

MERCADO DE DEUDA PÚBLICA

2006

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosisistema



MERCADO DE DEUDA PÚBLICA 2006

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, 2007

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	24
3 MERCADO SECUNDARIO DE DEUDA DEL ESTADO	27	3.1 Descripción general	29
		3.2 Negociación entre titulares	29
		3.2.1 Operaciones simples al contado	31
		3.2.2 Operaciones simultáneas	31
		3.3 Negociación con terceros	32
		3.3.1 Operaciones simples al contado	33
		3.3.2 Operaciones <i>repo</i> y simultáneas	33
		3.4 Mercados derivados	34
4 DISTRIBUCIÓN DE SALDOS POR GRUPOS DE AGENTES	37	4.1 Distribución de saldos vivos	39
		4.2 El Banco de España como entidad gestora	40
5 OTROS EMISORES	43	5.1 Mercado primario	45
		5.2 Mercado secundario	46
		5.3 Distribución por inversores	48
6 SUPERVISIÓN DEL SISTEMA	51		
7 INNOVACIONES	55		
APÉNDICE ESTADÍSTICO	61		
GLOSARIO	73		

1 SITUACIÓN GENERAL DE LOS MERCADOS

1 Situación general de los mercados

1.1 La situación económica y financiera general

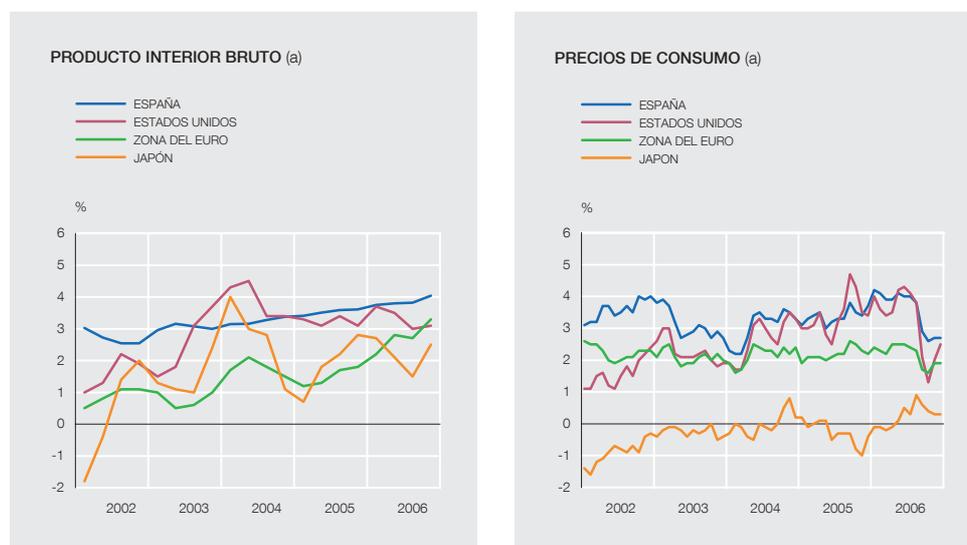
La economía mundial tuvo un comportamiento favorable en 2006, continuando la tendencia observada en los años anteriores más recientes. A este comportamiento contribuyeron, por un lado, la evolución de los tipos de interés a largo plazo, que aumentaron a ritmos moderados a pesar del endurecimiento de la política monetaria, y, por otro, la buena evolución de los mercados bursátiles y financieros. Las tasas de inflación registraron, en general, unos valores más contenidos que en 2005, si bien una de las principales fuentes de incertidumbre para 2007, como ya lo fue en 2006, vendrá de la evolución de los precios en el mercado del petróleo.

El crecimiento del PIB de Estados Unidos en 2006 se estima en el 3,2% (véase gráfico 1.1), al que contribuyó especialmente el buen tono del consumo privado, mientras que la formación bruta de capital fijo privada redujo fuertemente su empuje de la mano del significativo descenso de la inversión residencial. Los tipos de interés oficiales se elevaron un punto porcentual (pp) durante el primer semestre, permaneciendo estables desde entonces, con lo que se situaron en el 5,25% a final de año. Si bien la inflación interanual en diciembre era del 2,5% (3,4% en diciembre de 2005), el riesgo inflacionista sigue siendo aún una de las principales preocupaciones de la Reserva Federal. En Japón, la esperada recuperación económica que se advertía a finales de 2005 no se terminó de consolidar a lo largo de 2006 y, aunque el PIB creció un 2,2%, el perfil trimestral de dicha evolución mostró una notable ralentización durante el segundo y el tercer trimestres. Ante el escenario inicialmente previsto de un crecimiento sostenido del PIB, el Banco de Japón elevó en julio el tipo de interés oficial, hasta situarlo en el 0,25%. El índice general de precios registró una tasa de crecimiento acumulado anual del 0,3%, con lo que el riesgo de retorno a la deflación no se ha disipado totalmente.

La economía china mantuvo el elevado ritmo de actividad de años anteriores — con un incremento del PIB del 10,7% —, consolidando el proceso de moderación de la inflación. En América Latina los indicadores mostraron una reactivación del crecimiento en Brasil y México, cierta estabilización del fuerte ritmo de expansión en Argentina y Venezuela, y una significativa ralentización del crecimiento en Chile.

En la zona del euro la actividad económica mantuvo un fuerte dinamismo, registrando un crecimiento del PIB del 2,8% (1,5% en 2005). Tanto la demanda interna en todos sus componentes (consumo privado y público, y formación bruta de capital fijo) como la demanda externa contribuyeron positivamente a la obtención de dicho registro. Por lo que respecta a los precios, la inflación tendió a moderarse a lo largo del segundo semestre de 2006, favorecida por el comportamiento de los precios del petróleo, de forma que el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) se situó en el 1,9% en diciembre (tres décimas menos que en diciembre del año anterior), mientras que la inflación subyacente lo hizo en el 1,6%. En este entorno, el Consejo de Gobierno del BCE decidió seguir reduciendo el estímulo de la política monetaria con cinco aumentos sucesivos de los tipos de interés oficiales — de 25 puntos básicos (pb) cada uno — en marzo, junio, agosto, octubre y diciembre de 2006, que deben añadirse al repunte de 25 pb que inició este ciclo alcista en diciembre de 2005. Como consecuencia de estas intervenciones, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación se situó en el 3,5% a finales de año.

La economía española acentuó en 2006 el creciente dinamismo que viene mostrando desde mediados de 2004, con un incremento del PIB del 3,9%, una tasa de crecimiento superior en



FUENTE: Banco de España.

a. Tasas de variación interanual.

cuatro décimas a la registrada en 2005. Dicha evolución se basó en la mayor contribución del sector exterior, que, aun siendo negativa (-1 %), fue siete décimas superior a la de 2005 (-1,7%), compensando así la desaceleración observada de la demanda nacional derivada del menor crecimiento del consumo tanto privado como público y de la inversión en construcción. El único componente de la demanda nacional que tuvo una evolución más dinámica que el año anterior fue la inversión en bienes de equipo. La inflación inició una tendencia descendente a partir del verano, y así, en términos del IAPC, los precios crecieron a una tasa acumulada en diciembre del 2,7%, lo que supone 1 pp menos que la tasa registrada en diciembre de 2005. Como consecuencia de este cambio de tendencia, tuvo lugar una sustancial reducción del diferencial de inflación con la zona del euro, que se situó en 0,8 pp en diciembre de 2006, frente a los 1,5 pp de diferencial observados en el mismo mes del año anterior.

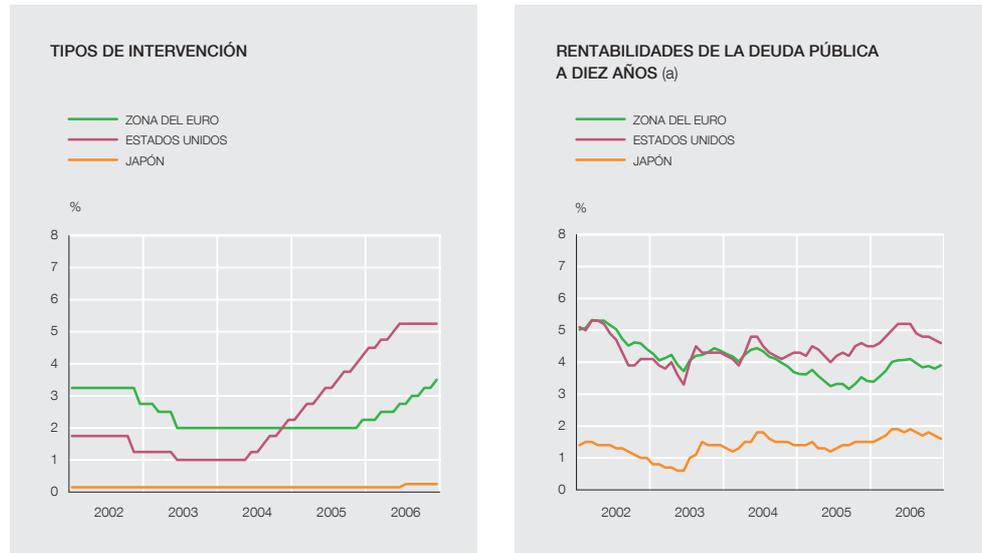
1.2 Los mercados financieros internacionales

Las tendencias generales que dominaron la evolución de los mercados financieros internacionales durante 2006 fueron el incremento de los tipos de interés a largo plazo, la revalorización de las bolsas y la apreciación del euro.

La evolución de los tipos de interés a largo plazo fue paralela en Estados Unidos, Japón y la zona del euro, y se caracterizó por un período alcista durante el primer semestre del 2006 seguido de una reducción de los mismos en el segundo semestre del ejercicio (véase gráfico 1.2), si bien se mantuvieron durante todo el período por encima de los valores registrados a final del año anterior.

De este modo, en la zona del euro los tipos de interés de la deuda pública a diez años se situaron en diciembre en un 3,9%, acumulando a lo largo de 2006 aumentos de casi 50 pb. Por su parte, tanto en Estados Unidos como en Japón las rentabilidades a diez años terminaron aumentando solo ligeramente, y se situaron en un 4,6% y un 1,6%, respectivamente, en diciembre, en torno a 10 pb por encima de las registradas en diciembre de 2005 en ambos casos.

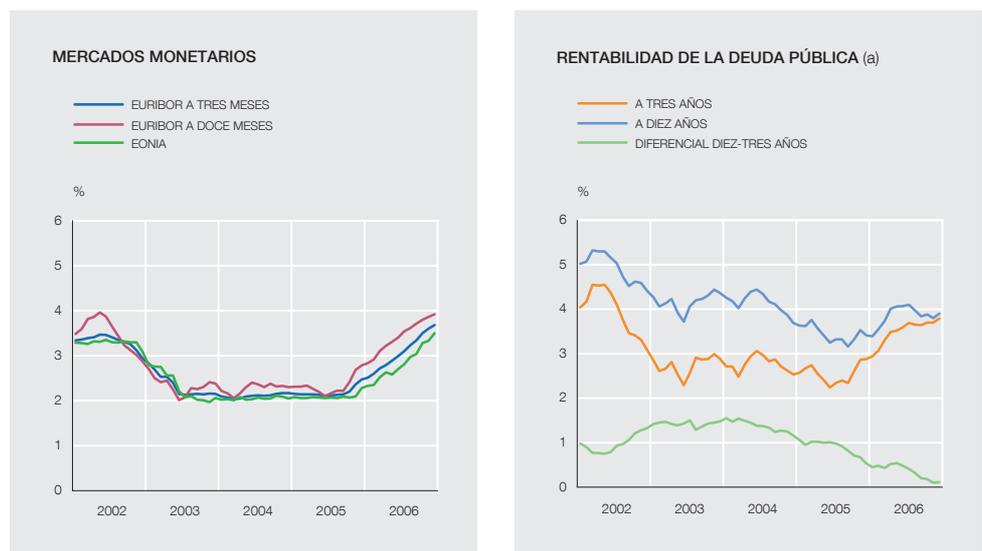
Como consecuencia de la distinta intensidad de los movimientos de los tipos de largo plazo, el diferencial de tipos de interés a diez años entre el conjunto de la zona del euro y Estados



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.

TIPOS DE INTERÉS EN LA ZONA DEL EURO

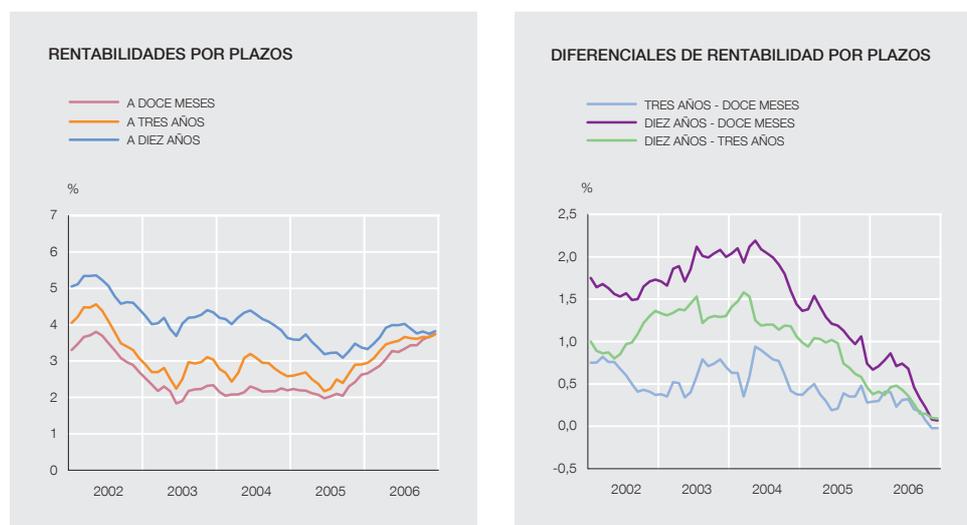


FUENTE: Banco de España.

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.

Unidos se estrechó alrededor de 40 pb, cifrándose en diciembre en torno a los 70 pb a favor de este último país.

Las decisiones de política monetaria adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE en el último año afectaron en la medida esperada a los tipos de interés negociados en los mercados monetarios de la zona del euro, que continuaron durante 2006 la tendencia alcista iniciada en el último trimestre del año anterior. El EURIBOR a doce meses se situó en diciembre en torno al 3,9%, es decir, unos 110 pb por encima del nivel alcanzado en diciembre de 2005,



FUENTE: Banco de España.

mientras que el EURIBOR a tres meses se situó en torno al 3,7%, unos 120 pb por encima del registrado un año antes (véase gráfico 1.3).

Los mercados internacionales de renta variable mantuvieron en 2006 el curso alcista que ha caracterizado los últimos ejercicios. Mientras que en Japón el Nikkei experimentó una revalorización del 6,9% (muy inferior al 40% computado en 2005), en Estados Unidos el índice S&P 500 marcó una revalorización del 13,6% (en contraste con el 3% registrado en 2005). La revalorización acumulada en España por el índice Ibex 35 fue del 31,8%, por encima del 15,1% del Euro Stoxx 50.

El debilitamiento del dólar frente al euro en 2006 fue la tónica general en los mercados cambiarios, y una de las justificaciones de esta evolución fue, entre otras, la reducción del diferencial de tipos de interés a corto plazo entre Estados Unidos y la zona del euro. En concreto, el euro se apreció con respecto al dólar un 11,6% en el conjunto del año. En relación con el yen, el euro se apreció un 13% en el mismo período.

1.3 El mercado de deuda pública en España

La estrategia de emisión que el Tesoro llevó a cabo en 2006 volvió a suponer una modificación de la estructura temporal de la deuda pública, favoreciendo un pequeño alargamiento de la vida media del saldo vivo total de la deuda anotada, gracias a la emisión neta negativa de letras del Tesoro y bonos del Estado y a la emisión neta positiva de obligaciones del Estado. En términos de emisión neta de deuda pública, la financiación obtenida por el Estado registró un importe negativo de 2.579,6 millones de euros en 2006. Como consecuencia de ello, el saldo vivo experimentó una reducción del 1% (en el capítulo 2 se encontrará un análisis detallado de la estructura de emisiones de deuda anotada).

