriores, las incidencias detectadas en dichas inspecciones particularizadas en el mercado de deuda pública son de escasa relevancia y no afectan al desarrollo eficiente del mercado, que cuenta, por tanto, con un alto grado de seguridad operativa.

En concreto, se ha constatado una cierta mejora en el área del control interno de las operaciones con respecto a ejercicios pasados. Asimismo, en cuanto a las obligaciones de registro y comunicación a la Central de Anotaciones, se observaron pequeñas deficiencias en las comunicaciones a Iberclear de los códigos de actividad de los terceros.

En relación con los aspectos contables, se han puesto de manifiesto varios tipos de deficiencias. Por un lado, una errónea sectorización de las operaciones en el balance y, por otro, una incorrecta contabilización de ciertas operaciones *repo* contratadas con terceros. En este último caso, al no coincidir el efectivo aportado por el cliente con el efectivo de mercado de los valores transmitidos, la diferencia entre ambas cantidades debería haber sido considerada, o como un saldo de una cuenta a plazo, que no está respaldada por una operación con deuda pública, o como un préstamo de valores, si la cesión se hubiese realizado a precios inferiores a los de mercado. Esta operativa ha ido acompañada de una ausencia de comunicación al cliente de la naturaleza real de la operación en su conjunto, lo cual se considera una deficiencia de los mecanismos de transparencia y protección al inversor a que están obligadas las entidades gestoras.

No obstante, las prácticas analizadas referentes a la transparencia y protección del inversor resultaron, en general, aceptables, si bien se apreció la falta de entrega de algún contrato de valores al cliente, tal como indica la normativa. Por último, debe comentarse que, tras realizarse el proceso de circularización de los saldos de terceros, no se detectó ninguna anomalía significativa.

Por su parte, en 2005 el Servicio de Reclamaciones del Banco de España procedió a la apertura de once expedientes relativos a operaciones en el mercado de deuda pública. Cuatro de ellos se dirigían a Banco de España como entidad gestora, y otras siete, contra entidades de crédito.

Entre las reclamaciones presentadas al Banco de España en su papel de entidad gestora, la primera solicitaba el abono de una comisión practicada; la segunda, una revisión de los importes abonados, y la tercera, el reconocimiento de un importe como gasto fiscalmente deducible. Todas ellas fueron resueltas directamente por el Servicio de Reclamaciones documentando la correcta actuación del Banco de España. El cuarto expediente era una consulta sobre una testamentaría, que se trasladó al Servicio de Cuentas Directas, el cual ya lo estaba tramitando.

En cuanto a las siete reclamaciones dirigidas a otras entidades gestoras, dos de ellas, a pesar de abrirse expediente, no pudieron tramitarse, puesto que el reclamante no había cumplido el requisito previo de presentar la reclamación ante el defensor del cliente o similar de la entidad de crédito.

De los cinco expedientes restantes, solo uno se resolvió a favor del reclamante disconforme con la comisión cobrada. Los otros cuatro, que se resolvieron a favor de la entidad reclamada, se referían, uno, a la falta de reinversión del saldo de deuda amortizada; un segundo, a la disconformidad con el precio de adquisición; el tercero era una solicitud de efectivo, previa presentación del resguardo de formalización, y el cuarto presentaba disconformidad con la información fiscal facilitada.





## 7 Innovaciones

La deuda pública española ha mostrado, un año más, un comportamiento muy positivo, gracias a la buena posición comparativa tanto de la actividad económica como del saldo del presupuesto público español respecto de nuestros competidores europeos. Situada entre las más seguras del mundo al contar con la máxima calificación por parte de las tres principales agencias internacionales de calificación del riesgo de crédito, la deuda pública española sigue estando muy bien valorada en los mercados financieros. De hecho, el diferencial de rentabilidad con los bonos de los principales emisores de la zona del euro fue muy reducido, llegando incluso en algunos casos a cotizar rentabilidades inferiores.

En cuanto a la política del Tesoro en 2005, varios hechos merecen ser destacados. En primer lugar, el Tesoro continuó su tendencia hacia la reducción del número de subastas y el incremento del volumen emitido por subasta, con el objetivo de potenciar la liquidez del mercado primario. Asimismo, aunque la mayor parte del programa de financiación de 2005 se continuó cubriendo con subastas (el 90% de la emisión total), el Tesoro volvió a hacer uso del procedimiento de sindicación para emitir la nueva obligación de referencia a treinta 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 17.000 millones de euros y, finalmente, se emitieron de 6.000 millones de euros. Esta emisión, que es la de mayor volumen y con el vencimiento más largo realizada por el Tesoro, consiguió sus objetivos de distribución tanto funcional, pues su colocación se realizó entre inversores de calidad a largo plazo, como geográfica, ya que los inversores no residentes adquirieron el 85% del total adjudicado.

Asimismo, se recurrió al procedimiento de sindicación para emitir una nueva referencia a cinco años en dólares, operación que el Tesoro también había realizado en 2004, después de tres años sin hacerlo. Se trata de la primera emisión en divisas tras la mejora de la calificación crediticia por parte de Standard & Poor's obtenida en diciembre de 2004 y supone un avance en la diversificación de la base inversora, ya que el 67% de la emisión se colocó en Asia, el 14% en Norteamérica y el 19% en Europa.