En los mercados primarios de deuda pública, la tendencia general en 2006 fue de aumento de los tipos de interés marginales de las distintas subastas de títulos. En el caso de las letras del Tesoro a doce meses, el tipo marginal de la subasta alcanzó el 3,78% en diciembre, lo que supuso un aumento, respecto a la subasta del mismo mes del año anterior, de unos 110 pb, muy similar al aumento en promedio anual. En el caso de la deuda a medio y largo plazo, también se experimentaron aumentos de los tipos marginales de las subastas, si bien estos tuvieron lugar tan solo en la primera mitad del año, sin que a partir de entonces se observaran cambios significativos. En concreto, el tipo marginal de las emisiones de bonos a tres años

experimentó un incremento acumulado anual de unos 100 pb, mientras que en las emisiones de bonos a cinco años y de obligaciones a diez años los aumentos fueron de menor intensidad, cifrándose en unos 60 y 50 pb, respectivamente.

Los mercados secundarios de deuda pública mostraron una evolución general muy similar a la comentada para los mercados primarios e incluso, para cada instrumento y plazo, la intensidad de los aumentos fue muy parecida en uno y otro mercado. Así, la rentabilidad de las letras del Tesoro a doce meses se situó en el 3,75% en diciembre, unos 110 pb superior a la de diciembre de 2005. En promedio anual, este aumento de rentabilidad también estuvo en torno a los 110 pb. Por su parte, los bonos y obligaciones a tres, cinco y diez años acumularon en diciembre aumentos de unos 80, 70 y 40 pb, respectivamente, cifras muy similares a los aumentos calculados en promedio anual (90, 80 y 40 pb). La distinta intensidad de estos movimientos llevó a un fuerte proceso de convergencia de las rentabilidades negociadas en los distintos instrumentos y plazos (véase gráfico 1.4).

En general, como ya se comentó anteriormente, se han mantenido constantes los diferenciales de rentabilidades de España respecto a la zona del euro. Así, la diferencia de cotización entre el bono alemán de referencia a diez años y el correspondiente bono español se mantuvo durante todo el año entre 4 y 6 pb.

2 MERCADO PRIMARIO DE DEUDA DEL ESTADO

2 Mercado primario de deuda del Estado

El año 2006 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 11.471 millones de euros, frente a los 6.022 millones de euros de superávit registrados el año anterior¹. Este resultado, unido a la reducción que registraron los saldos de tesorería (por valor de 364 millones de euros) y al incremento neto registrado por el resto de activos financieros (por valor de 5.421 millones de euros), ha acabado determinando una capacidad de endeudamiento del Estado igual a 6.414 millones de euros.

Ese excedente de recursos ha permitido que el saldo de deuda del Estado anotada se haya visto reducido en 2.579,6 millones de euros a lo largo de 2006². En cuanto a la actividad en el primario, el ejercicio 2006 se ha saldado con una contracción en el nivel de colocaciones brutas, cifrada en un 13%. Por otra parte, el marcado aplanamiento registrado en la curva de rentabilidades a lo largo del ejercicio ha permitido que, a pesar de la elevación registrada en los tipos de interés oficiales, el coste medio de la captación de fondos por parte del Tesoro se haya mantenido en el nivel de mínimos históricos que se registró en 2005. En términos relativos, la tónica favorable bajo la que se ha desarrollado la financiación del Tesoro se ha traducido, un año más, en unos costes financieros inferiores a los de la media de los emisores soberanos integrados en el área 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 2006 ha presentado un superávit de caja que ascendió a 11.471 millones de euros. El saldo primario de caja del período ha ascendido a 27.090 millones de euros, lo que supone el 2,78% del PIB.

Como se indicaba en la introducción, el Estado ha registrado durante 2006 una capacidad de endeudamiento por un importe igual a 6.414 millones de euros. En consonancia con este hecho, la financiación neta captada mediante letras, bonos y obligaciones durante 2006 ha registrado un importe negativo de 2.579,6 millones de euros. A pesar de que la disponibilidad de capacidad de endeudamiento por parte del Estado ya se ha venido produciendo en los años más recientes, el hecho de que la apelación neta del Tesoro mediante letras, bonos y obligaciones haya sido en conjunto negativa constituye una novedad significativa.

La composición de la financiación neta obtenida por el Tesoro ha favorecido que se produjera una ligerísima extensión de la vida media del saldo de letras, bonos y obligaciones hasta casi 6,8 años. En concreto, este alargamiento ha tenido lugar gracias a la concentración de la apelación neta de signo positivo en el segmento de las obligaciones del Tesoro. Gracias a este esfuerzo, la emisión neta conjunta de bonos y obligaciones se contrajo en solo 586,6 millones de euros en términos nominales, frente a la amortización neta por un importe igual a 1.992,9 millones de euros que registró el conjunto de las líneas de letras.

1. Debe observarse que, en términos de Contabilidad Nacional (SEC-95), la capacidad de financiación del Estado durante 2006 ascendió a 7.360 millones de euros, lo que supone un 0,75% del PIB. 2. A fin de dar una visión más precisa de la positiva evolución financiera, debe tenerse también en cuenta que durante el ejercicio 2006 se amortizaron préstamos del interior, deuda asumida y deuda y préstamos en divisas por un valor conjunto igual a 4.106 millones de euros.

Como resultado de la política de financiación ejecutada por el Tesoro en 2006, se ha producido una contracción cercana al 1% en el saldo de deuda del Estado anotada, cuyo importe nominal ascendía, al concluir ese ejercicio, a 295.375,0 millones de euros. Por lo que se refiere al nivel de actividad en el primario, el volumen ligeramente inferior de amortizaciones que, en conjunto, tuvieron lugar durante 2006 y, sobre todo, la ausencia de una necesidad de captar fondos en términos netos han acabado determinando que la emisión bruta durante 2006 se haya contraído alrededor de un 13% en términos interanuales. En concreto, el importe de letras, bonos y obligaciones colocados ascendió en términos nominales a 56.461,7 millones de euros.

Por lo que a costes se refiere, la financiación captada durante 2006 se situó en torno a los niveles vigentes en el mercado secundario en el momento de las subastas respectivas³ y, en conjunto, en unos niveles inferiores a los de la media de los Estados del área del euro. La evolución de los tipos de financiación estuvo marcada por cierta disparidad, como resultado del hecho de que los tipos oficiales ascendieron 125 pb en el conjunto del año, mientras que la rentabilidad a largo plazo (obligaciones a diez años) lo hizo en menor medida (106 pb). En conjunto, esa evolución, junto con la estrategia de financiación practicada durante 2006, ha determinado que el coste de financiación medio se haya situado aproximadamente en el mismo nivel que en el ejercicio anterior.

2.2 Evolución del mercado primario

La captación neta de fondos durante 2006 se ha caracterizado, como ya se ha apuntado, por el signo negativo de su balance final. En términos de composición, esta amortización neta ha afectado a las letras y a los bonos, mientras que la financiación mediante obligaciones del Estado registró un importe neto positivo. En concreto, si bien la aportación de fondos de las obligaciones a diez y treinta años fue inferior a la registrada en 2005, es destacable su signo positivo, que casi compensó la amortización neta registrada por los bonos a tres y cinco años.

En términos cuantitativos, el saldo de letras en circulación a finales de 2006 se contrajo un 6% en relación con el año anterior. En consecuencia, el peso del saldo vivo de letras dentro del conjunto de deuda del Estado cayó a finales de 2006 hasta el 10,60%, desde el 11,17% que suponía en 2005. Esta contracción del saldo relativo de letras ha afectado a las líneas a seis y dieciocho meses. Por el contrario, el saldo de letras emitidas a un año ha registrado un crecimiento cercano al 9%.

Esta evolución diferencial de las distintas líneas de letras debe enmarcarse en la reformulación de la estrategia de financiación a corto plazo que ha emprendido el Tesoro en 2006. La coexistencia de líneas de financiación a corto plazo diferenciadas en cuanto a sus plazos y a sus fechas de amortización originaba complicaciones en la gestión de los saldos de tesorería. Este hecho, junto con la creciente dificultad para mantener compromisos de liquidez en una multiplicidad de instrumentos, ha aconsejado configurar una política de emisión a corto plazo basada en letras a un año en las que emisión y amortización se encadenan al efecto de minimizar los efectos en la cuenta de tesorería.

La puesta en marcha de esta política en 2006 ha supuesto la total amortización del saldo de letras a seis meses, el cual ya se había visto recortado sustancialmente en 2005. De acuerdo con la nueva estrategia, las letras emitidas a dieciocho meses se emitieron por última vez en enero de 2007. La decisión de dejar de emitir letras a dieciocho meses no supuso una drástica reducción en 2006 de su colocación bruta, dado el alto volumen de amortizaciones que

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

Año 2006

Millones de euros y %

	EMISIÓN BRUTA			AMORTIZACIÓN			EMISIÓN NETA			SALDO		
	2006	2005	%	2006	2005	%	2006	2005	%	2006	2005	%
Total	56.461,7	64.961,4	-13	59.041,3	59.872,2	-1	-2.579,6	5.089,2	-151	295.375,0	297.954,6	-1
Total letras	25.890,9	28.998,7	-11	27.883,9	32.692,6	-15	-1.992,9	-3.693,9	46	31.300,9	33.293,8	-6
A tres meses	0,0	0,0	—	0,0	773,9	-100	0,0	-773,9	100	0,0	0,0	—
A seis meses	0,0	3.390,4	-100	1.719,7	4.677,4	-63	-1.719,7	-1.287,0	-34	0,0	1.719,7	-100
A un año	11.390,8	10.715,4	6	10.561,0	12.530,3	-16	829,9	-1.814,9	146	10.413,7	9.583,8	9
A dieciocho meses	14.500,1	14.892,8	-3	15.603,2	14.711,0	6	-1.103,1	181,8	-707	20.887,2	21.990,3	-5
Total bonos y obligaciones	30.570,8	35.962,7	-15	31.157,4	27.179,6	15	-586,6	8.783,1	-107	264.074,1	264.660,7	0
A tres años	9.919,6	6.067,1	63	11.151,4	1.243,0	797	-1.231,7	4.824,1	-126	22.672,0	23.903,7	-5
A cinco años	5.298,6	10.407,9	-49	12.107,2	20.681,1	-41	-6.808,6	-10.273,2	34	38.753,1	45.561,7	-15
A diez años	11.696,0	10.262,8	14	7.898,9	5.255,5	50	3.797,1	5.007,3	-24	123.445,9	119.648,8	3
A quince años	0,0	1.204,5	-100	0,0	0,0	—	0,0	1.204,5	-100	43.732,8	43.732,8	0
A treinta años	3.656,6	8.020,4	-54	0,0	0,0	—	3.656,6	8.020,4	-54	35.470,4	31.813,8	11

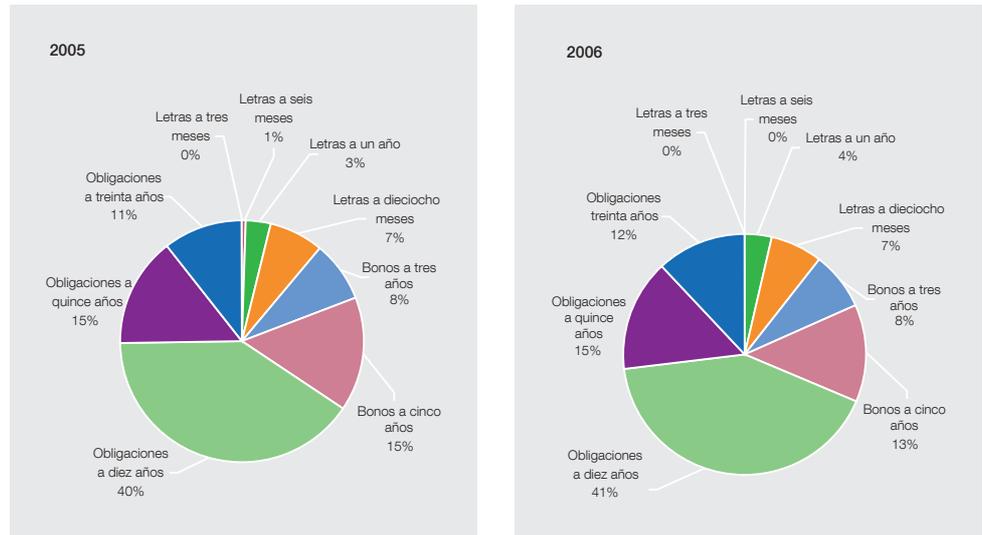
FUENTE: Banco de España.

se debían afrontar y la intención de no afectar negativamente a su liquidez hasta el momento de su emisión final, liquidez que, por otra parte, se suma a la de las letras a un año emitidas seis meses más tarde⁴. Por todo ello, la contracción registrada en el saldo vivo de letras a dieciocho meses durante 2006 fue relativamente moderada (5%).

En el cuadro 2.1 puede apreciarse cómo los determinantes que se acaban de describir han dado lugar a que la financiación bruta mediante letras haya experimentado de nuevo una contracción durante 2006, próxima al 11%, tras la caída del 21% que se había producido en 2005. Una evidencia del inicio de la nueva estrategia de emisión en este tramo es el marcado repunte interanual (146%) de las emisiones netas de letras a un año. Ciertamente, la magnitud de este resultado está condicionada por el recurso negativo a este instrumento que tuvo lugar en 2005, lo que ha supuesto un nivel de amortizaciones que se tenían que refinar durante 2006 relativamente moderado. Por todo ello, las letras a un año fueron la única de las líneas de financiación a corto plazo cuya emisión bruta creció en 2006, cifrándose dicho incremento en el 6%.

Por lo que se refiere a la financiación neta captada a medio y largo plazo, la estrategia de colocación a largo plazo se ha consolidado, al concentrar las obligaciones a diez y treinta años toda la captación neta de fondos. Este hecho, unido a la amortización de un bono emitido originalmente a tres años, ha impedido que el saldo de bonos emitidos a tres años pudiera mantenerse en sus niveles de 2005, pese a que la emisión bruta en este instrumento fue la que experimentó el mayor incremento individual registrado en 2006. En cualquier caso, la magnitud de su contracción (5%) es menos significativa que la correspondiente a los bonos a cinco años (15%), segmento en el que también tuvo lugar en el ejercicio una amorti-

4. Obsérvese que, como este efecto no alcanzará a las letras a un año emitidas en la primera mitad del año 2007, el tesoro ha anunciado que durante ese período estas letras serán objeto de reapertura como letras a seis o siete meses. De esta forma, el saldo vivo de las diferentes líneas de letras no sufrirá distorsiones relativas importantes. La introducción de letras a seis meses responderá, por tanto, a un objetivo instrumental. La reforma del mercado de letras culminará en 2008.



FUENTE: Banco de España.

zación solo parcialmente compensada con un volumen de nuevas emisiones sensiblemente menor al registrado en 2005⁵. La constancia del saldo de obligaciones a quince años a lo largo de 2006 ha sido una consecuencia inmediata de la suspensión de la línea en 2005 y de la ausencia de amortizaciones durante 2006.

En términos de actividad bruta, la condición de referencia que corresponde al plazo a diez años ha determinado que el nivel máximo de emisión se registrase en ese segmento. Del conjunto de la colocación realizada, 5.000 millones de euros se emitieron mediante sindicación, a fin de garantizar una más eficiente colocación en la emisión de una nueva referencia. El saldo de obligaciones emitidas originalmente a diez años ha acabado creciendo un 3% en el conjunto de 2006. Como se indicó anteriormente, la actividad en bonos a tres años puestos en circulación también ha sido significativa en el conjunto del año, habiéndose saldado con la emisión de 9.919,6 millones de euros y el lanzamiento de una nueva referencia de cupón 2,90%.

La magnitud que se alcanza en la colocación bruta de obligaciones a treinta años está condicionada por las menores exigencias en lo referente a la cadencia con que deben introducirse nuevas líneas. En consonancia con este hecho, la actividad registrada durante 2006 ha supuesto una contracción del 54% en relación con la correspondiente a 2005. De hecho, si se atiende a la comparación entre los volúmenes de bonos y obligaciones emitidos durante 2006 con las previsiones de finales de 2005 para el ejercicio siguiente, se confirma que tanto la obligación a treinta años como incluso la de diez años han acomodado en mayor medida el ajuste a la baja necesario, como consecuencia de la cómoda situación financiera. Naturalmente, el crecimiento del saldo vivo de obligaciones a treinta años (11%) es coherente con el hecho de que esta línea constituye uno de los pilares de la estrategia de financiación a medio y largo plazo del Tesoro.

En conjunto, la política de emisión a medio y largo plazo determinó que el saldo de bonos y obligaciones alcanzase, al concluir 2006, el 89,40% de la deuda del Estado (véase gráfico 2.1), lo que supone 0,6 pp más que en 2005. El especial interés que ha revestido la emi-

5. A este respecto, debe observarse que, en su programa de emisión para 2007, el Tesoro contempla la apertura de una nueva referencia en el bono a cinco años.

sión a más largo plazo ha hecho que las obligaciones alcancen alrededor del 77% del saldo de emisiones originalmente a medio y largo plazo.

La política de fomento de la liquidez en las referencias de medio y largo plazo durante 2006 se ha saldado en los siguientes términos. El saldo vivo con que se cerró la emisión de las últimas obligaciones a diez años fue igual a 11.695,5 millones de euros, inferior a los 14.411,7 millones de euros con que se cerró la anterior referencia a diez años de cupón 4,40% y en niveles similares a los que se cerró el segmento de diez años en 2003. El cierre de la anterior referencia a tres años también se produjo con un saldo acumulado elevado (13.782,2 millones de euros)⁶. El saldo vivo al concluir la emisión de la referencia de bonos de cinco años emitidos durante 2006 alcanzaba 13.591,5 millones de euros. Por lo que se refiere al segmento de treinta años, la referencia emitida durante 2006 arrancó ya en 2005 y su emisión sigue estando programada en el primer trimestre de 2007.

La ejecución del programa de financiación de 2006 se ha materializado mediante un total de 40 subastas y sus correspondientes segundas vueltas, así como mediante la colocación por sindicación de la obligación de diez años de cupón 3,80%. De esta forma, la frecuencia del recurso al mercado por parte del Tesoro ha vuelto a reducirse un año más. Por lo que se refiere al desarrollo de las segundas vueltas, los ejercicios 2005 y 2006 no se han diferenciado sensiblemente en lo referente a la propensión a su recurso. En 2006, un 55% de las subastas registró solicitudes en la segunda vuelta, recibiendo una adjudicación conjunta que supuso un 5,3% de las colocaciones totales. En el año anterior, esos indicadores fueron 57% y 5%, respectivamente.

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 2,5 para las letras a doce meses, mientras que la correspondiente a obligaciones a diez años fue de 1,8. Como ya ha venido ocurriendo en el pasado, constituye una excepción a esta tónica la ratio de cobertura media de obligaciones a treinta años, que se situó en 2,6, evidenciando una vez más el interés que ha tenido la deuda a más largo plazo en la reciente coyuntura de bajas rentabilidades. En la comparación con los datos correspondientes al ejercicio 2005, destaca la sensible reducción de la ratio de cobertura que se registró durante 2006 en las líneas de letras a doce meses (de 3,34 a 2,55) y de bonos a tres años (de 2,66 a 1,99), así como la mejor acogida que tuvieron las letras a dieciocho meses (de 2,30 a 2,75).

2.3 Recompas de deuda

Durante 2006, 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 intensificación del programa de recompras de deuda. En total, se ejecutaron recompras en cuatro sesiones repartidas en los meses de abril y de mayo. Mediante este conjunto de operaciones se procedió a amortizar anticipadamente un número de bonos más extenso que en 2005. En concreto, se acometieron recompras de once referencias, que habían sido emitidas originalmente como bonos a tres o cinco años, o como obligaciones a diez y quince años. El volumen nominal de las recompras practicadas ascendió a 4.386,0 millones de euros, frente a 4.307,0 millones de euros en 2005.

El cuadro 2.2 resume las operaciones de recompra efectuadas en 2006. En el mismo, cabe establecer cierta dicotomía en cuanto a las referencias que han sido objeto de amortización anticipada. Por un lado están las referencias cuya amortización iba a tener lugar durante el

6. El cierre de la referencia emitida durante 2006 ha tenido lugar en febrero de 2007.

Año 2006

Años, millones de euros y %

	AÑOS DE VIDA RESIDUAL (a)	EFFECTIVO	NOMINAL RECOMPRADO	NOMINAL OFERTADO	SALDO PREVIO A LAS RECOMPRAS	% DEL SALDO OFERTADO	% DEL SALDO RECOMPRADO	% REC./OFER. (b)
Total		4.632,4	4.386,0	10.005,0	114.693,4	8,7	3,8	43,8
B-5 (4,80%)	0,5	304,9	295,0	910,0	11.147,2	8,2	2,6	32,4
O-10 (7,35%)	0,9	79,4	76,0	184,0	3.597,0	5,1	2,1	41,3
B-3 (3,00%)	1,2	1.033,1	1.080,0	1.970,0	13.152,0	15,0	8,2	54,8
B-5 (4,25%)	1,5	580,8	560,0	1.430,0	12.560,0	11,4	4,5	39,2
O-10 (6,00%)	1,8	572,1	540,0	931,0	16.767,1	5,6	3,2	58,0
B-5 (3,60%)	2,7	406,6	400,0	880,0	13.508,0	6,5	3,0	45,5
O-15 (8,20%)	2,8	0,0	0,0	60,0	4.246,0	1,4	0,0	0,0
O-10 (5,15%)	3,2	643,2	590,0	1.010,0	12.572,0	8,0	4,7	58,4
O-10 (5,40%)	5,3	603,2	540,0	1.300,0	13.195,1	9,9	4,1	41,5
O-10 (5,35%)	5,4	409,2	305,0	1.330,0	12.612,0	10,5	2,4	22,9
O-15 (8,70%)	5,8	0,0	0,0	0,0	1.337,0	0,0	0,0	—

FUENTE: Banco de España.

a. Tras la última recompra del período.

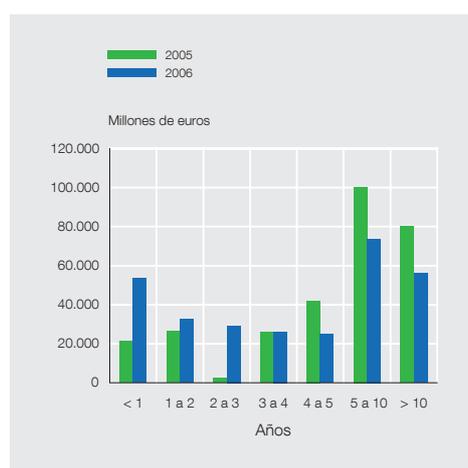
b. Ratio de nominal recomprado sobre nominal ofertado, en porcentaje.

ejercicio 2006 o en los primeros meses de 2007, como los bonos de cupón 4,80%, 3,00% o 4,25%, o las obligaciones de cupón 7,35% o 6,00%. El importe de las recompras efectuadas de las mismas han moderado el riesgo de refinanciación. Por otro lado, el resto de operaciones de recompra ha 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 ofertas para amortización de deuda se distribuyeron con mayor uniformidad que en otros ejercicios. En cualquier caso, el máximo interés lo concentraron los bonos de cupón 3,00% y 4,25%, que vencen, respectivamente, en julio y octubre de 2007. En el ámbito de estas transacciones de

DISTRIBUCIÓN POR VENCIMIENTOS

GRÁFICO 2.2



FUENTE: Banco de España.

elevado importe, la mayor coincidencia de intereses entre oferentes y Tesoro tuvo lugar en la primera referencia, a juzgar por la ratio de recompras sobre ofertas, que alcanzó el 54,8%. En cualquier caso, el máximo interés mutuo se alcanzó en referencias cuya amortización no es inminente, como la obligación de cupón 5,15%. En el extremo contrario, las recompras de obligaciones a quince años no tuvieron una favorable acogida, hasta el punto de que la correspondiente a la obligación de cupón 8,70% no registró peticiones de venta, mientras que la correspondiente a la obligación de cupón 8,20% se declaró desierta.

El gráfico 2.2 refleja el perfil de amortizaciones al que se enfrentaba el Tesoro a la conclusión del ejercicio 2006. Un rasgo destacable en ese gráfico es el significativo aumento en el volumen de amortizaciones en los próximos ejercicios. Aunque en buena medida ese hecho es atribuible a decisiones de emisión de anteriores ejercicios, la reestructuración del mercado de letras que se ha acometido en 2006 ha determinado un aumento en las necesidades de refinanciación en 2007 y 2008.

3 MERCADO SECUNDARIO DE DEUDA DEL ESTADO

3 Mercado secundario de deuda del Estado

3.1 Descripción general

En 2006, la negociación en el mercado de deuda pública alcanzó 22,6 billones de euros, lo que supuso un aumento del 1,9% en relación con los importes contratados en el año inmediatamente anterior. Esta ligera expansión y el moderado retroceso de 2005, cifrado en el -2,8%, permiten caracterizar los últimos tres años como un período muy estable, en términos de volúmenes cruzados, en este mercado.

La evolución no ha sido pareja en los ámbitos de titulares y de terceros. En efecto, mientras que en el primero de ellos se registró una caída del 2,6% en la negociación, en el segundo la contratación se expandió un 4,3%. No obstante, siendo las variaciones tan limitadas, la importancia relativa de ambos tramos de negociación se mantuvo básicamente estable, de forma que la contratación 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 lugar, 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 2006 entre los distintos instrumentos negociados muestra la paulatina concentración del mercado en la deuda no segregada a medio y largo plazo. Así, tanto la contratación de letras, que supuso un 7,5% del total negociado, como la de instrumentos segregados, con un 1% del mercado, redujeron su importancia relativa en términos cuantitativos. Por el contrario, con un aumento de casi tres puntos porcentuales, la negociación con bonos y obligaciones concentró en 2006 el 91,5% de los importes cruzados.

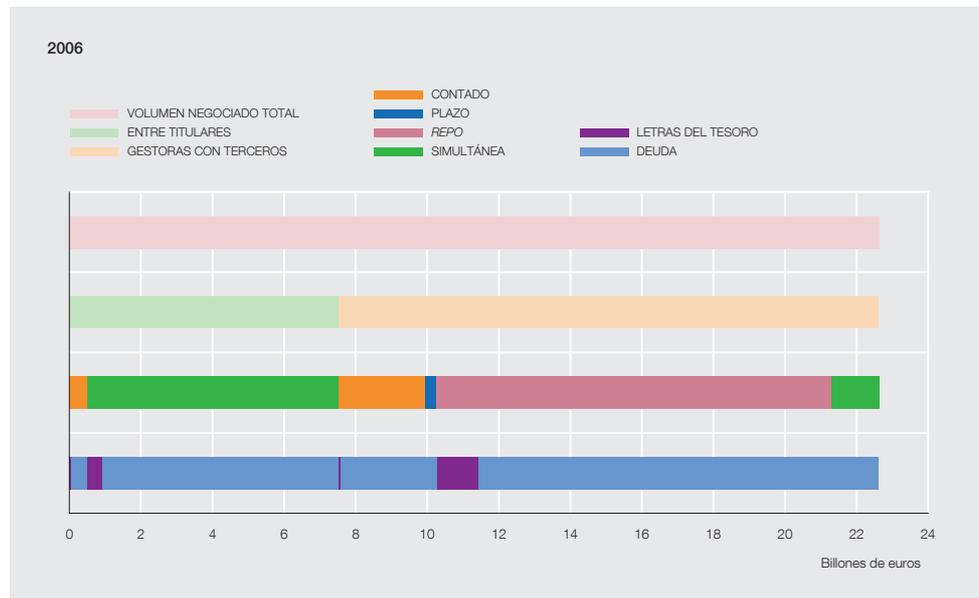
En 2006, las operaciones *repo* acumularon el 48,8% de la contratación total, mientras que las simultáneas representaron el 36,9%. A la vista de estas cifras, resulta claro que las operaciones simples, tanto al contado como a plazo, tienen una importancia bastante reducida: la cuota de la operativa al contado se situó en el 12,8%, mientras que la correspondiente a las operaciones a plazo alcanzó el 1,5%.

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 contratados¹.

3.2 Negociación entre titulares

La negociación entre titulares, cifrada en 7,5 billones de euros, se redujo un 2,6% en 2006. Esta variación es el resultado de descensos en las contrataciones con los tres tipos de instrumentos, aunque, dada su importancia, la caída más relevante (un 2,6%) es la observada en la negociación de bonos y obligaciones, que se situó en 7,1 billones de euros; esta cifra representa el 93,5% de la negociación entre titulares. Por su parte, la negociación con letras del

¹ La contratación de principales y cupones segregados se ha sumado a la correspondiente a bonos y obligaciones para facilitar la interpretación del gráfico, evitando la proliferación de un número excesivo de subdivisiones, muchas de ellas con volúmenes casi inapreciables. Esta agregación también se realiza en el gráfico 3.2.



FUENTE: Banco de España.

NEGOCIACIÓN ENTRE TITULARES

CUADRO 3.1

Año 2006

mm de euros y %

	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL	
	VOLUMEN	VARIACIÓN S/2005 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/2005 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/2005 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/2005 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/2005 (%)
Total	508,0	-10,0	3,6	-63,4	0,1	-99,9	7.032,1	-1,0	7.543,8	-2,6
Letras del Tesoro	63,9	-22,4	0,5	300,0	0,0	-100,0	416,5	3,8	480,9	-0,7
Bonos y obligaciones	439,2	-8,4	2,8	-70,5	0,1	-99,9	6.609,6	-1,0	7.051,7	-2,6
Principales y cupones	4,9	87,0	0,3	41,5	—	—	6,0	-71,4	11,2	-52,9

FUENTE: Banco de España.

Tesoro alcanzó casi medio billón de euros y la realizada con instrumentos segregados apenas superó los 11 mm de euros.

Por tipo de operación, hay que señalar que en 2006, al igual que en 2005, la operativa al contado registró una caída significativa, un 10%. Como hecho relevante, hay que destacar que la operativa *repo* casi ha desaparecido, pues los titulares instrumentan sus operaciones temporales mediante las simultáneas; en este sentido, recientemente se ha modificado la regulación del mercado, de forma que las operaciones *repo* ya solo pueden realizarse en el ámbito de la negociación con terceros².

Con estas evoluciones, y continuando la tendencia de años anteriores, las operaciones simultáneas siguen ganando peso porcentual y en 2006 supusieron el 93,2% de la negociación entre titulares. Por el contrario, las operaciones al contado, con una cuota del 6,7%, siguen perdiendo importancia en este tramo del mercado.

2. Véase capítulo 7, «Innovaciones».

%	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL (b)	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006
	Total (b)	7,3	6,7	0,1	0,0	0,9	0,0	91,7	93,2	100,0
<i>Letras del Tesoro</i>	1,1	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	5,2	5,5	6,3	6,4
<i>Bonos y obligaciones</i>	6,2	5,8	0,1	0,0	0,9	0,0	86,2	87,6	93,4	93,5
<i>Principales y cupones</i>	0,0	0,1	0,0	0,0	—	—	0,3	0,1	0,3	0,1

FUENTE: Banco de España.

a. Porcentajes sobre la negociación total entre titulares.

b. En algunos casos, las rúbricas de totales pueden diferir de la suma de sus componentes, a consecuencia de los redondeos.

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 2005; por su parte, el cuadro 3.2 muestra las cuotas de negociación para los años 2005 y 2006.

Por último, la parte izquierda del gráfico 3.2 muestra la estructura de la negociación entre titulares para esos dos mismos años. Estos dos cuadros y el gráfico sirven de apoyo a la lectura del resto de 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 el resto de operaciones.

3.2.1 OPERACIONES SIMPLES AL CONTADO

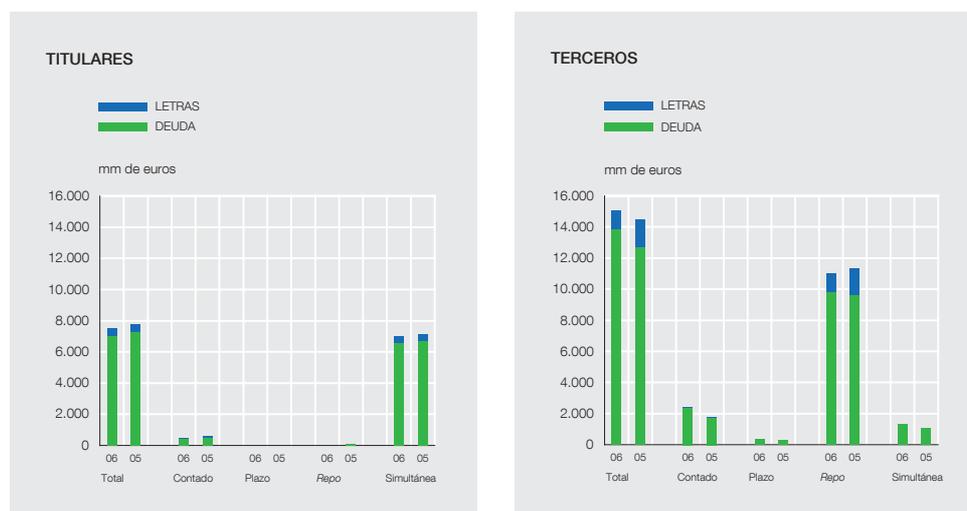
La negociación al contado registró un descenso del 10% en 2006, ya que bajó desde 564 mm de euros en 2005 a 508 mm en 2006. Esta caída es el reflejo de la evolución observada en la contratación con bonos y obligaciones —pues esta constituye el grueso de la actividad en este ámbito del mercado—, que, con un descenso del 8,4%, pasó de 479 mm de euros en 2005 a 439 mm en 2006.