Por otro lado, en 2005 se reformó de nuevo el sistema de Creadores de Mercado. Con el fin de adaptarse a los cambios acontecidos en los mercados de deuda pública durante los últimos años, se actualizó la normativa sobre el régimen de los Creadores de Mercado mediante la Resolución de 20 de julio de 2005, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera. Esta resolución derogó y sustituyó a la de 5 de marzo de 2003, que ampliaba el alcance del ámbito de colaboración de los Creadores para abarcar no solo el mercado de bonos y obligaciones del Estado, sino también el de letras del Tesoro. Los objetivos principales de la reforma de 2005 fueron el impulso de los mercados de letras y de *strips*, la reducción de las pujas que distorsionan las subastas y la promoción de la liquidez y la transparencia en la negociación de deuda. En cuanto a este último aspecto, se pretendía dar cobertura al acuerdo alcanzado por los Tesoros de la zona del euro representados en el Subcomité de Mercados de Letras y Bonos de la Unión Europea, perteneciente al Comité Económico y Financiero de la Comisión Europea, acerca de la armonización de los sistemas de remisión de información de los Creadores de Mercado. Las medidas adoptadas se detallan a continuación.

Los requisitos para acceder a la condición de Creador de Mercado, así como sus derechos, permanecen inalterados con respecto a la normativa anterior tanto para los Creadores de

Mercado de Bonos y Obligaciones como para los Creadores de Mercado de Letras. En las obligaciones, por el contrario, se introducen algunas novedades, modificándose los requisitos de cotización, aumentando el número de principales segregados y disminuyendo el de referencias no *benchmark*.

Concretamente, en lo concerniente a los Creadores de Mercado de Bonos y Obligaciones, cada Creador deberá cotizar obligatoriamente un mínimo de cuatro referencias (antes eran cinco), definidas como referencia del mercado o *benchmark*, suprimiéndose las tres cestas adicionales de bonos y obligaciones establecidas en la normativa anterior. Asimismo, cada Creador deberá cotizar obligatoriamente un mínimo de cuatro principales segregados (antes eran dos principales y dos referencias adicionales, que podían ser *strips* o los dos bonos y obligaciones sustitutivos de los *strips*), de acuerdo con determinadas condiciones de diferencial máximo y de volumen. Además, si en una subasta un Creador resulta adjudicatario de más del 40% del volumen emitido, este deberá comunicar al Tesoro los clientes que, en su caso, hayan participado en la subasta a través de él. Otra novedad es que, para la cotización de los principales segregados, los Creadores se podrán dividir en grupos. Así, en las reuniones con el Tesoro se podrán diseñar cestas en las que se podrán incluir los principales segregados y cuya cotización será obligatoria, asignándose cada cesta a un grupo de Creadores. Para la elaboración de las cestas, que se podrán modificar cada dos meses, se tendrá en cuenta el vencimiento de las referencias que las compongan, de manera que sean similares en duración y liquidez.

Por otro lado, y referido a los Creadores de Mercado de Letras, en las reuniones con el Tesoro se definirán las letras que se consideran referencia del mercado, pero se suprimen las dos cestas adicionales de letras, así como la creación de los correspondientes dos grupos homogéneos de Creadores que debían cotizarlas.

También hubo novedades en la evaluación de los Creadores por parte del Tesoro, aumentando el peso de los aspectos cualitativos. Así, se introdujeron cinco nuevas áreas de evaluación:

- grado de participación en la negociación mensual de deuda pública realizada por Creadores con entidades que no sean titulares de cuenta en Iberclear;
- actividad de segregación y reconstitución de valores segregables, así como negociación de los mismos;
- grado de participación en las operaciones de promoción interior y exterior de la deuda del Estado;
- grado de distribución de la deuda del Estado en países o zonas geográficas estratégicas;
- regularidad en el comportamiento de los Creadores.

Además, el *ranking* anual se elaborará teniendo en cuenta la actividad de creación de mercado tanto en el segmento de bonos y obligaciones como en el de letras, de modo que se nombre un único grupo de entidades consideradas las más activas. Se decidió también que los Creadores más activos no tengan garantizado el papel de líder de las emisiones sindicadas que pueda realizar el Tesoro, sino que el Tesoro seleccione a dichos líderes entre los diez primeros clasificados en la evaluación. Así se pretenden evitar los comportamientos excesivamente agresivos de algunas entidades para escalar puestos en la clasificación.

Por otro lado, se concretaron por primera vez los motivos de penalización de los Creadores: no cumplir con la solicitud de información o de asesoramiento del Tesoro, no asistir a las reuniones con el Tesoro, desarrollar acciones que puedan afectar negativamente al funcionamiento del mercado o tengan como fin último y único mejorar la evaluación que el Tesoro realice del Creador; o presentar pujas excesivamente agresivas, es decir, peticiones que se desvíen significativamente del precio o de la rentabilidad del mercado secundario existente cinco minutos antes de la celebración de la subasta, distorsionando así su funcionamiento.