La concentración de la negociación al contado de bonos y obligaciones en unas pocas emisiones aumentó en 2006. En efecto, mientras que en 2005 las seis emisiones más negociadas concentraron el 46% de la contratación, en 2006 basta con tener en cuenta las cinco referencias con mayor actividad para acumular el 51% de los volúmenes cruzados. En concreto, estas cinco emisiones fueron, por orden de importancia: la obligación con cupón 3,15% y vencimiento en enero de 2016, que acumuló casi el 18% de la contratación; el bono con cupón 2,90% y vencimiento en octubre de 2008; la obligación con cupón 4,40% y vencimiento en enero de 2015; el bono con cupón 3,25% y vencimiento en julio de 2010, y el bono con cupón 3,60% y vencimiento en enero de 2009.

Por su parte, la negociación al contado de letras del Tesoro se redujo un 22,4% en 2006, al pasar de 82 mm de euros en 2005 a 64 mm en 2006. Finalmente, los volúmenes cruzados con instrumentos segregados, si bien casi se doblaron, se situaron en el entorno de tan solo 5 mm de euros.

3.2.2 OPERACIONES SIMULTÁNEAS

En 2006, la negociación de operaciones simultáneas entre titulares registró un ligero descenso (del 1%) y se situó en 7 billones de euros, de los que 6,6 billones se cruzaron con bonos y obligaciones. La contratación restante se realizó principalmente con letras del Tesoro (416 mm



FUENTE: Banco de España.

de euros), puesto que los volúmenes cruzados con instrumentos segregados siguieron en niveles muy reducidos (6 mm de euros).

En 2006, este tipo de operativa acumuló el 93,2% de la contratación entre titulares, cuota que es 1,5 pp superior a la observada en 2005 y que, como se ha visto, corresponde en su mayor parte (87,6 pp) a la negociación con bonos y obligaciones.

3.3 Negociación con terceros

La negociación con terceros creció un 4,3% en 2006 y totalizó un volumen de negociación de 15,1 billones de euros. 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 13,6 billones, registraron un aumento del 9,4%.

Por su parte, los volúmenes cruzados con letras del Tesoro sumaron 1,2 billones de euros, lo que supuso un retroceso del 30,4% respecto a la contratación registrada en 2005. Finalmente, la negociación con principales y cupones segregados se situó en tan solo 222 mm de euros.

La concentración de la contratación en la deuda a medio y largo plazo aumentó en 2006, ya que este tramo supuso el 90,5% del total de la negociación con terceros, frente al 86,3% que representaba en 2005. La cuota de las letras del Tesoro bajó cuatro puntos porcentuales, hasta situarse en el 8,1%, mientras que la correspondiente a los instrumentos segregados, con una caída de dos décimas, se situó en el 1,5%.

Por tipo de operación, solamente se observó el descenso de las operaciones *repo* (un -2,7%), pues en los casos restantes se produjeron aumentos de cierta consideración. En efecto, las operaciones al contado aumentaron un 35,8%; las simultáneas, un 24,5%, y, por último, las operaciones a plazo, un 11,1%.

Con estas evoluciones, las operaciones *repo* siguen perdiendo peso en el total de la negociación con terceros, aunque continúan siendo las más importantes en este ámbito, pues suponen el 73,2% de la contratación. Por su parte, las operaciones al contado acumularon el 15,9% de la negociación, mientras que las simultáneas y las operaciones a plazo representaron el 8,8 % y el 2,2%, respectivamente.

Año 2006

	mm de euros y %									
	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL	
	VOLUMEN	VARIACIÓN S/2005 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/2005 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/2005 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/2005 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/2005 (%)
Total	2.395,3	35,8	324,4	11,1	11.035,6	-2,7	1.320,2	24,5	15.075,5	4,3
<i>Letras del Tesoro</i>	29,1	-11,4	0,0	-100,0	1.185,3	-30,6	0,3	-89,7	1.214,7	-30,4
<i>Bonos y obligaciones</i>	2.356,7	36,6	323,6	11,0	9.638,4	2,6	1.319,6	24,8	13.638,3	9,4
<i>Principales y cupones</i>	9,5	71,2	0,8	716,3	211,9	-9,1	0,3	-46,9	222,5	-7,0

FUENTE: Banco de España.

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 2005 y 2006.

3.3.1 OPERACIONES SIMPLES AL CONTADO

La contratación al contado, que totalizó 2.395 mm de euros, experimentó un aumento del 35,8% en 2006. Esta operativa estuvo centrada en la negociación de bonos y obligaciones, que se situó en 2.357 mm; de esta forma, los importes negociados con letras del Tesoro y con deuda segregada fueron muy reducidos: 29 mm y 9 mm, respectivamente.

En la negociación de letras del Tesoro, las entidades gestoras dieron contrapartida en nombre propio a sus clientes en el 98% de los volúmenes contratados. Este porcentaje es inferior en el caso de los bonos y obligaciones (un 81%) y en el 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 presencia del registro por orden conjunta de las partes en la negociación de deuda a medio y largo plazo puede explicarse por la mayor actividad de inversores institucionales y de no residentes en este segmento del mercado.

Otro indicador de este hecho es que el volumen medio por operación es más alto cuando se produce el registro por orden conjunta de las partes. En concreto, dicho importe ascendió en 2006 a 21,5 millones de euros, mientras que en el caso de las operaciones en las que las entidades dieron contrapartida en nombre propio el volumen medio se situó, en ese mismo año, en 16,3 millones de euros.

Al igual que en el caso de la contratación al contado entre titulares, aunque de manera más atenuada, la negociación con terceros también mostró una elevada concentración: las cinco emisiones más negociadas durante 2006 acumularon el 36% de los volúmenes cruzados.

3.3.2 OPERACIONES REPO Y SIMULTÁNEAS

En 2006, la negociación en operaciones *repo* con terceros, que alcanzó 11 billones de euros, cayó un 2,7% 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 acumula el 73,2% de la negociación con terceros.

%	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL (b)	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006
	Total (b)	12,2	15,9	2,0	2,2	78,4	73,2	7,3	8,8	100,0
<i>Letras del Tesoro</i>	0,2	0,2	0,0	0,0	11,8	7,9	0,0	0,0	12,1	8,1
<i>Bonos y obligaciones</i>	11,9	15,6	2,0	2,1	65,0	63,9	7,3	8,8	86,3	90,5
<i>Principales y cupones</i>	0,0	0,1	0,0	0,0	1,6	1,4	0,0	0,0	1,7	1,5

FUENTE: Banco de España.

a. Porcentajes sobre la negociación total con terceros.

b. En algunos casos, las rúbricas de totales pueden diferir de la suma de sus componentes, a consecuencia de los redondeos.

De estos volúmenes negociados en *repo*, el 87% se cruzó con bonos y obligaciones; menor importancia tuvieron la negociación con letras del Tesoro (un 11% del total) y la contratación con principales y cupones segregados (el 2% restante).

En la negociación de *repos*, las gestoras dieron contrapartida en nombre propio en casi la totalidad de los volúmenes cruzados en 2006: de hecho, la presencia de otro tipo de intermediación puede considerarse anecdótica.

La negociación en operaciones simultáneas, realizada casi totalmente con bonos y obligaciones, creció un 24,8% en 2006 respecto a la observada en 2005 y se situó en 1,3 billones de euros. Con esta expansión, la contratación en simultáneas ganó importancia cuantitativa en 2006 —en concreto, 1,5 pp— y se situó en el 8,8% de la negociación con terceros.

Las entidades dieron contrapartida en nombre propio en la totalidad de las operaciones simultáneas realizadas con terceros. Los volúmenes medios por operación indican que en esta contratación participan grandes inversores, mientras que el resto de participantes 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 2006 en algo más de 4 millones de euros, el tamaño medio de una operación simultánea se situó casi en los 57 millones de euros.

3.4 Mercados derivados

En 2006, los mercados europeos de productos derivados de la deuda pública³ denominados en euros se comportaron de forma muy similar al año anterior. La actividad sigue concentrada en el mercado alemán, que sigue abarcando la práctica totalidad del volumen total negociado, con una cuota del 99,99%.

De la misma forma en que ha ocurrido en los últimos años, la contratación de estos instrumentos en EUREX siguió aumentando, aunque de manera menos acusada que en el ejercicio previo. Así, en 2006 alcanzó un volumen de negociación un 8% superior al de 2005, tras un incremento en dicho año con respecto a 2004 del 18%. En lo que se refiere exclusivamente a la negociación del futuro sobre el bono a diez años, que es el producto derivado de la deuda soberana más negociado (el futuro sobre el bono alemán a diez años representó el 46% del

3. Mientras en MEFF el único contrato derivado de deuda pública es el futuro sobre el bono nacional español a diez años, en EUREX se siguen negociando contratos de futuro y opción sobre el bono alemán a dos, cinco y diez años, así como futuros sobre el bono a treinta años.

total de la negociación de estos productos en EUREX), las cifras muestran un panorama muy similar, con un aumento del volumen negociado de solo un 4%.

En este contexto, MEFF confirmó la tendencia decreciente iniciada en 1998. El volumen total de contratación del futuro sobre el bono a diez años, que continuó representando un segmento residual del mercado, fue durante 2006 de solo 1,5 millones de euros, lo que supone un 67% menos de negociación que en 2005, año en el que el volumen ya era muy reducido. La posición abierta también experimentó una caída muy pronunciada, finalizando el año en 100.000 euros, la mitad que en 2005.

4 DISTRIBUCIÓN DE SALDOS POR GRUPOS DE AGENTES

4 Distribución de saldos por grupos de agentes

4.1 Distribución de saldos vivos

En 2006 se redujeron tanto los saldos vivos de letras del Tesoro (2 mm de euros) como los de bonos y obligaciones (1,7 mm); por el contrario, los saldos de instrumentos segregados aumentaron 2,4 mm de euros. Con estas variaciones, al cierre de 2006 los saldos vivos de letras del Tesoro ascendían a 31,3 mm de euros, los de bonos y obligaciones se situaban en 251,4 mm de euros¹ y, por último, los de principales y cupones segregados sumaban 23,1 mm de euros.

El gráfico 4.1 muestra, tanto para 2005 como para 2006, 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.12 y A.13 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.

Por lo que se refiere a los bonos y obligaciones, la variación más significativa es la ligera desinversión, cifrada en 4,2 mm de euros, de los no residentes, parcialmente compensada por el incremento de 3,5 mm de euros de las tenencias del grupo de otras instituciones financieras, en el que están incluidos los fondos de inversión, los fondos de pensiones y las empresas de seguros.

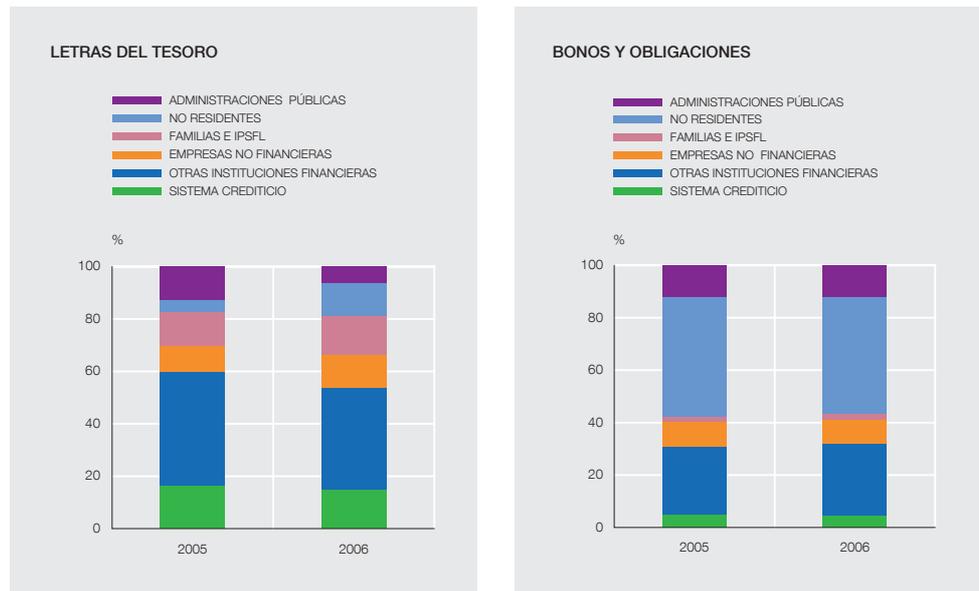
Aun así, son los inversores no residentes el grupo que posee una proporción mayor del saldo vivo de bonos y obligaciones —en concreto, un 44,7%—, mientras que el mencionado conjunto de otras instituciones financieras se mantiene en un segundo lugar, con unas tenencias del 27,4% del mencionado saldo. Tras estos dos grupos, los siguientes inversores más relevantes son las Administraciones Públicas y las empresas no financieras, con unas tenencias del 12% y del 9,5% del saldo vivo, respectivamente.

En relación con las letras del Tesoro, las actuaciones de los inversores no residentes y de las otras instituciones financieras han sido de sentido contrario a las vistas anteriormente. En efecto, mientras que los primeros aumentaron sus tenencias en 2,4 mm de euros, las segundas las redujeron en 2,2 mm. Además de estas dos variaciones, puede reseñarse también la desinversión de 2,4 mm realizada por las Administraciones Públicas. En este tipo de instrumentos, es el conjunto de otras instituciones financieras, con unas tenencias del 38,9% del saldo, el grupo inversor cuantitativamente más relevante.

En relación con los instrumentos segregados, se puede señalar que, al igual que en 2005, los inversores no residentes aumentaron sus tenencias. En concreto, este incremento se cifró en 2,9 mm de euros —cifra superior al aumento del saldo vivo—, con lo que a finales de 2006 eran propietarios del 41,5% 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 grupo inversor más importante, puesto que su propiedad alcanza el 47,2% del saldo vivo.

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.

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.

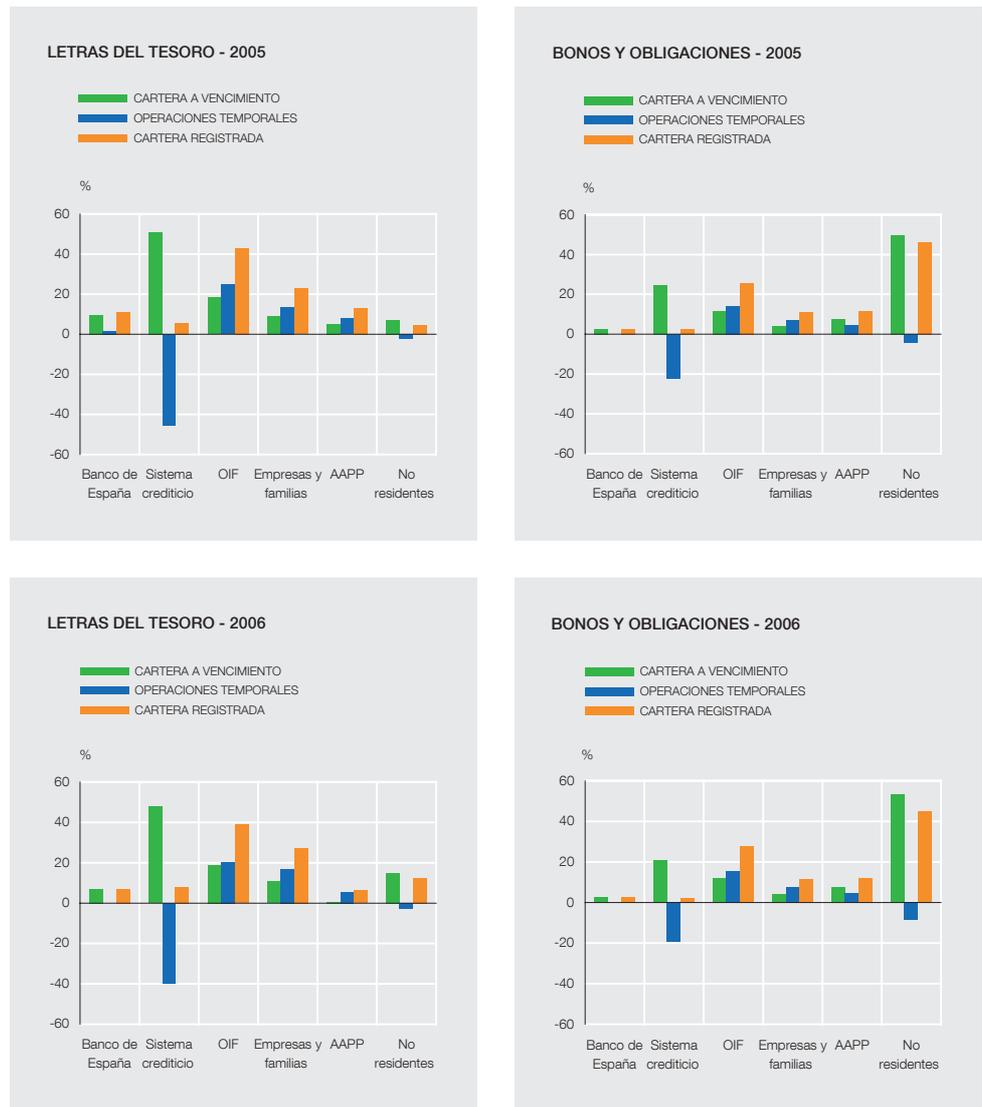
En efecto, por un lado, el sistema bancario, que actúa como intermediario, mantiene grandes carteras a vencimiento, que refinancia mediante operaciones temporales con otras instituciones financieras, empresas, familias y, desde febrero de 2001, con el Tesoro; por otro lado, los inversores no residentes 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 16% en 2006 y se situaron al final de dicho año en 6.038 de millones de euros. Este aumento ha sido el resultado de significativos avances tanto en los saldos registrados de letras del Tesoro como en los correspondientes a bonos y obligaciones: 26% y 9%, respectivamente.