Como novedad en los motivos de pérdida de la condición de Creador aparece la realización de acciones que puedan afectar negativamente al funcionamiento del mercado o a la deuda del Estado, o cuando su comportamiento sea considerado impropio de un Creador, contrario a los intereses del Tesoro o al buen funcionamiento del mercado de deuda. Además, también se podrá perder dicha condición cuando el Tesoro decida realizar una rotación en su grupo de Creadores, con el objetivo de dar acceso a nuevas entidades.

Por último, cabe reseñar que en el mes de enero de 2005 se produjo la migración definitiva de la Plataforma CADE desde el Banco de España al entorno informático de Iberclear, el Depositario Central de Valores español. A partir de dicha fecha se han ido implantando las soluciones de comunicación existentes para la plataforma del SCLV en 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 2005

Millones de euros y %					
	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2004				773,9	
<b>Total 2005</b>	<b>0,0</b>	<b>773,9</b>	<b>-773,9</b>		
Enero	—	—	—	773,9	—
Febrero	—	773,9	-773,9	0,0	—
Marzo	—	—	—	0,0	—
Abril	—	—	—	0,0	—
Mayo	—	—	—	0,0	—
Junio	—	—	—	0,0	—
Julio	—	—	—	0,0	—
Agosto	—	—	—	0,0	—
Septiembre	—	—	—	0,0	—
Octubre	—	—	—	0,0	—
Noviembre	—	—	—	0,0	—
Diciembre	—	—	—	0,0	—

FUENTE: Banco de España.

a. Dato de la última subasta de cada mes.

## LETRAS DEL TESORO A SEIS MESES

CUADRO A.2

Año 2005

Millones de euros y %					
	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2004				3.006,7	
<b>Total 2005</b>	<b>3.390,4</b>	<b>4.677,4</b>	<b>-1.287,0</b>		
Enero	—	—	—	3.006,7	—
Febrero	569,3	821,0	-251,6	2.755,1	2,069
Marzo	—	—	—	2.755,1	—
Abril	604,8	1.182,9	-578,1	2.177,0	2,040
Mayo	—	—	—	2.177,0	—
Junio	496,6	1.002,8	-506,2	1.670,7	2,002
Julio	—	—	—	1.670,7	—
Agosto	567,0	569,3	-2,4	1.668,4	2,035
Septiembre	—	—	—	1.668,4	—
Octubre	600,0	604,8	-4,8	1.663,6	2,160
Noviembre	—	—	—	1.663,6	—
Diciembre	552,7	496,6	56,1	1.719,7	2,499

FUENTE: Banco de España.

a. Dato de la última subasta de cada mes.

## LETRAS DEL TESORO A DOCE MESES

CUADRO A.3

Año 2005

Millones de euros y %					
	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2004				11.398,7	
<b>Total 2005</b>	<b>10.715,4</b>	<b>12.530,3</b>	<b>-1.814,9</b>		
Enero	1.131,6	—	1.131,6	12.530,3	2,165
Febrero	746,4	2.048,8	-1.302,4	11.227,9	2,194
Marzo	917,8	—	917,8	12.145,7	2,172
Abril	901,5	1.889,4	-987,8	11.157,9	2,110
Mayo	977,4	—	977,4	12.135,3	2,064
Junio	987,5	2.095,3	-1.107,8	11.027,5	1,996
Julio	855,6	—	855,6	11.883,1	2,065
Agosto	797,8	2.140,2	-1.342,5	10.540,6	2,080
Septiembre	840,7	—	840,7	11.381,3	2,090
Octubre	865,4	1.975,2	-1.109,8	10.271,5	2,294
Noviembre	867,3	—	867,3	11.138,8	2,530
Diciembre	826,4	2.381,4	-1.555,0	9.583,8	2,690

FUENTE: Banco de España.

a. Dato de la última subasta de cada mes.

## LETRAS DEL TESORO A DIECIOCHO MESES

CUADRO A.4

Año 2005

Millones de euros y %					
	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2004				21.808,5	
<b>Total 2005</b>	<b>14.892,8</b>	<b>14.711,0</b>	<b>181,8</b>		
Enero	1.053,8	—	1.053,8	22.862,3	2,271
Febrero	1.518,0	2.355,9	-838,0	22.024,3	2,322
Marzo	835,0	—	835,0	22.859,3	2,310
Abril	1.832,7	2.399,3	-566,6	22.292,7	2,215
Mayo	1.011,9	—	1.011,9	23.304,6	2,139
Junio	1.520,7	2.276,5	-755,7	22.548,9	2,040
Julio	733,6	—	733,6	23.282,5	2,130
Agosto	1.610,4	2.598,5	-988,0	22.294,4	2,143
Septiembre	965,2	—	965,2	23.259,6	2,155
Octubre	1.465,1	2.595,6	-1.130,5	22.129,1	2,399
Noviembre	909,0	—	909,0	23.038,1	2,625
Diciembre	1.437,5	2.485,2	-1.047,7	21.990,3	2,805

FUENTE: Banco de España.

a. Dato de la última subasta de cada mes.

**BONOS DEL ESTADO A TRES AÑOS**

CUADRO A.5

Año 2005

Millones de euros y %					
	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2004				19.079,6	
<b>Total 2005</b>	<b>6.067,1</b>	<b>1.243,0</b>	<b>4.824,1</b>		
Enero	2.052,9	—	2.052,9	21.132,5	2,575
Febrero	—	—	—	21.132,5	—
Marzo	—	—	—	21.132,5	—
Abril	—	293,0	-293,0	20.839,5	—
Mayo	—	—	—	20.839,5	—
Junio	1.444,3	—	1.444,3	22.283,8	2,142
Julio	—	—	—	22.283,8	—
Agosto	—	—	—	22.283,8	—
Septiembre	1.480,4	—	1.480,4	23.764,2	2,177
Octubre	—	950,0	-950,0	22.814,2	—
Noviembre	1.089,5	—	1.089,5	23.903,7	2,622
Diciembre	—	—	—	23.903,7	—

FUENTE: Banco de España.

a. Dato de la última subasta de cada mes.

**BONOS DEL ESTADO A CINCO AÑOS**

CUADRO A.6

Año 2005

Millones de euros y %					
	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2004				55.834,9	
<b>Total 2005</b>	<b>10.407,9</b>	<b>20.681,1</b>	<b>-10.273,2</b>		
Enero	—	8.553,2	-8.553,2	47.281,7	—
Febrero	2.061,4	—	2.061,4	49.343,1	2,851
Marzo	—	—	—	49.343,1	—
Abril	4.254,6	2.425,0	1.829,6	51.172,7	3,067
Mayo	1.392,2	—	1.392,2	52.564,9	2,844
Junio	—	—	—	52.564,9	—
Julio	1.628,1	9.542,9	-7.914,8	44.650,1	2,644
Agosto	—	—	—	44.650,1	—
Septiembre	—	—	—	44.650,1	—
Octubre	—	160,0	-160,0	44.490,1	—
Noviembre	—	—	—	44.490,1	—
Diciembre	1.071,6	—	1.071,6	45.561,7	3,027

FUENTE: Banco de España.

a. Dato de la última subasta de cada mes.

## OBLIGACIONES DEL ESTADO A DIEZ AÑOS

CUADRO A.7

Año 2005

Millones de euros y %					
	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2004				114.641,5	
<b>Total 2005</b>	<b>10.262,8</b>	<b>5.255,5</b>	<b>5.007,3</b>		
Enero	1.774,2	—	1.774,2	116.415,7	3,544
Febrero	—	4.776,5	-4.776,5	111.639,2	—
Marzo	1.895,7	—	1.895,7	113.534,9	3,681
Abril	—	162,0	-162,0	113.372,9	—
Mayo	1.582,4	—	1.582,4	114.955,3	3,324
Junio (b)	—	—	—	114.955,3	—
Julio	—	—	—	114.955,3	—
Agosto	—	—	—	114.955,3	—
Septiembre	3.441,9	—	3.441,9	118.397,1	3,170
Octubre	—	317,0	-317,0	118.080,1	—
Noviembre	1.568,7	—	1.568,7	119.648,8	3,475
Diciembre	—	—	—	119.648,8	—

FUENTE: Banco de España.

a. Dato de la última subasta de cada mes.

## OBLIGACIONES DEL ESTADO A QUINCE AÑOS

CUADRO A.8

Año 2005

Millones de euros y %					
	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2004				42.528,3	
<b>Total 2005</b>	<b>1.204,5</b>	<b>0,0</b>	<b>1.204,5</b>		
Enero	—	—	—	42.528,3	—
Febrero	1.204,5	—	1.204,5	43.732,8	3,702
Marzo	—	—	—	43.732,8	—
Abril	—	—	—	43.732,8	—
Mayo	—	—	—	43.732,8	—
Junio	—	—	—	43.732,8	—
Julio	—	—	—	43.732,8	—
Agosto	—	—	—	43.732,8	—
Septiembre	—	—	—	43.732,8	—
Octubre	—	—	—	43.732,8	—
Noviembre	—	—	—	43.732,8	—
Diciembre	—	—	—	43.732,8	—

FUENTE: Banco de España.

a. Dato de la última subasta de cada mes.

**OBLIGACIONES DEL ESTADO A TREINTA AÑOS**

CUADRO A.9

Año 2005

Millones de euros y %					
	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2004				23.793,4	
<b>Total 2005</b>	<b>8.020,4</b>	<b>—</b>	<b>8.020,4</b>		
Enero	6.000,0	—	6.000,0	29.793,4	—
Febrero	—	—	—	29.793,4	—
Marzo	—	—	—	29.793,4	—
Abril	—	—	—	29.793,4	—
Mayo	—	—	—	29.793,4	—
Junio	1.005,2	—	1.005,2	30.798,6	3,922
Julio	—	—	—	30.798,6	—
Agosto	—	—	—	30.798,6	—
Septiembre	—	—	—	30.798,6	—
Octubre	1.015,2	—	1.015,2	31.813,8	3,765
Noviembre	—	—	—	31.813,8	—
Diciembre	—	—	—	31.813,8	—

FUENTE: Banco de España.

a. Dato de la última subasta de cada mes.