Al cierre de 2006, los saldos de bonos y obligaciones ascendían a 3.531 millones de euros y representaban el 58% de los saldos mantenidos en las Cuentas Directas del Banco de España, cuatro puntos porcentuales menos que en 2005. Por su parte, las tenencias de letras del Tesoro mantenidas en este sistema, que se situaban en 2.507 millones de euros, representaban el 42% restante.

Con estas cifras, el Banco de España era, a finales de 2006, la séptima entidad gestora por tamaño de los saldos registrados, lo que representa una subida de dos lugares en esta clasi-



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.

ficación. En el caso de las letras del Tesoro, era la tercera entidad con mayores saldos registrados a favor de terceros, mientras que, en el caso de los bonos y obligaciones, se encontraba en la decimotercera plaza.

5 OTROS EMISORES

5 Otros emisores

El saldo de deuda anotada por otros emisores en la Central de Anotaciones se incrementó, en 2006, en 789 millones de euros, quedando en 17.585 millones de euros al cierre del año, frente a los 16.796 millones de euros registrados en el ejercicio anterior. En 2006 se produjo un aumento de las emisiones de deuda de Comunidades Autónomas, que compensó las amortizaciones de deuda de otras instituciones públicas. Sin embargo, el crecimiento del saldo vivo no se reflejó en el volumen de la operativa del mercado secundario, dado que este se redujo un 1,9% con respecto al año anterior. Esto se debió, fundamentalmente, a la caída en la negociación de *repos* con terceros, que concentra el grueso de la actividad del mercado.

5.1 Mercado primario

Como se acaba de señalar, la emisión neta de Comunidades Autónomas y otras instituciones públicas alcanzó 789 millones de euros en 2006. Esta cifra se puede descomponer en un incremento del saldo anotado por Comunidades Autónomas de 969 millones de euros y una disminución de 180 millones de euros del saldo anotado por 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 3.279 millones de euros a lo largo de 2006, superior a los 2.490 millones de euros que alcanzaron las amortizaciones. Como puede observarse en el cuadro 5.1, el total de las emisiones brutas de otros emisores correspondió a las Comunidades Autónomas.

La emisión neta de Comunidades Autónomas registró un aumento del 5% con respecto al año anterior. Los principales emisores de este año han sido la Comunidad de Canarias, que registró una emisión neta de 232 millones de euros, lo que supone un 81% más que en 2005, y la Comunidad de Castilla-La Mancha, con una emisión neta de 200 millones de euros, que contrasta con la amortización neta que se produjo en 2005. Las comunidades de Madrid, Aragón, Galicia y Castilla y León han contribuido también a la emisión neta, con aumentos de sus saldos de 193, 145, 129 y 111 millones de euros, respectivamente. La Comunidad de Cantabria, por su parte, contribuyó negativamente a la emisión neta total, con un descenso de 50 millones de euros, al amortizarse durante 2006 la totalidad del saldo que tenía en circulación a finales del ejercicio precedente. Igualmente, las comunidades de Baleares y Valencia registraron una emisión neta negativa, por importe de 23 y 21 millones de euros, respectivamente. Finalmente, la emisión neta de Murcia fue nula en 2006.

Por volumen de emisión bruta, la Junta de Andalucía fue la comunidad autónoma que emitió por mayor importe en 2006. A pesar de que sus emisiones se elevaron a 1.362 millones de euros, la emisión neta de Andalucía ascendió solamente a 55 millones de euros, dado que debió afrontar amortizaciones de deuda por importe de 1.307 millones de euros. A continuación, los volúmenes de emisión bruta más importantes se registraron en las comunidades de Madrid y Galicia, al cifrarse en 758 y 350 millones de euros, respectivamente. Son precisamente las tres comunidades autónomas citadas en este párrafo las que registraban el mayor saldo de deuda anotada al finalizar el año 2006.

En lo referente al resto de instituciones públicas con deuda registradas en la Central de Anotaciones, el saldo anotado correspondiente al Instituto de Crédito Oficial (ICO) no se alteró durante el ejercicio 2006, quedando en 1.091 millones de euros al cierre del ejercicio. Tampoco registraron modificación alguna los saldos registrados por el Instituto Nacional de Industria

Mercado primario. Año 2006

Millones de euros

	SALDO EN CIRCULACIÓN 31.12.2005	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN 31.12.2006
TOTAL	16.796	3.279	2.490	789	17.585
Comunidades Autónomas	14.972	3.279	2.310	969	15.942
<i>Andalucía</i>	4.697	1.362	1.307	55	4.752
<i>Aragón</i>	426	145	—	145	571
<i>Baleares</i>	486	—	23	-23	463
<i>Canarias</i>	768	270	39	232	1.000
<i>Cantabria</i>	50	—	50	-50	0
<i>Castilla y León</i>	593	111	—	111	704
<i>Castilla-La Mancha</i>	488	200	—	200	688
<i>Galicia</i>	2.338	350	221	129	2.467
<i>Madrid</i>	3.764	758	565	193	3.957
<i>Murcia</i>	367	—	—	0	367
<i>Navarra</i>	641	83	84	-1	640
<i>Valencia</i>	354	—	21	-21	333
Otras instituciones públicas	1.824	0	180	-180	1.643
<i>ICO</i>	1.091	—	—	—	1.091
<i>INI</i>	120	—	—	—	120
<i>RTVE</i>	180	—	—	—	180
<i>RENFE</i>	433	—	180	-180	252

FUENTE: Banco de España.

(INI) y por Radiotelevisión Española (RTVE), que cerraron el ejercicio 2006 en 120 y 180 millones de euros, respectivamente. Por último, la Red Nacional de Ferrocarriles Españoles (RENFE) disminuyó su saldo en la Central de Anotaciones en 180 millones de euros, como consecuencia de unas amortizaciones de ese mismo importe y una emisión bruta nula.

5.2 Mercado secundario

En 2006, el volumen negociado total de deuda de Comunidades Autónomas y otras instituciones públicas en el mercado secundario ascendió a 70.317 millones de euros, lo que representa un descenso del 1,9% con respecto al año anterior.

Esta disminución se concentró en el segmento de gestoras con terceros, donde la contratación ascendió a 69.625 millones de euros, un 2,4% menos que en 2005. Por otra parte, el volumen de negociación entre titulares de cuenta de la Central de Anotaciones alcanzó los 692 millones de euros en 2006, lo que representa un incremento del 87% con respecto al ejercicio anterior.

La operativa con bonos y obligaciones de Comunidades Autónomas concentró el 87,3% del volumen total negociado por el conjunto del mercado en 2006, elevándose a 61.378 millones de euros, un 2,6% menos que en 2005. La negociación de bonos y obligaciones de otras instituciones públicas disminuyó un 77,2% con respecto a 2005, quedando en 268 millones de euros, lo que representa apenas un 0,4% de la negociación total. Por último, la contratación de pagarés alcanzó los 8.671 millones de euros en 2006, lo que supone un incremento del 15,3% respecto al año anterior, representando el 12,3% restante de la operativa total.

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
2005	71.704	370	242	118	—	10	71.334	4.992	4	66.338	—
Total 2006	70.317	692	484	173	—	22	69.625	5.161	180	64.260	24
Bonos y obligaciones											
<i>De Comunidades Autónomas</i>	<i>61.378</i>	<i>661</i>	<i>467</i>	<i>173</i>	<i>—</i>	<i>22</i>	<i>60.717</i>	<i>4.604</i>	<i>180</i>	<i>55.908</i>	<i>24</i>
<i>De otras instituciones públicas</i>	<i>268</i>	<i>20</i>	<i>16</i>	<i>—</i>	<i>—</i>	<i>4</i>	<i>248</i>	<i>78</i>	<i>—</i>	<i>170</i>	<i>—</i>
<i>Pagarés</i>	<i>8.671</i>	<i>11</i>	<i>1</i>	<i>—</i>	<i>—</i>	<i>10</i>	<i>8.660</i>	<i>479</i>	<i>—</i>	<i>8.182</i>	<i>—</i>

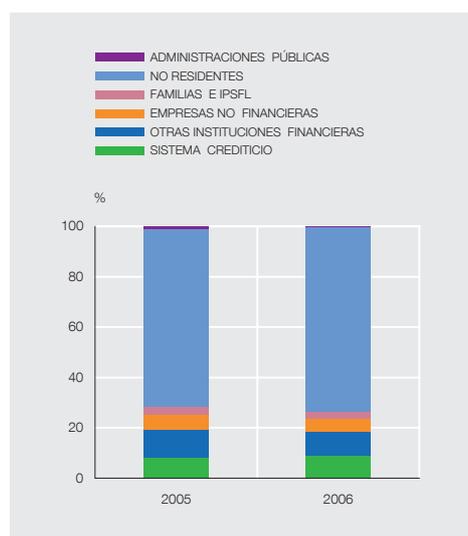
FUENTE: Banco de España.

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.

Dentro de la operativa con bonos y obligaciones autonómicos entre titulares de cuenta, es la contratación al contado el segmento más significativo, representando un 70,7% del importe total negociado entre titulares de cuenta. En concreto, esta negociación alcanzó 467 millones de euros en 2006, lo que supone un crecimiento del 119,2% con respecto al ejercicio anterior. Por su parte, la operativa a plazo entre titulares registró un aumento del 46,6%, al cifrarse en 173 millones de euros. Finalmente, la negociación a través de simultáneas registró un crecimiento del 175%, si bien dicha tasa de variación no es tan significativa, al tratarse de importes de negociación bastante reducidos.

El grueso de la actividad del mercado secundario de otros emisores se encuentra en el tramo de gestoras con terceros. En 2006, su volumen de contratación alcanzó los 69.625 millones de euros, un 99% de la contratación total, lo que representa una caída del 2,4% en relación con el año anterior.

Dentro de este segmento, la mayor parte de la negociación se instrumenta mediante *repos*. Concretamente, en el año 2006 su importe se elevó a 64.260 millones de euros, es decir, un 92,3% de la contratación total y un 3,1% menos que el ejercicio anterior. Un año más, esta negociación se instrumentó principalmente a través de la operativa con bonos y obligaciones de Comunidades Autónomas, que registró un descenso del 4,1% con respecto a 2005, hasta los 55.908 millones de euros. Esta caída, sin embargo, fue contrarrestada parcialmen-



FUENTE: Banco de España.

te por el incremento de la operativa en *repos* de los pagarés, que aumentaron un 17% en 2006. En el caso de *repos* instrumentados con bonos y obligaciones de otras instituciones públicas, el volumen de negociación entre gestoras y terceros disminuyó en un 83,6% en 2006.

Por su parte, la operativa al contado entre gestoras y terceros aumentó en un 3,4%, hasta 5.161 millones de euros. Sin embargo, dado que el contado tan solo representa el 7,4% de la contratación total, el incremento de su negociación no fue suficiente para compensar la disminución de la operativa en *repos*. El crecimiento de la negociación en el contado se debió exclusivamente a la mayor contratación de los bonos y obligaciones de las Comunidades Autónomas.

En síntesis, la reducción de la contratación en el mercado secundario de deuda de otros emisores se puede atribuir principalmente a la caída registrada en la actividad en *repos* en el mercado de gestoras con terceros, que no se ha visto compensada por el aumento en la negociación de operaciones al contado, tanto en el mercado entre titulares como en el mercado de gestoras con terceros.

5.3 Distribución por inversores

La distribución relativa del saldo registrado total de deuda de Comunidades Autónomas y otras instituciones públicas entre diferentes grupos de inversores mostraba, al cierre del ejercicio 2006, un perfil muy similar al del ejercicio anterior, como se observa en el gráfico 5.1. En él se aprecia la importancia mantenida por las carteras registradas a nombre de inversores no residentes, que representan, al cierre de 2006, un 73% del saldo total, frente al 70% que mantenían al final del ejercicio precedente. También creció ligeramente el peso relativo de la cartera del sistema crediticio, que aumentó hasta el 9,1% en 2006, frente al 8,1% anotado en el año precedente.

Estos incrementos se produjeron a costa de pequeñas reducciones de la presencia de otros grupos de inversores. Así, las carteras registradas por el grupo de otras instituciones financieras redujeron su peso relativo del 11,2% al 9,1% del saldo total; las de empresas no financieras disminuyeron su volumen relativo del 5,7% al 5,5%; las carteras en manos de familias e

instituciones sin fines de lucro disminuyeron del 3,5% al 2,9% y, por último, la cartera registrada por las Administraciones Públicas pasó de un 1% a un 0,3%.

La posición de los inversores no residentes se mantenía, prácticamente en su totalidad, y al igual que en años anteriores, a vencimiento. Así, el saldo mantenido en la Central de Anotaciones representaba un 73% del saldo anotado total al cierre de 2006, frente al 70% anotado en el año anterior. Por su parte, la cartera a vencimiento del sistema crediticio mantuvo un peso del 15,1% del saldo anotado total en 2006, frente al 16,3% del 2005, manteniendo abierta una posición de venta temporal por importe de 1.043 millones de euros.

Esta posición de venta temporal tenía como contrapartida las posiciones de compra temporal de otras instituciones financieras (645 millones de euros), empresas no financieras (262 millones de euros), familias e instituciones sin fines de lucro (97 millones de euros) y Administraciones Públicas (37 millones de euros).

6 SUPERVISIÓN DEL SISTEMA

6 Supervisión del sistema

Durante el ejercicio 2006, los servicios de inspección del Banco de España realizaron tres inspecciones completas a entidades gestoras con capacidad plena del mercado de deuda pública. Con fecha 31 de diciembre, los saldos registrados por cuenta de terceros por el conjunto de las entidades inspeccionadas representaban el 2% del saldo total de deuda en manos de terceros en la Central de Anotaciones.

Al igual que sucedió en los años anteriores, las deficiencias detectadas en estas inspecciones centradas en la operativa de las entidades como entidades gestoras, si bien son reiterativas, carecen de importancia, por lo que se concluye que dichas entidades realizan sus cometidos con una eficiencia razonable y elevada seguridad operativa.

Como ya ocurrió en el ejercicio anterior, no se apreciaron debilidades en la realización de las tareas de control interno de las operaciones. En lo que se refiere a las obligaciones de registro y comunicación a la Central de Anotaciones, se observó la misma deficiencia que en 2005, esto es, pequeños errores en las comunicaciones a Iberclear de los códigos de actividad de los terceros.

En cuanto a los aspectos contables, en una de las entidades supervisadas se detectó que dentro de su cartera propia no se seguían adecuadamente los criterios de clasificación de la cartera y, a su vez, los resultados de la misma no estaban bien clasificados en función de su naturaleza. En otra de las entidades supervisadas se observaron algunos errores en la clasificación de los saldos de terceros en cuentas de orden, que, además, no figuraban por el valor de mercado, sino por el valor nominal.

En lo relativo a las deficiencias relacionadas con la política de transparencia y de protección al inversor, la inspección constató en todas las entidades una serie de incidencias que vienen siendo comunes, tales como la falta de entrega de contratos de depósito de valores a los clientes, e incluso, en una de las entidades supervisadas, no existía además orden del cliente para ejecutar algunas operaciones. Por otro lado, se detectó la ausencia de comunicación a los clientes de la naturaleza del conjunto de la operación, es decir, qué parte estaba respaldada con deuda pública y qué parte no lo estaba.

Por último, tan solo en una de las entidades se cotejó la titularidad de los saldos a través del proceso de circularización, con un resultado en el porcentaje de respuestas recibidas que se considera satisfactorio, y a través del cual no se observó ninguna anomalía significativa.

Por lo que respecta al Servicio de Reclamaciones del Banco de España, en 2006 se recibieron doce reclamaciones relacionadas con deuda pública. Se presentaron ocho reclamaciones al Banco de España en calidad de entidad gestora y las otras cuatro se refirieron a otras entidades gestoras.

En cuanto a las ocho reclamaciones dirigidas al Banco de España como entidad gestora, en cuatro de ellas los reclamantes consideraban excesivo el tiempo de espera necesario para ser atendidos; en otra reclamación se solicitaba aclaración sobre la documentación recibida por el reclamante de otra entidad gestora; en la sexta, el reclamante mostraba su disconformidad con la comisión de transferencia cobrada; en la séptima se reclamaba que no se hubiera aplicado una transferencia a la petición de suscripción de letras del Tesoro; y en la última recla-

mación el reclamante mostraba su disconformidad con el número de días que integran el período entre la emisión y el vencimiento de las letras del Tesoro a un año.

Todas ellas fueron resueltas directamente por el Servicio de Reclamaciones, documentando la correcta actuación del Banco de España. En concreto, en las cuatro primeras reclamaciones la respuesta ofrecía disculpas, explicando las razones, al tiempo que ofrecía a los reclamantes la posibilidad de operar sin necesidad de desplazarse físicamente a las oficinas del Banco de España.

En cuanto a las cuatro reclamaciones dirigidas a otras entidades gestoras, en dos de ellas el expediente tuvo que archivarse, puesto que los reclamantes no cumplieron con el requisito de acudir previamente al defensor del cliente de las entidades gestoras en cuestión. Una tercera reclamación, referida a la venta de deuda pública sin consentimiento, fue resuelta ante tribunales sin pronunciamiento del Servicio. La última reclamación presentaba disconformidad con la valoración aplicada a la deuda pública y se resolvió con informe favorable a la entidad.

7 Innovaciones

Al igual que en años anteriores, la deuda pública española se comportó en 2006 de forma muy positiva. Tanto la buena situación relativa de la economía española frente a sus competidores europeos como la inmejorable calificación crediticia con la que cuenta por parte de las principales agencias de calificación del riesgo de crédito sostuvieron su buena valoración en los mercados financieros. Su rentabilidad, medida por la de las obligaciones del Estado a diez años, mostró una trayectoria prácticamente idéntica a la del bono alemán al mismo plazo, con un diferencial ajustado por las diferencias en las fechas de vencimiento estable en torno a dos puntos básicos y llegando a cotizar diferenciales negativos en algunos momentos del año.

Sin embargo, este buen comportamiento no impidió que en 2006 se invirtiese la tendencia de reducción del coste de emisión de la deuda puesta en circulación durante el año, situándose este un punto porcentual por encima del registrado en 2005. Dicho incremento se debió principalmente al aumento de las rentabilidades de las letras del Tesoro, que supusieron el 44% del total emitido. A pesar de ello, el coste medio de la cartera de deuda del Estado sí mantuvo en 2006 su tendencia a la baja, ya que las deudas amortizadas en el año fueron reemplazadas, en general, por nuevas emisiones con un coste de emisión menor.

En cuanto a la política de emisión del Tesoro en 2006, hay que destacar varios hechos significativos. En primer lugar, para potenciar la liquidez del mercado primario continuó la tendencia general de reducción del número de subastas e incremento del volumen emitido en cada una de ellas. Ahora bien, aunque el número de subastas disminuyó tanto en las letras como en los bonos y obligaciones, el importe medio adjudicado solamente se incrementó en las subastas de letras, reduciéndose en el caso de las subastas de bonos y obligaciones debido a la fuerte contracción en las necesidades de financiación. De hecho, esta reducción en el volumen total emitido propició que durante 2006 se suspendieran las subastas de letras a seis meses, lo cual ya se había hecho en 2005 para las letras a tres meses.

En segundo lugar, aunque la mayor parte del programa de financiación de 2006 se continuó cubriendo con subastas, que abarcaron el 90% del volumen total, el Tesoro volvió a hacer uso del procedimiento de sindicación para emitir una nueva obligación de referencia a diez años en octubre. Esta emisión, cuyo primer tramo fue de 5.000 millones de euros, constituyó un éxito tanto en términos de precio como de distribución entre los inversores finales. Así, la rentabilidad se situó 20 pb por debajo de la curva *swap* y solo 3 pb por encima del bono alemán a diez años, una vez ajustado el diferencial por las diferencias de vencimientos. Por otro lado, el 54% de la emisión fue adquirido por emisores finales y casi la mitad del total se colocó entre inversores de fuera de la zona del euro, con una presencia significativa de inversores asiáticos y norteamericanos. En 2006 también se lanzó una nueva referencia del bono del Estado a tres años, que fue subastado en enero y que, aunque tuvo menos visibilidad en los mercados que la obligación a diez años, alcanzó un saldo en circulación a final de año de casi 10.000 millones de euros.

Por otro lado, como novedad en el desarrollo de las subastas tanto de letras como de bonos y obligaciones, se elevó el importe nominal máximo por postor de 200.000 euros a un millón de euros en las peticiones no competitivas. Gracias a este cambio, los suscriptores pueden asegurarse valores del Tesoro hasta ese importe sin tener que presentar peticiones competitivas, que en muchas ocasiones acababan distorsionando el precio medio de la subasta. No obstante, este límite continuó siendo de 100 millones de euros para determinadas entidades.

Asimismo, se introdujeron cambios para mejorar la accesibilidad a la deuda del Estado por parte de los inversores minoristas, cuyas tenencias de deuda sobre el saldo vivo total han aumentado notablemente en el pasado reciente, debido a la elevación de los tipos de interés en la parte corta de la curva. En este sentido, en 2006 se introdujo la posibilidad de adquirir deuda pública con el nuevo DNI electrónico, que está siendo implantado progresivamente en todo el territorio nacional. Es decir, ahora se puede acceder a la compra y venta de valores del tesoro en www.tesoro.es, tanto con el certificado 2CA como mediante el nuevo DNI. Además, se incluyó en el servicio de compra de valores por Internet una operativa que ya existía para las cuentas directas «tradicionales»: las cuentas conjuntas. Estas cuentas permiten realizar operaciones a nombre de varios titulares con las mismas comisiones, garantías y seguridad que si se tratase de una cuenta unipersonal.

Otra medida que, como las anteriores, pretendía fomentar la demanda de deuda del Estado fue la renovación de los Fondtesoro, recogida en la Orden EHA/2688/2006, de 28 de julio de 2006. En este caso, la reforma persigue dar respuesta, por un lado, a la notable reducción de las tenencias de deuda del Estado por parte de los Fondtesoro, en particular¹, y de los fondos de inversión españoles, en general, en los últimos años; y, por otro, a la aprobación del nuevo Reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva (Real Decreto 1309/2005). Para ello se redujo de cinco a tres el número de tipos de Fondtesoro existentes (Fondtesoro largo plazo FI, Fondtesoro corto plazo FI y Fondtesoro Plus FI), con el objetivo de hacerlos más comprensibles para el inversor. Además, se amplió la gama de productos en los que pueden invertir para incluir nuevos activos de renta fija de alta calidad crediticia y dar más libertad en el uso de derivados. Por último, se recortaron las comisiones máximas aplicables a estos fondos.

También hubo en 2006 cambios concernientes a la gestión de la tesorería del Estado, destinados concretamente a mejorar el funcionamiento de las subastas de liquidez, por las que el Tesoro rentabiliza sus saldos en el Banco de España². Las modificaciones introducidas persiguen minimizar las distorsiones que estas operaciones pueden provocar en el mercado secundario de deuda, así como mejorar el rendimiento que obtiene el Estado por la cesión de su liquidez. Para ello, las medidas adoptadas fueron las siguientes:

- (i) Para fomentar la participación de entidades de menor tamaño, se redujo la puja mínima en las subastas del 2% al 1% del saldo diario, al tiempo que se aumentó de tres a cinco el número máximo de pujas que cada entidad puede presentar.
- (ii) Se incrementó notablemente la información proporcionada al mercado por el Tesoro antes de la celebración de las subastas, lo cual ha aumentado su transparencia. Mientras antes solamente se anunciaban los saldos máximos, mínimos y medios previstos, a partir de 2006 se comunica a los participantes la previsión diaria de saldos para cada uno de los días del mes, la cual se actualiza posteriormente el primer día hábil de cada semana.
- (iii) Finalmente, se amplió para determinados días el conjunto de garantías aceptables para las operaciones simultáneas. Desde que comenzó esta operativa en 2001, las únicas garantías aceptadas eran valores de deuda del Estado, lo cual era

1. El porcentaje de la cartera de los Fondtesoro invertido en deuda del Estado se situó en 2006 cerca del 75%, produciéndose un descenso en sus tenencias desde más de 11.000 millones de euros en 2002 a menos de 6.000 millones en 2006. 2. Esta operativa, que tiene lugar desde febrero de 2001, consiste en transferir diariamente mediante operaciones simultáneas sobre deuda la mayor parte del saldo de la cuenta del Tesoro en el Banco de España a las entidades de crédito que resultan adjudicatarias en dichas subastas.

un foco potencial de tensiones en su mercado cuando los saldos del Tesoro eran elevados. Desde 2006, y para evitar estas distorsiones, antes de celebrar cada subasta el Tesoro anuncia si aceptará, y en qué días, otros valores como garantía. Estos valores deberán cumplir una serie de condiciones: estar denominados en euros, registrados en Iberclear y ser de buena calidad crediticia (deuda de Estados de la UE, de Comunidades Autónomas o de otros emisores con *rating* AAA/Aaa). Aunque en las subastas celebradas en 2006 solo se aceptó deuda de otros Estados y de Comunidades Autónomas, el propósito a este respecto en 2007 es avanzar en las medidas necesarias para poder aceptar también valores de renta fija privada de alta calidad que cumplan los requisitos citados.

Otra novedad que tuvo lugar en 2006 en el ámbito de la operativa del Tesoro fue el avance en la regulación de ciertos procedimientos previstos en la Ley General Presupuestaria (Ley 47/2003, de 26 de noviembre). De un lado, la Orden EHA/333/2006, de 9 de febrero, estableció los supuestos en los que la Dirección General del Tesoro y Política Financiera podrá autorizar la apertura, fuera del Banco de España, de cuentas del Tesoro en entidades de crédito³. Y, de otro, se aprobó la nueva normativa reguladora de los procedimientos por los que el Tesoro puede obtener financiación complementaria⁴ a las emisiones regulares de deuda. La Orden EHA/2393/2006, de 14 de julio, establece las bases para la concertación de líneas de crédito y otras operaciones de financiación a corto plazo, así como de préstamos a medio y largo plazo por parte del Tesoro, todo ello previsto en la Ley General Presupuestaria. Hasta la aprobación de esta Orden EHA, el Tesoro realizaba estas operaciones de financiación amparado por:

- (i) Las órdenes anuales por las que se dispone la creación de deuda del Estado y se delegan determinadas facultades en el Director General del Tesoro y Política Financiera.
- (ii) La Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 9 de mayo de 1995, por la que se autorizaba la realización de operaciones de permuta de intereses sobre emisiones de deuda del Estado en pesetas y la formalización de líneas de crédito en pesetas movilizables mediante letras del Tesoro⁵.
- (iii) La Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 19 de junio de 1997, por la que se regulan las operaciones de segregación de principal y cupones de los valores de deuda del Estado y su reconstrucción, y se autoriza a la DGTPF a formalizar préstamos singulares con instituciones financieras.

Por otra parte, en 2006 también se produjeron cambios que afectaron a la organización del mercado español de deuda pública. La Ley 12/2006, de 16 de mayo, introdujo varias modificaciones a la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, completando así la regulación de Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad *Holding* de Mercados y Sistemas Financieros, SA. En lo que al mercado de deuda pública se refiere, se modificaron los artículos 31 y

3. Según la Ley General Presupuestaria, los ingresos y pagos del Estado y sus Organismos Autónomos se canalizarían, con carácter general, a través de cuentas en el Banco de España, mientras que la apertura de cuentas en otras entidades estaría sujeta a autorización por parte de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera y a la definición por parte del ministro de Economía y Hacienda de los supuestos excepcionales en los que se podría producir dicha autorización. 4. Estos procedimientos de financiación son complementarios a las emisiones regulares de deuda del Estado, ya que su objetivo básico es la cobertura de necesidades transitorias de tesorería que no conviene, desde los puntos de vista operativo y financiero, satisfacer con las citadas emisiones de valores. 5. Mientras que desde 1999 dichas líneas han sido movilizables contra la emisión de letras del Tesoro, en 2007 se pretende negociar un nuevo instrumento sin necesidad de emitir deuda adicional que permita cubrir riesgos operativos o de situaciones extremas.

44 bis de la Ley del Mercado de Valores para incluir a las sociedades administradoras de mercados secundarios españoles y a Iberclear, respectivamente, en el régimen de participaciones significativas previsto en el artículo 69 de la misma Ley para las empresas de servicios de inversión. Así, se considera significativa cualquier participación que alcance, directa o indirectamente, el 1% del capital o de los derechos de voto, o la que, sin llegar a ese porcentaje, permita ejercer una influencia notable en la sociedad. Por otro lado, sin perjuicio de las facultades de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de oponerse a una participación significativa en los términos previstos en dicho artículo 69, el ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la CNMV, podrá también oponerse a la adquisición o transmisión de una participación significativa en el capital de la sociedad cuando lo estime necesario para el buen funcionamiento de los mercados o de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores; o por no darse un trato equivalente a las entidades españolas en el país de origen del adquirente.

Por último, ya en 2007 ha tenido lugar otra modificación en la regulación del mercado español de deuda pública. El Banco de España, con su Circular 2/2007, de 26 de enero, del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, ha dado respuesta a la disposición transitoria primera de la Ley 44/2002, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero. En este sentido, manteniendo la coordinación con Iberclear, dicha Circular integra y sistematiza los aspectos relacionados con la negociación y la contratación de deuda pública una vez que Iberclear ha asumido sus funciones, entre las que se encuentran la gestión del sistema de registro y la liquidación de valores admitidos a negociación en el mercado de deuda pública. Al mismo tiempo, esta Circular ha eliminado la posibilidad de formalizar operaciones con pacto de recompra entre titulares de cuenta, limitando la operativa de los mismos, por tanto, a operaciones simples al contado o a plazo y a operaciones simultáneas.