**EVOLUCIÓN DE LA CONTRATACIÓN DE LETRAS DEL TESORO**

CUADRO A.10

mm de euros											
	TOTAL	ENTRE TITULARES					GESTORAS CON TERCEROS				
		TOTAL	CONTADO	PLAZO	REPOS	SIMULTÁ- NEAS	TOTAL	CONTADO	PLAZO	REPOS	SIMULTÁ- NEAS
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
2005	2.229,2	484,1	82,4	0,1	0,4	401,2	1.745,1	32,9	0,2	1.709,1	2,9

FUENTE: Banco de España.

## EVOLUCIÓN DE LA CONTRATACIÓN DE BONOS Y OBLIGACIONES

CUADRO A.11

mm de euros

	TOTAL	ENTRE TITULARES					GESTORAS CON TERCEROS				
		TOTAL	CONTADO	PLAZO	REPOS	SIMULTÁ-NEAS	TOTAL	CONTADO	PLAZO	REPOS	SIMULTÁ-NEAS
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
2005	19.705,4	7.236,5	479,2	9,5	69,3	6.678,5	12.468,9	1.725,7	291,5	9.394,5	1.057,2

FUENTE: Banco de España.

## EVOLUCIÓN DE LA CONTRATACIÓN DE LA DEUDA SEGREGADA (a)

CUADRO A.12

mm 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
2005	263,2	23,8	2,6	0,2	—	21,0	239,4	5,6	0,1	233,1	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	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005
Total	7,1	7,6	0,4	1,0	41,5	37,3	26,9	26,7	75,9	72,7
<i>Letras del Tesoro</i>	3,2	3,2	0,0	0,0	48,6	47,1	10,6	11,1	62,4	61,4
<i>Bonos y obligaciones</i>	8,3	8,9	0,5	1,2	43,0	38,1	31,7	31,2	83,5	79,4
<i>Principales y cupones</i>	0,4	0,4	0,0	0,0	11,7	11,2	1,0	1,0	13,2	12,6

FUENTE: Banco de España.

**DISTRIBUCIÓN POR INVERSORES DE LA DEUDA DEL ESTADO. CARTERAS REGISTRADAS**

CUADRO A.14

mm de euros y %

	LETRAS DEL TESORO				BONOS Y OBLIGACIONES				PRINCIPALES Y CUPONES			
	2004		2005		2004		2005		2004		2005	
	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%
<b>Total</b>	<b>37,0</b>	<b>100,0</b>	<b>33,3</b>	<b>100,0</b>	<b>242,9</b>	<b>100,0</b>	<b>253,1</b>	<b>100,0</b>	<b>22,1</b>	<b>100,0</b>	<b>20,7</b>	<b>100,0</b>
Sistema crediticio	5,1	13,7	5,6	16,7	17,8	7,3	13,0	5,1	1,9	8,5	0,4	2,0
<i>Banco de España</i>	3,4	9,2	3,7	11,2	5,4	2,2	6,8	2,7	0,0	0,1	0,0	0,1
<i>Bancos</i>	0,9	2,4	0,8	2,3	5,4	2,2	1,4	0,5	1,7	7,6	0,3	1,3
<i>Cajas de ahorros</i>	0,7	1,8	0,8	2,3	2,0	0,8	3,0	1,2	0,2	0,8	0,1	0,7
<i>Cooperativas</i>	0,1	0,2	0,2	0,7	0,7	0,3	1,2	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Resto</i>	0,0	0,1	0,0	0,1	4,4	1,8	4,2	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras instituciones financieras	15,5	42,0	14,4	43,2	63,2	26,0	65,2	25,8	11,3	51,2	10,8	52,0
<i>Fondos de inversión</i>	10,6	28,7	10,4	31,3	29,2	12,0	31,4	12,4	5,3	23,9	4,9	23,7
<i>Fondos de pensiones</i>	1,7	4,5	0,6	1,8	9,0	3,7	9,2	3,6	0,6	2,9	0,8	4,0
<i>Seguros</i>	1,0	2,8	0,8	2,5	20,5	8,4	19,6	7,7	5,0	22,4	5,0	24,0
<i>Resto</i>	2,2	5,9	2,5	7,5	4,5	1,9	5,0	2,0	0,4	1,9	0,1	0,3
Empresas no financieras	6,0	16,3	3,3	10,0	4,5	10,7	24,1	9,5	1,9	8,7	0,6	3,0
Familias	4,4	12,0	4,3	12,8	4,5	1,9	4,2	1,7	1,9	8,5	1,8	8,5
Administraciones Públicas	4,6	12,3	4,3	12,9	24,8	10,2	30,2	11,9	0,4	1,7	0,4	2,0
No residentes	1,3	3,6	1,5	4,5	106,6	43,9	116,5	46,0	4,7	21,4	6,7	32,4

FUENTE: Banco de España.

mm de euros y %

	LETRAS DEL TESORO				BONOS Y OBLIGACIONES				PRINCIPALES Y CUPONES			
	2004		2005		2004		2005		2004		2005	
	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%
<b>Total</b>	<b>37,0</b>	<b>100,0</b>	<b>33,3</b>	<b>100,0</b>	<b>242,9</b>	<b>100,0</b>	<b>253,1</b>	<b>100,0</b>	<b>22,1</b>	<b>100,0</b>	<b>20,7</b>	<b>100,0</b>
Sistema crediticio	24,1	65,1	20,2	60,7	77,8	32,0	68,9	27,2	4,4	19,8	2,6	12,4
<i>Banco de España</i>	3,4	9,2	3,3	9,8	5,3	2,2	6,8	2,7	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Bancos</i>	11,3	30,5	9,5	28,5	36,4	15,0	27,7	10,9	3,1	14,0	1,4	7,0
<i>Cajas de ahorros</i>	8,9	24,1	6,8	20,6	31,3	12,9	33,3	13,2	1,3	5,8	1,1	5,4
<i>Cooperativas</i>	0,5	1,3	0,6	1,9	1,0	0,4	1,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Resto</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	3,7	1,5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras instituciones financieras	6,1	16,6	6,1	18,3	28,3	11,7	29,6	11,7	10,9	49,4	9,6	46,2
<i>Fondos de inversión</i>	3,7	9,9	3,3	9,9	5,9	2,4	6,1	2,4	5,0	22,6	3,7	18,1
<i>Fondos de pensiones</i>	0,2	0,5	0,1	0,3	3,5	1,4	4,3	1,7	0,6	2,7	0,8	3,8
<i>Seguros</i>	0,2	0,5	0,3	0,8	16,7	6,9	16,6	6,5	4,9	22,2	4,9	23,9
<i>Resto</i>	2,1	5,6	2,4	7,3	2,2	0,9	2,6	1,0	0,4	1,9	0,1	0,3
Empresas no financieras	0,9	2,4	0,8	2,3	6,9	2,9	8,4	3,3	0,6	2,6	0,5	2,2
Familias	2,3	6,3	2,3	6,8	1,9	0,8	1,8	0,7	1,3	6,0	1,3	6,4
Administraciones Públicas	1,1	3,0	1,7	5,0	16,2	6,7	18,3	7,2	0,0	0,0	0,0	0,0
No residentes	2,5	6,7	2,3	6,9	111,8	46,0	126,1	49,8	4,9	22,2	6,8	32,9

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 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 hacerse 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 di-

ferencias entre los ingresos y gastos no financieros del Estado, en términos de liquidación presupuestaria.

#### **Cartera a vencimiento**

Cartera registrada a favor de un participante en el mercado de deuda pública anotada más los valores cedidos temporalmente menos los adquiridos temporalmente.

#### **Cartera disponible o registrada**

Saldo de la cuenta de valores de un agente participante en el mercado de deuda pública 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)**

Plataforma mediante la que Iberclear gestiona 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.

#### **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.

#### **Creadores de mercado**

Miembros del mercado de deuda pública cuya función es favorecer su liquidez y cooperar con el Tesoro en la difusión exterior e interior de la deuda del Estado. Participan en la red de mediadores especializados de deuda anotada (MEDAS) y adquieren una serie de compromisos de cotización y negociación en el mercado de deuda anotada, así como en relación con la emisión y colocación de deuda emitida por el Tesoro. Bajo el cumplimiento de ciertas condiciones, son los únicos autorizados a acudir a las segundas vueltas de las subastas de deuda del Estado. El seguimiento de su actividad se realiza mensualmente, de acuerdo con criterios de participación tanto en el mercado primario como en el secundario, si bien la evaluación se hace pública por el Tesoro anualmente. El ámbito de colaboración de estas entidades con el Tesoro se limitaba a los bonos y obligaciones, hasta que la Resolución de 5 de marzo de 2003, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, introdujo la figura del creador de mercado de letras.

#### **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.

### **Entidades gestoras**

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

### **Iberclear**

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

### **Letras del Tesoro**

Valores de deuda pública a corto plazo emitidos a descuento. Actualmente, los plazos de emisión son 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 realiza su labor en el segundo escalón del mercado, mientras que un subgrupo del anterior sirve la negociación en el mercado ciego. Los mediadores también son denominados «*brokers*».

### **Meffclear**

Cámara de Contrapartida Central de MEFF para operaciones sobre deuda pública negociadas entre sus miembros liquidadores y/o clientes. Inicialmente, sus servicios alcanzan solamente 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, negociantes de deuda, tanto si son creadores de mercado como aspirantes a creador, cotizan sus precios de compra y venta en firme, a través de un conjunto de mediadores especializados de deuda anotada 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 del ámbito de la contabilidad de caja que refleja la magnitud de la apelación neta por parte del Estado a recursos financieros ajenos con el fin de satisfacer las exigencias impuestas por el saldo de sus operaciones no financieras y por la variación neta de sus activos financieros. Una apelación neta de signo negativo se denomina capacidad de endeudamiento.

### **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, establecidos 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 momen-

to 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 volumen correspondiente a los 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 un mediador no es obligatoria, aunque se comunica a la Central de Anotaciones cuando se produce.

#### **Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV)**

Plataforma gestionada por Iberclear, encargada 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, así como en el Mercado de Valores Latinoamericanos (Latibex).