APÉNDICE ESTADÍSTICO

ÍNDICE

- A.1 Letras del Tesoro a seis meses
- A.2 Letras del Tesoro a doce meses
- A.3 Letras del Tesoro a dieciocho meses
- A.4 Bonos del Estado a tres años
- A.5 Bonos del Estado a cinco años
- A.6 Obligaciones del Estado a diez años
- A.7 Obligaciones del Estado a treinta años
- A.8 Evolución de la contratación de letras del Tesoro
- A.9 Evolución de la contratación de bonos y obligaciones
- A.10 Evolución de la contratación de deuda segregada
- A.11 Rotación de la deuda del Estado
- A.12 Distribución por inversores de la deuda del Estado. Carteras registradas
- A.13 Distribución por inversores de la deuda del Estado. Carteras a vencimiento
- A.14 Distribución por inversores de la deuda de otros emisores. Carteras registradas
- A.15 Distribución por inversores de la deuda de otros emisores. Carteras a vencimiento

LETRAS DEL TESORO A SEIS MESES

CUADRO A.1

Año 2006

Millones de euros y %					
	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2005				1.719,7	
Total 2006	0,0	1.719,7	-1.719,7		
Enero	—	—	—	1.719,7	—
Febrero	—	567,0	-567,0	1.152,7	—
Marzo	—	—	—	1.152,7	—
Abril	—	600,0	-600,0	552,7	—
Mayo	—	—	—	552,7	—
Junio	—	552,7	-552,7	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 DOCE MESES

CUADRO A.2

Año 2006

Millones de euros y %					
	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2005				9.583,8	
Total 2006	11.390,8	10.561,0	829,9		
Enero	977,2	—	977,2	10.561,0	2,624
Febrero	1.012,4	1.664,2	-651,8	9.909,2	2,749
Marzo	920,6	—	920,6	10.829,8	2,929
Abril	938,8	1.878,9	-940,1	9.889,7	3,048
Mayo	984,7	—	984,7	10.874,4	3,124
Junio	948,6	1.843,1	-894,6	9.979,8	3,280
Julio	979,2	—	979,2	10.959,0	3,365
Agosto	902,1	1.638,4	-736,3	10.222,7	3,483
Septiembre	982,8	—	982,8	11.205,5	3,540
Octubre	970,6	1.732,7	-762,2	10.443,3	3,587
Noviembre	826,2	—	826,2	11.269,5	3,668
Diciembre	947,7	1.803,6	-855,8	10.413,7	3,775

FUENTE: Banco de España.

a. Dato de la última subasta de cada mes.

LETRAS DEL TESORO A DIECIOCHO MESES

CUADRO A.3

Año 2006

Millones de euros y %					
	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2005				21.990,3	
Total 2006	14.500,1	15.603,2	-1.103,1		
Enero	1.010,7	—	1.010,7	23.001,0	2,719
Febrero	1.466,3	2.654,9	-1.188,6	21.812,4	2,861
Marzo	1.093,6	—	1.093,6	22.906,1	3,081
Abril	1.373,0	2.797,4	-1.424,4	21.481,7	3,212
Mayo	938,6	—	938,6	22.420,3	3,265
Junio	2.394,2	2.699,0	-304,8	22.115,5	3,515
Julio	—	—	—	22.115,5	—
Agosto	1.537,4	2.353,0	-815,6	21.299,9	3,610
Septiembre	939,6	—	939,6	22.239,4	3,633
Octubre	1.479,9	2.844,6	-1.364,8	20.874,7	3,658
Noviembre	935,4	—	935,4	21.810,1	3,708
Diciembre	1.331,5	2.254,3	-922,8	20.887,2	3,825

FUENTE: Banco de España.

a. Dato de la última subasta de cada mes.

BONOS DEL ESTADO A TRES AÑOS

CUADRO A.4

Año 2006

Millones de euros y %					
	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2005				23.903,7	
Total 2006	9.919,6	11.151,4	-1.231,7		
Enero	4.104,4	10.071,4	-5.967,0	17.936,7	2,932
Febrero	1.622,6	—	1.622,6	19.559,3	3,086
Marzo	—	—	—	19.559,3	—
Abril	1.751,7	—	1.751,7	21.311,0	3,426
Mayo	—	1.080,0	-1.080,0	20.231,0	—
Junio	—	—	—	20.231,0	—
Julio	1.200,0	—	1.200,0	21.431,0	3,680
Agosto	—	—	—	21.431,0	—
Septiembre	—	—	—	21.431,0	—
Octubre	—	—	—	21.431,0	—
Noviembre	—	—	—	21.431,0	—
Diciembre	1.241,0	—	1.241,0	22.672,0	3,653

FUENTE: Banco de España.

a. Dato de la última subasta de cada mes.

BONOS DEL ESTADO A CINCO AÑOS

CUADRO A.5

Año 2006

Millones de euros y %					
	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2005				45.561,7	
Total 2006	5.298,6	12.107,2	-6.808,6		
Enero	—	—	—	45.561,7	—
Febrero	—	—	—	45.561,7	—
Marzo	1.333,0	—	1.333,0	46.894,7	3,271
Abril	—	295,0	-295,0	46.599,7	—
Mayo	—	960,0	-960,0	45.639,7	—
Junio	1.537,5	—	1.537,5	47.177,2	3,692
Julio	—	—	—	47.177,2	—
Agosto	—	—	—	47.177,2	—
Septiembre	1.215,0	—	1.215,0	48.392,2	3,676
Octubre	—	10.852,2	-10.852,2	37.540,0	—
Noviembre	1.213,1	—	1.213,1	38.753,1	3,658
Diciembre	—	—	—	38.753,1	—

FUENTE: Banco de España.

a. Dato de la última subasta de cada mes.

OBLIGACIONES DEL ESTADO A DIEZ AÑOS

CUADRO A.6

Año 2006

Millones de euros y %					
	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2005				119.648,8	
Total 2006	11.696,0	7.898,9	3.797,1		
Enero	1.642,4	2.881,6	-1.239,2	118.409,6	3,313
Febrero	—	—	—	118.409,6	—
Marzo	1.563,5	—	1.563,5	119.973,1	3,698
Abril	—	4.046,3	-4.046,3	115.926,8	—
Mayo	1.679,1	971,0	708,1	116.634,9	4,054
Junio (b)	—	—	—	116.634,9	—
Julio	1.811,0	—	1.811,0	118.445,9	3,993
Agosto	—	—	—	118.445,9	—
Septiembre	—	—	—	118.445,9	—
Octubre	5.000,0	—	5.000,0	123.445,9	3,856
Noviembre	—	—	—	123.445,9	—
Diciembre	—	—	—	123.445,9	—

FUENTE: Banco de España.

a. Dato de la última subasta de cada mes.

OBLIGACIONES DEL ESTADO A TREINTA AÑOS

CUADRO A.7

Año 2006

Millones de euros y %					
	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2005				31.813,8	
Total 2006	3.656,6	0,0	3.656,6		
Enero	—	—	—	31.813,8	—
Febrero	1.467,8	—	1.467,8	33.281,6	3,811
Marzo	—	—	—	33.281,6	—
Abril	982,4	—	982,4	34.264,0	4,270
Mayo	—	—	—	34.264,0	—
Junio	—	—	—	34.264,0	—
Julio	—	—	—	34.264,0	—
Agosto	—	—	—	34.264,0	—
Septiembre	1.206,4	—	1.206,4	35.470,4	4,034
Octubre	—	—	—	35.470,4	—
Noviembre	—	—	—	35.470,4	—
Diciembre	—	—	—	35.470,4	—

FUENTE: Banco de España.

a. Dato de la última subasta de cada mes.

EVOLUCIÓN DE LA CONTRATACIÓN DE LETRAS DEL TESORO

CUADRO A.8

mm de euros											
	TOTAL	ENTRE TITULARES					GESTORAS CON TERCEROS				
		TOTAL	CONTADO	PLAZO	REPOS	SIMULTÁ- NEAS	TOTAL	CONTADO	PLAZO	REPOS	SIMULTÁ- NEAS
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
2006	1.695,6	480,9	63,9	0,5	0,0	416,5	1.214,7	29,1	0,0	1.185,3	0,3

FUENTE: Banco de España.

EVOLUCIÓN DE LA CONTRATACIÓN DE BONOS Y OBLIGACIONES

CUADRO A.9

mm de euros

	TOTAL	ENTRE TITULARES					GESTORAS CON TERCEROS				
		TOTAL	CONTADO	PLAZO	REPOS	SIMULTÁ-NEAS	TOTAL	CONTADO	PLAZO	REPOS	SIMULTÁ-NEAS
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
2006	20.690,0	7.051,7	439,2	2,8	0,1	6.609,6	13.638,3	2.356,7	323,6	9.638,4	1.319,6

FUENTE: Banco de España.

EVOLUCIÓN DE LA CONTRATACIÓN DE DEUDA SEGREGADA (a)

CUADRO A.10

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
2006	233,7	11,2	4,9	0,3	—	6,0	222,5	9,5	0,8	211,9	0,3

FUENTE: Banco de España.

a. Incluye principales y cupones.

ROTACIÓN DE LA DEUDA DEL ESTADO

CUADRO A.11

Negociación total / Saldo medio

	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL (a)	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006
Total	7,6	9,5	1,0	1,1	37,3	36,1	26,7	27,3	72,7	74,0
<i>Letras del Tesoro</i>	3,2	2,8	0,0	0,0	47,1	36,0	11,1	12,7	61,4	51,6
<i>Bonos y obligaciones</i>	8,9	11,1	1,2	1,3	38,1	38,4	31,2	31,6	79,4	82,5
<i>Principales y cupones</i>	0,4	0,7	0,0	0,1	11,2	9,7	1,0	0,3	12,6	10,7

FUENTE: Banco de España.

a. En algunos casos, esta rúbrica puede diferir de la suma de sus componentes, a consecuencia de los redondeos.

DISTRIBUCIÓN POR INVERSORES DE LA DEUDA DEL ESTADO. CARTERAS REGISTRADAS

CUADRO A.12

	mm de euros y %													
	LETRAS DEL TESORO				BONOS Y OBLIGACIONES				PRINCIPALES Y CUPONES					
	2005		2006		2005		2006		2005		2006			
	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%		
Total	33,3	100,0	31,3	100,0	253,1	100,0	251,4	100,0	20,7	100,0	23,1	100,0		
Sistema crediticio	5,6	16,7	4,7	15,0	13,0	5,1	11,4	4,5	0,4	2,0	0,4	1,8		
<i>Banco de España</i>	3,7	11,2	2,2	7,0	6,8	2,7	6,4	2,5	0,0	0,1	0,0	0,0		
<i>Bancos</i>	0,8	2,3	1,3	4,1	1,4	0,5	1,5	0,6	0,3	1,3	0,3	1,2		
<i>Cajas de ahorros</i>	0,8	2,3	0,7	2,3	3,0	1,2	2,3	0,9	0,1	0,7	0,1	0,6		
<i>Cooperativas</i>	0,2	0,7	0,5	1,6	1,2	0,5	0,6	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0		
<i>Resto</i>	0,0	0,1	0,0	0,0	0,6	0,2	0,6	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0		
Otras instituciones financieras	14,4	43,1	12,2	38,9	65,2	25,8	68,7	27,4	10,8	52,0	10,9	47,2		
<i>Fondos de inversión</i>	10,4	31,3	7,3	23,3	31,4	12,4	32,4	12,9	4,9	23,7	4,9	21,0		
<i>Fondos de pensiones</i>	0,6	1,8	1,4	4,5	9,2	3,6	10,6	4,2	0,8	4,0	0,9	4,0		
<i>Seguros</i>	0,8	2,5	1,0	3,2	19,6	7,7	19,8	7,9	5,0	24,0	5,1	22,0		
<i>Resto</i>	2,5	7,5	2,5	7,9	5,0	2,0	5,9	2,4	0,1	0,3	0,0	0,2		
Empresas no financieras	3,3	10,0	3,9	12,5	24,1	9,5	24,0	9,5	0,6	3,0	0,7	2,9		
Familias	4,3	12,8	4,7	14,9	4,2	1,7	4,7	1,9	1,8	8,5	1,5	6,4		
Administraciones Públicas	4,3	12,9	1,9	6,2	30,2	11,9	30,3	12,0	0,4	2,0	0,0	0,2		
No residentes	1,5	4,5	3,9	12,5	116,5	46,0	112,3	44,7	6,7	32,4	9,6	41,5		

FUENTE: Banco de España.

DISTRIBUCIÓN POR INVERSORES DE LA DEUDA DEL ESTADO. CARTERAS A VENCIMIENTO

CUADRO A.13

mm de euros y %

	LETRAS DEL TESORO				BONOS Y OBLIGACIONES				PRINCIPALES Y CUPONES			
	2005		2006		2005		2006		2005		2006	
	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%
Total	33,3	100,0	31,3	100,0	253,1	100,0	251,4	100,0	20,7	100,0	23,1	100,0
Sistema crediticio	20,2	60,7	17,2	54,8	68,9	27,2	59,1	23,5	2,6	12,4	2,3	9,8
<i>Banco de España</i>	3,3	9,8	2,2	7,0	6,8	2,7	6,3	2,5	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Bancos</i>	9,5	28,5	7,6	24,4	27,7	10,9	22,2	8,8	1,5	7,0	1,2	4,9
<i>Cajas de ahorros</i>	6,8	20,6	6,5	20,6	33,3	13,2	29,9	11,9	1,1	5,4	1,1	4,7
<i>Cooperativas</i>	0,6	1,8	0,9	2,8	1,0	0,4	0,6	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1
<i>Resto</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
Otras instituciones financieras	6,1	18,3	5,9	18,7	29,6	11,7	29,8	11,8	9,5	46,1	9,5	40,9
<i>Fondos de inversión</i>	3,3	9,9	2,8	8,9	6,1	2,4	6,1	2,4	3,7	18,1	3,6	15,7
<i>Fondos de pensiones</i>	0,1	0,3	0,4	1,4	4,3	1,7	5,0	2,0	0,8	3,8	0,8	3,2
<i>Seguros</i>	0,3	0,8	0,5	1,4	16,6	6,6	15,9	6,3	4,9	23,9	5,0	21,7
<i>Resto</i>	2,4	7,3	2,2	7,0	2,6	1,0	2,8	1,1	0,1	0,3	0,1	0,3
Empresas no financieras	0,8	2,3	0,4	1,4	8,4	3,3	8,8	3,5	0,5	2,2	0,6	2,8
Familias	2,3	6,8	2,9	9,3	1,8	0,7	1,7	0,7	1,3	6,4	1,3	5,6
Administraciones Públicas	1,6	5,0	0,2	0,7	18,3	7,3	18,3	7,3	0,0	0,0	0,0	0,0
No residentes	2,3	6,9	4,7	15,1	126,1	49,8	133,7	53,2	6,8	32,9	9,4	40,9

FUENTE: Banco de España.

DISTRIBUCIÓN POR INVERSORES DE LA DEUDA DE OTROS EMISORES. CARTERAS REGISTRADAS

CUADRO A.14

Millones de euros y %

	DEUDA DE CCAA				OTRA DEUDA PÚBLICA				PAGARÉS			
	2005		2006		2005		2006		2005		2006	
	MILLONES	%	MILLONES	%	MILLONES	%	MILLONES	%	MILLONES	%	MILLONES	%
Total	14.652,6	100,0	15.612,6	100,0	1.824,3	100,0	1.644,0	100,0	319,9	100,0	329,9	100,0
Sistema crediticio	1.158,9	7,9	1.375,0	8,8	181,2	9,9	163,0	9,9	27,9	8,7	68,6	20,8
<i>Banco de España</i>	58,0	0,4	—	—	5,8	0,3	7,3	0,4	—	—	—	—
<i>Bancos</i>	836,0	5,7	1009,9	6,5	70,9	3,9	52,5	3,2	20,0	6,3	31,3	9,5
<i>Cajas de ahorros</i>	228,3	1,6	337,6	2,2	97,9	5,4	91,4	5,6	7,4	2,3	36,2	11,0
<i>Cooperativas</i>	24,5	0,2	20,9	0,1	4,5	0,2	11,1	0,7	—	—	1,2	0,4
<i>Resto</i>	12,1	0,1	7,2	0,0	2,1	0,1	0,6	0,0	0,5	0,2	—	—
Otras instituciones financieras	1.208,1	8,2	1.063,4	6,8	459,5	25,2	409,8	24,9	221,3	69,2	134,0	40,6
<i>Fondos de inversión</i>	571,5	3,9	436,7	2,8	36,3	2,0	27,6	1,7	203,7	63,7	107,9	32,7
<i>Fondos de pensiones</i>	137,7	0,9	121,1	0,8	42,1	2,3	31,0	1,9	12,5	3,9	25,3	7,7
<i>Seguros</i>	485,1	3,3	468,1	3,0	379,3	20,8	349,3	21,2	2,2	0,7	—	—
<i>Resto</i>	13,8	0,1	37,5	0,2	1,9	0,1	1,9	0,1	3,0	0,9	0,9	0,3
Empresas no financieras	700,3	4,8	727,1	4,7	186,4	10,2	167,6	10,2	67,8	21,2	70,3	21,3
Familias	226,4	1,5	165,1	1,1	364,7	20,0	339,8	20,7	2,8	0,9	2,4	0,7
Administraciones Públicas	162,3	1,1	37,1	0,2	0,7	0,0	0,7	0,0	—	—	16,4	5,0
No residentes	11.196,5	76,4	12.244,1	78,4	631,8	34,6	563,1	34,3	—	—	38,2	11,6

FUENTE: Banco de España.