#### **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 contra-

parte, la comunicación es triple, pues se requiere la comunicación del *broker* ciego que ha mediado en 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 dichos precios). 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 tie-

nen sus saldos anotados en distintas gestoras, o con titulares de cuenta, gestoras o no, distintos de 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

- 53 ÁNGEL LUIS GÓMEZ JIMÉNEZ Y JOSÉ MARÍA ROLDÁN ALEGRE: Análisis de la política fiscal en España con una perspectiva macroeconómica (1988-1994) (1995).
- 54 JUAN MARÍA PEÑALOSA: El papel de la posición financiera de los agentes económicos en la transmisión de la política monetaria (1996).
- 55 ISABEL ARGIMÓN MAZA: El comportamiento del ahorro y su composición: evidencia empírica para algunos países de la Unión Europea (1996).
- 56 JUAN AYUSO HUERTAS: Riesgo cambiario y riesgo de tipo de interés bajo regímenes alternativos de tipo de cambio (1996).
- 57 OLYMPIA BOVER, MANUEL ARELLANO Y SAMUEL BENTOLILA: Duración del desempleo, duración de las prestaciones y ciclo económico (1996). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 58 JOSÉ MARÍN ARCAS: Efectos estabilizadores de la política fiscal. Tomos I y II (1997). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 59 JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, IGNACIO FUENTES, FERNANDO GUTIÉRREZ Y M.<sup>a</sup> TERESA SASTRE: El sistema bancario español ante la Unión Monetaria Europea (1997).
- 60 ANA BUISÁN Y ESTHER GORDO: El sector exterior en España (1997).
- 61 ÁNGEL ESTRADA, FRANCISCO DE CASTRO, IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: La inversión en España (1997).
- 62 ENRIQUE ALBEROLA 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.<sup>a</sup> DE LOS LLANOS MATEA: Una aproximación a los sesgos de medición de las variables macroeconómicas españolas derivados de los cambios en la calidad de los productos (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 72 MARIO IZQUIERDO, OMAR LICANDRO Y ALBERTO MAYDEU: Mejoras de calidad e índices de precios del automóvil en España (2001). (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 73 OLYMPIA BOVER Y PILAR VELILLA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)

**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.

- 74 MARIO IZQUIERDO Y M.<sup>a</sup> DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número).
- 75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).
- 76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconómica de la política fiscal en España (2005).

#### ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 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.<sup>a</sup> GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996).
- 36 CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997).
- 37 EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998).
- 38 ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999).
- 39 MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000).
- 40 ANA CRESPO SOLANA: El comercio marítimo entre 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).
- 46 MARGARITA EVA RODRÍGUEZ GARCÍA: Compañías privilegiadas de comercio con América y cambio político (1706-1765) (2005).
- 47 MARÍA CONCEPCIÓN GARCÍA-IGLESIAS SOTO: Ventajas y riesgos del patrón oro para la economía española (1850-1913) (2005).

#### DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0511 ANA DEL RÍO Y GARRY YOUNG: The determinants of unsecured borrowing: evidence from the British household panel survey.
- 0512 ANA DEL RÍO Y GARRY YOUNG: The impact of unsecured debt on financial distress among British households.
- 0513 ADELA LUQUE: Skill mix and technology in Spain: evidence from firm-level data.
- 0514 J. DAVID LÓPEZ-SALIDO, FERNANDO RESTOY Y JAVIER VALLÉS: Inflation differentials in EMU: the Spanish case.
- 0515 ISAAC ALFON, ISABEL ARGIMÓN Y PATRICIA BASCUÑANA-AMBRÓS: How individual capital requirements affect capital ratios in UK banks and building societies.
- 0516 JOSÉ MANUEL CAMPA E IGNACIO HERNANDO: M&As performance in the European financial industry.
- 0517 ALICIA GARCÍA HERRERO Y DANIEL SANTABÁRBARA: Does China have an impact on foreign investment to Latin America?
- 0518 MÁXIMO CAMACHO, GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS Y LORENA SAIZ: Do European business cycles look like one?
- 0519 DANIEL PÉREZ, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: Banking integration in Europe.
- 0520 JORDI GALÍ, MARK GERTLER Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Robustness of the estimates of the hybrid New Keynesian Phillips curve.
- 0521 JAVIER ANDRÉS, J. DAVID LÓPEZ-SALIDO Y EDWARD NELSON: Sticky-price models and the natural rate hypothesis.
- 0522 OLYMPIA BOVER: Wealth effects on consumption: microeconomic estimates from the Spanish survey of household finances.
- 0523 ENRIQUE ALBEROLA, LUIS MOLINA Y DANIEL NAVIA: Say you fix, enjoy and relax. The deleterious effect of peg announcements on fiscal discipline.

- 0524 AGUSTÍN MARAVALL: An application of the TRAMO-SEATS automatic procedure; direct versus indirect adjustment.
- 0525 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y MARÍA SOLEDAD MARTÍNEZ-PERÍA: The mix of international banks' foreign claims: determinants and implications for financial stability.
- 0526 J. IGNACIO GARCÍA-PÉREZ Y JUAN F. JIMENO: Public sector wage gaps in Spanish regions.
- 0527 LUIS J. ÁLVAREZ, PABLO BURRIEL E IGNACIO HERNANDO: Price setting behaviour in Spain: evidence from micro PPI data.
- 0528 EMMANUEL DHYNE, LUIS J. ÁLVAREZ, HERVÉ LE BIHAN, GIOVANNI VERONESE, DANIEL DIAS, JOHANNES HOFFMANN, NICOLE JONKER, PATRICK LÜNNEMANN, FABIO RUMLER Y JOUKO VILMUNEN: Price setting in the euro area: some stylized facts from individual consumer price data.
- 0529 TERESA SASTRE Y JOSÉ LUIS FERNÁNDEZ-SÁNCHEZ: Un modelo empírico de las decisiones de gasto de las familias españolas.
- 0530 ALFREDO MARTÍN-OLIVER, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: A test of the law of one price in retail banking.
- 0531 GABRIEL JIMÉNEZ Y JESÚS SAURINA: Credit cycles, credit risk and prudential regulation.
- 0532 BEATRIZ DE-BLAS-PÉREZ: Exchange rate dynamics in economies with portfolio rigidities.
- 0533 ÓSCAR J. ARCE: Reflections on fiscalist divergent price-paths.
- 0534 M.<sup>a</sup> DE LOS LLANOS MATEA Y MIGUEL PÉREZ: Diferencias en la evolución de los precios de los alimentos frescos por tipo de establecimiento.
- 0535 JOSÉ MANUEL MARQUÉS, FERNANDO NIETO Y ANA DEL RÍO: Una aproximación a los determinantes de la financiación de las sociedades no financieras en España.
- 0536 S. FABIANI, M. DRUANT, I. HERNANDO, C. KWAPIL, B. LANDAU, C. LOUPIAS, F. MARTINS, T. MATHÄ, R. SABBATINI, H. STAHL Y A. STOKMAN: The pricing behaviour of firms in the euro area: new survey evidence.
- 0537 LUIS J. ÁLVAREZ E I. HERNANDO: The price setting behaviour of Spanish firms: evidence from survey data.
- 0538 JOSÉ MANUEL CAMPA, LINDA S. GOLDBERG Y JOSÉ M. GONZÁLEZ MÍNGUEZ: Exchange-rate pass-through to import prices in the euro area.
- 0539 RAQUEL LAGO-GONZÁLEZ Y VICENTE SALAS-FUMÁS: Market power and bank interest rate adjustments.
- 0540 FERNANDO RESTOY Y ROSA RODRÍGUEZ: Can fundamentals explain cross-country correlations of asset returns?
- 0541 FRANCISCO ALONSO Y ROBERTO BLANCO: Is the volatility of the EONIA transmitted to longer-term euro money market interest rates?
- 0542 LUIS J. ÁLVAREZ, EMMANUEL DHYNE, MARCO M. HOEBERICHTS, CLAUDIA KWAPIL, HERVÉ LE BIHAN, PATRICK LÜNNEMANN, FERNANDO MARTINS, ROBERTO SABBATINI, HARALD STAHL, PHILIP VERMEULEN Y JOUKO VILMUNEN: Sticky prices in the euro area: a summary of new micro evidence.
- 0601 ARTURO GALINDO, ALEJANDRO IZQUIERDO Y JOSÉ MANUEL MONTERO: Real exchange rates, dollarization and industrial employment in Latin America.
- 0602 JUAN A. ROJAS Y CARLOS URRUTIA: Social security reform with uninsurable income risk and endogenous borrowing constraints.
- 0603 CRISTINA BARCELÓ: Housing tenure and labour mobility: a comparison across European countries.
- 0604 FRANCISCO DE CASTRO Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: The economic effects of exogenous fiscal shocks in Spain: a SVAR approach.
- 0605 RICARDO GIMENO Y CARMEN MARTÍNEZ-CARRASCAL: The interaction between house prices and loans for house purchase. The Spanish case.

#### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 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.
- 0501 JOSÉ RAMÓN MARTÍNEZ-RESANO: Size and heterogeneity matter. A microstructure-based analysis of regulation of secondary markets for government bonds.
- 0502 ALICIA GARCÍA HERRERO, SERGIO GAVILÁ Y DANIEL SANTABÁRBARA: China's banking reform: an assessment of its evolution and possible impact.
- 0503 ANA BUISÁN, DAVID LEARMONTH Y MARÍA SEBASTIÁ-BARRIEL: An industry approach to understanding export performance: stylised facts and empirical estimation.
- 0504 ANA BUISÁN Y FERNANDO RESTOY: Cross-country macroeconomic heterogeneity in EMU.
- 0505 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Una larga fase de expansión de la economía española.
- 0506 VÍCTOR GARCÍA-VAQUERO Y JORGE MARTÍNEZ: Fiscalidad de la vivienda en España.
- 0507 JAIME CARUANA: Monetary policy, financial stability and asset prices.
- 0601 JUAN F. JIMENO, JUAN A. ROJAS AND SERGIO PUENTE: Modelling the impact of aging on Social Security expenditures.
- 0602 PABLO MARTÍN-ACEÑA: La Banque de France, la BRI et la création du Service des Études de la Banque d'Espagne au début des années 1930.

## EDICIONES VARIAS<sup>1</sup>

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.)

NIGEL GLENDINNING Y JOSÉ MIGUEL MEDRANO: Goya y el Banco Nacional de San Carlos (2005). Edición en cartón: 30 €; edición en rústica: 22 €.

BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): El análisis de la economía española (2005) (\*).

BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1874-1939 (2005). 30 €.

## 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 crédito<sup>2</sup>

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*.

<b>BANCO DE ESPAÑA</b>	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
------------------------	---