Millones de euros y %

	DEUDA DE CCAA				OTRA DEUDA PÚBLICA				PAGARÉS			
	2005		2006		2005		2006		2005		2006	
	MILLONES	%	MILLONES	%	MILLONES	%	MILLONES	%	MILLONES	%	MILLONES	%
Total	14.652,6	100,0	15.612,6	100,0	1.824,3	100,0	1.644,0	100,0	319,9	100,0	329,9	100,0
Sistema crediticio	2.430,2	16,6	2.313,6	14,8	205,1	11,2	179,2	10,9	106,7	33,4	158,1	47,9
<i>Banco de España</i>	0,0	0,0	—	—	0,0	0,0	0,0	0,0	—	—	—	—
<i>Bancos</i>	896,5	6,1	1018,1	6,5	76,7	4,2	53,8	3,3	20,0	6,3	31,3	9,5
<i>Cajas de ahorros</i>	1485,1	10,1	1260,7	8,1	116,6	6,4	108,1	6,6	86,2	26,9	123,8	37,5
<i>Cooperativas</i>	36,5	0,2	32,3	0,2	9,6	0,5	16,6	1,0	—	—	3,0	0,9
<i>Resto</i>	12,1	0,1	2,5	0,0	2,1	0,1	0,6	0,0	0,5	0,2	—	—
Otras instituciones financieras	580,2	4,0	471,9	3,0	441,5	24,2	399,1	24,3	181,0	56,6	91,2	27,7
<i>Fondos de inversión</i>	220,0	1,5	150,4	1,0	23,6	1,3	17,7	1,1	171,8	53,7	72,2	21,9
<i>Fondos de pensiones</i>	61,2	0,4	49,2	0,3	36,7	2,0	31,0	1,9	5,0	1,6	18,1	5,5
<i>Seguros</i>	290,8	2,0	264,3	1,7	379,3	20,8	348,6	21,2	1,2	0,4	—	—
<i>Resto</i>	8,3	0,1	8,0	0,1	1,9	0,1	1,9	0,1	3,0	0,9	0,9	0,3
Empresas no financieras	371,3	2,5	504,8	3,2	185,8	10,2	165,5	10,1	32,2	10,1	32,5	9,9
Familias	69,4	0,5	83,6	0,5	359,4	19,7	336,4	20,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Administraciones Públicas	10,3	0,1	6,5	0,0	0,7	0,0	0,7	0,0	—	—	9,9	3,0
No residentes	11.191,3	76,4	12.242,3	78,4	631,8	34,6	563,1	34,3	—	—	38,2	11,6

FUENTE: Banco de España.

GLOSARIO

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 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.

Capacidad o necesidad de financiación del Estado

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

Cartera a vencimiento

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

Cartera disponible o registrada

Saldo de la cuenta de valores de un agente participante en el mercado de deuda pública 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 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 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 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 ambos en términos nominales.

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 y treinta años.

Operación a plazo

En el caso del mercado español de deuda pública, operación simple en la que la transmisión del valor se efectúa en alguna fecha posterior a las cinco hábiles siguientes a la de contratación.

Operación al contado

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

Operación con pacto de recompra a fecha fija

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

Operación con pacto de recompra a la vista

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

Operación doble

Denominada también «operación simultánea», es la constituida por dos compraventas vinculadas de sentido contrario, contratadas al mismo tiempo pero con momentos de liquidación distintos. Para el participante que compra los valores en la primera transacción de la operación doble se trata de una adquisición temporal, mientras que para su contrapartida se trata de una cesión temporal.

Operación simple

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

Posición abierta

La posición abierta en un instrumento derivado compensable en una cámara consiste en el 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 FRA y el lado de efectivo de las del mercado de deuda pública entre titulares de cuenta, entre otras. En esta red se precisa, para cada operación, la comunicación de las dos partes contratantes, salvo en el caso del mercado ciego de deuda pública, donde, debido al desconocimiento de la contraparte, la comunicación es triple, pues se requiere la comunicación del *broker* ciego que ha mediado 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 este).

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.

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 Actividades de Investigación (ediciones en español e inglés) (anual)
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

- 55 ISABEL ARGIMÓN MAZA: El comportamiento del ahorro y su composición: evidencia empírica para algunos países de la Unión Europea (1996).
- 56 JUAN AYUSO HUERTAS: Riesgo cambiario y riesgo de tipo de interés bajo regímenes alternativos de tipo de cambio (1996).
- 57 OLYMPIA BOVER, MANUEL ARELLANO Y SAMUEL BENTOLILA: Duración del desempleo, duración de las prestaciones y ciclo económico (1996). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 58 JOSÉ MARÍN ARCAS: Efectos estabilizadores de la política fiscal. Tomos I y II (1997). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 59 JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, IGNACIO FUENTES, FERNANDO GUTIÉRREZ Y M.ª TERESA SASTRE: El sistema bancario español ante la Unión Monetaria Europea (1997).
- 60 ANA BUISÁN Y ESTHER GORDO: El sector exterior en España (1997).
- 61 ÁNGEL ESTRADA, FRANCISCO DE CASTRO, IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: La inversión en España (1997).
- 62 ENRIQUE ALBEROLA ILA: España en la Unión Monetaria. Una aproximación a sus costes y beneficios (1998).
- 63 GABRIEL QUIRÓS (coordinador): Mercado español de deuda pública. Tomos I y II (1998).
- 64 FERNANDO C. BALLABRIGA, LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ Y JAVIER JAREÑO MORAGO: Un modelo macroeconómico BVAR para la economía española: metodología y resultados (1998). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 65 ÁNGEL ESTRADA Y ANA BUISÁN: El gasto de las familias en España (1999).
- 66 ROBERTO BLANCO ESCOLAR: El mercado español de renta variable. Análisis de la liquidez e influencia del mercado de derivados (1999).
- 67 JUAN AYUSO, IGNACIO FUENTES, JUAN PEÑALOSA Y FERNANDO RESTOY: El mercado monetario español en la Unión Monetaria (1999).
- 68 ISABEL ARGIMÓN, ÁNGEL LUIS GÓMEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y FRANCISCO MARTÍ: El sector de las Administraciones Públicas en España (1999).
- 69 JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Assessing the benefits of price stability: The international experience (2000).
- 70 OLYMPIA BOVER Y MARIO IZQUIERDO: Ajustes de calidad en los precios: métodos hedónicos y consecuencias para la Contabilidad Nacional (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 71 MARIO IZQUIERDO Y M.ª DE LOS LLANOS MATEA: Una aproximación a los sesgos de medición de las variables macroeconómicas españolas derivados de los cambios en la calidad de los productos (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 72 MARIO IZQUIERDO, OMAR LICANDRO Y ALBERTO MAYDEU: Mejoras de calidad e índices de precios del automóvil en España (2001). (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 73 OLYMPIA BOVER Y PILAR VELILLA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 74 MARIO IZQUIERDO Y M.ª DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).

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.

- 76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconómica de la política fiscal en España (2005).

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 28 BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Fraude y administración fiscal en Castilla. La Comisión de Millones (1632-1658): Poder fiscal y privilegio jurídico-político (1994).
- 29 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. I: España y México (1994).
- 30 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. II: Suramérica y el Caribe (1994).
- 31 BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Reforma y fraude fiscal en el reinado de Carlos II. La Sala de Millones (1658-1700) (1995).
- 32 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. I: Recursos y sectores productivos (1995).
- 33 FERNANDO SERRANO MANGAS: Vellón y metales preciosos en la Corte del Rey de España (1618-1668) (1996).
- 34 ALBERTO SABIO ALCUTÉN: Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930) (1996).
- 35 M.^a GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996).
- 36 CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997).
- 37 EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998).
- 38 ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999).
- 39 MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000).
- 40 ANA CRESPO SOLANA: El comercio marítimo entre Ámsterdam y Cádiz (1713-1778) (2000).
- 41 LLUIS CASTAÑEDA: El Banco de España (1874-1900). La red de sucursales y los nuevos servicios financieros (2001).
- 42 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. II: Finanzas y renta nacional (2002).
- 43 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: El sector exterior durante la autarquía. Una reconstrucción de las balanzas de pagos de España, 1940-1958. Edición revisada (2003).
- 44 INÉS ROLDÁN DE MONTAUD: La banca de emisión en Cuba (1856-1898) (2004).
- 45 ALFONSO HERRANZ LONCÁN: La dotación de infraestructuras en España, 1844-1935 (2004).
- 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).
- 48 JAVIER PUEYO SÁNCHEZ: El comportamiento de la gran banca en España, 1921-1974 (2006).

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 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.
- 0606 JAVIER DELGADO, VICENTE SALAS Y JESÚS SAURINA: The joint size and ownership specialization in banks' lending.
- 0607 ÓSCAR J. ARCE: Speculative hyperinflations: when can we rule them out?
- 0608 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA Y SERGIO PUENTE: Business demography in Spain: determinants of firm survival.
- 0609 JUAN AYUSO Y FERNANDO RESTOY: House prices and rents in Spain: Does the discount factor matter?
- 0610 ÓSCAR J. ARCE Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: House prices, rents, and interest rates under collateral constraints.
- 0611 ENRIQUE ALBEROLA Y JOSÉ MANUEL MONTERO: Debt sustainability and procyclical fiscal policies in Latin America.
- 0612 GABRIEL JIMÉNEZ, VICENTE SALAS Y JESÚS SAURINA: Credit market competition, collateral and firms' finance.
- 0613 ÁNGEL GAVILÁN: Wage inequality, segregation by skill and the price of capital in an assignment model.
- 0614 DANIEL PÉREZ, VICENTE SALAS Y JESÚS SAURINA: Earnings and capital management in alternative loan loss provision regulatory regimes.
- 0615 MARIO IZQUIERDO Y AITOR LACUESTA: Wage inequality in Spain: recent developments.
- 0616 K. C. FUNG, ALICIA GARCÍA-HERRERO, HITOMI LIZAKA Y ALAN SIU: Hard or soft? Institutional reforms and infrastructure spending as determinants of foreign direct investment in China.
- 0617 JAVIER DÍAZ-CASSOU, ALICIA GARCÍA-HERRERO Y LUIS MOLINA: What kind of capital flows does the IMF catalyze and when?

- 0618 SERGIO PUENTE: Dynamic stability in repeated games.
- 0619 FEDERICO RAVENNA: Vector autoregressions and reduced form representations of DSGE models.
- 0620 AITOR LACUESTA: Emigration and human capital: who leaves, who comes back and what difference does it make?
- 0621 ENRIQUE ALBEROLA Y RODRIGO CÉSAR SALVADO: Banks, remittances and financial deepening in receiving countries. A model.
- 0622 SONIA RUANO Y VICENTE SALAS: Morosidad de la deuda empresarial bancaria en España, 1992-2003.
- 0623 JUAN AYUSO Y JORGE MARTÍNEZ: Assessing banking competition: an application to the Spanish market for (quality-changing) deposits.
- 0624 IGNACIO HERNANDO Y MARÍA J. NIETO: Is the Internet delivery channel changing banks' performance? The case of Spanish banks.
- 0625 JUAN F. JIMENO, ESTHER MORAL Y LORENA SAIZ: Structural breaks in labor productivity growth: the United States vs. the European Union.
- 0626 CRISTINA BARCELÓ: A Q-model of labour demand.
- 0627 JOSEP M. VILARRUBIA: Neighborhood effects in economic growth.
- 0628 NUNO MARTINS Y ERNESTO VILLANUEVA: Does limited access to mortgage debt explain why young adults live with their parents?
- 0629 LUIS J. ÁLVAREZ E IGNACIO HERNANDO: Competition and price adjustment in the euro area.
- 0630 FRANCISCO ALONSO, ROBERTO BLANCO Y GONZALO RUBIO: Option-implied preferences adjustments, density forecasts, and the equity risk premium.
- 0631 JAVIER ANDRÉS, PABLO BURRIEL Y ÁNGEL ESTRADA: Bemod: A DSGE model for the Spanish economy and the rest of the euro area.
- 0632 JAMES COSTAIN Y MARCEL JANSEN: Employment fluctuations with downward wage rigidity: The role of moral hazard.
- 0633 RUBÉN SEGURA-CAYUELA: Inefficient policies, inefficient institutions and trade.
- 0634 RICARDO GIMENO Y JUAN M. NAVE: Genetic algorithm estimation of interest rate term structure.
- 0636 AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ: Using standstills to manage sovereign debt crises.
- 0637 ANTON NAKOV: Optimal and simple monetary policy rules with zero floor on the nominal interest rate.
- 0638 JOSÉ MANUEL CAMPA Y ÁNGEL GAVILÁN: Current accounts in the euro area: An intertemporal approach.
- 0639 FRANCISCO ALONSO, SANTIAGO FORTE Y JOSÉ MANUEL MARQUÉS: Punto de quiebra implícito en la prima de *credit default swaps*. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0701 PRAVEEN KUJAL Y JUAN RUIZ: Cost effectiveness of R&D and strategic trade policy.
- 0702 MARÍA J. NIETO Y LARRY D. WALL: Preconditions for a successful implementation of supervisors' prompt corrective action: Is there a case for a banking standard in the EU?
- 0703 PHILIP VERMEULEN, DANIEL DIAS, MAARTEN DOSSCHE, ERWAN GAUTIER, IGNACIO HERNANDO, ROBERTO SABBATINI Y HARALD STAHL: Price setting in the euro area: Some stylised facts from individual producer price data.
- 0704 ROBERTO BLANCO Y FERNANDO RESTOY: Have real interest rates really fallen that much in Spain?
- 0705 OLYMPIA BOVER Y JUAN F. JIMENO: House prices and employment reallocation: International evidence.
- 0706 ENRIQUE ALBEROLA Y JOSÉ M.^a SERENA: Global financial integration, monetary policy and reserve accumulation. Assessing the limits in emerging economies.
- 0707 ÁNGEL LEÓN, JAVIER MENCÍA Y ENRIQUE SENTANA: Parametric properties of semi-nonparametric distributions, with applications to option valuation.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 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.
- 0603 CRISTINA BARCELÓ: Imputation of the 2002 wave of the Spanish Survey of Household Finances (EFF).
- 0604 RAFAEL GÓMEZ Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: The importance of being mature: The effect of demographic maturation on global per-capita income.
- 0605 JUAN RUIZ Y JOSEP VILARRUBIA: Canales de reciclaje internacional de los petrodólares. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0606 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y SERGIO GAVILÁ: Posible impacto de Basilea II en los países emergentes.
- 0607 ESTHER GORDO, JAVIER JAREÑO Y ALBERTO URTASUN: Radiografía del sector de servicios en España.
- 0608 JUAN AYUSO, ROBERTO BLANCO Y FERNANDO RESTOY: House prices and real interest rates in Spain.
- 0701 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Los principales rasgos y experiencias de la integración de la economía española en la UEM.
- 0702 ISABEL ARGIMÓN, FRANCISCO DE CASTRO Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Una simulación de los efectos de la reforma del IRPF sobre la carga impositiva.

EDICIONES VARIAS¹

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) (*). (Ediciones en español e inglés.)

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

JOSÉ MARÍA VIÑUELA, PEDRO NAVASCUÉS Y RAFAEL MONEO: El Edificio del Banco de España (2006). 25 €.

BANCO DE ESPAÑA: 150 años de historia del Banco de España, 1856-2006 (2006). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)

BANCO DE ESPAÑA: Secretaría General. Legislación de Entidades de Crédito. 5.ª ed. (2006) (****).

Difusión estadística

Boletín de Operaciones (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Boletín del Mercado de Deuda Pública (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Boletín Estadístico (mensual)

Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras (monografía anual)

Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (anual)

Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito²

Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)

Registros de Entidades (anual) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Formación

BANCO DE ESPAÑA: Cálculo mercantil (con ejercicios resueltos).

PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo I) (1999).

PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo II) (1998).

JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (2001).

JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (ejercicios resueltos) (1994).

UBALDO NIETO DE ALBA: Matemática financiera y cálculo bancario.

LUIS A. HERNANDO ARENAS: Tesorería en moneda extranjera.

PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual

Boletín Mensual

Otras publicaciones

¹. Todas las publicaciones las distribuye el Banco de España, excepto las señaladas con (*), (**), (***) o (****), que las distribuyen, respectivamente, Alianza Editorial, Editorial Tecnos, Macmillan (Londres) y Thomson-Aranzadi. Los precios indicados incluyen el 4% de IVA. ². Solo disponible en el sitio web del Banco de España hasta su incorporación a la publicación *Circulares del Banco de España. Recopilación*.

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