

MERCADO DE DEUDA PÚBLICA

2008

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosisistema



MERCADO DE DEUDA PÚBLICA 2008

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, 2009

ISSN: 1697-8609 (edición impresa)

ISSN: 1697-8617 (edición electrónica)

Depósito legal: M. 18847-2004

Impreso en España por Artes Gráficas Coyve, SA

ÍNDICE

1 SITUACIÓN GENERAL DE LOS MERCADOS 9	1.1 La situación económica y financiera general 11
	1.2 Los mercados financieros internacionales 13
	1.3 El mercado de deuda pública en España 15
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 Evolución del saldo vivo de deuda anotada 22
3 MERCADO SECUNDARIO DE DEUDA DEL ESTADO 25	3.1 Descripción general 27
	3.2 Negociación entre titulares 27
	3.2.1 Operaciones simples al contado 28
	3.2.2 Operaciones simultáneas 29
	3.3 Negociación con terceros 30
	3.3.1 Operaciones simples al contado 30
	3.3.2 Operaciones <i>repo</i> y simultáneas 32
	3.4 Mercados derivados 32
4 DISTRIBUCIÓN DE SALDOS POR GRUPOS DE AGENTES 35	4.1 Distribución de saldos vivos 37
	4.2 El Banco de España como entidad gestora 38
5 OTROS EMISORES 41	5.1 Mercado primario 43
	5.2 Mercado secundario 44
	5.3 Distribución por inversores 46
6 SUPERVISIÓN DEL SISTEMA 49	
7 INNOVACIONES 53	
APÉNDICE ESTADÍSTICO 59	
GLOSARIO 71	

1 SITUACIÓN GENERAL DE LOS MERCADOS

1 Situación general de los mercados

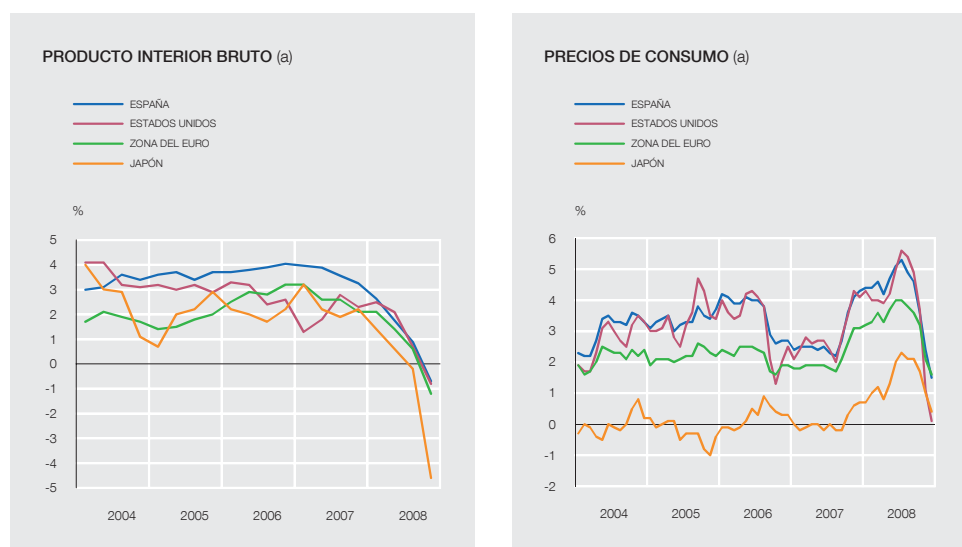
1.1 La situación económica y financiera general

La economía mundial sufrió un importante deterioro a lo largo de 2008, que se agravó significativamente en los últimos meses del año. Además, la desfavorable situación financiera en las principales economías mundiales desembocó en una importante crisis de confianza, que empezó a extenderse hacia las economías emergentes. Las turbulencias financieras que se iniciaron en verano de 2007, a raíz de la crisis de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos, se agravaron durante 2008, trayendo consigo una gran inestabilidad en los mercados financieros internacionales. Así, la solidez de algunas instituciones financieras de gran relevancia desde el punto de vista sistémico mostró un considerable deterioro, culminando con la quiebra de un importante banco de inversión norteamericano (Lehman Brothers) en septiembre de 2008. Ante la gravedad de la situación, los principales gobiernos y bancos centrales comenzaron a adoptar planes urgentes de apoyo en el ámbito económico y financiero. Por su parte, las tasas de inflación disminuyeron a lo largo del año, como consecuencia del descenso del precio del petróleo y de otras materias primas.

En Estados Unidos, el PIB experimentó un crecimiento anual del 1,1% en 2008, lo que supuso una desaceleración frente al 2,0% de 2007 (véase gráfico 1.1). El National Bureau of Economic Research fijó la fecha de diciembre de 2007 como el inicio oficial de la recesión en este país. Las principales causas de esta evolución negativa fueron el desfavorable comportamiento del consumo y el fuerte descenso de la formación bruta de capital fijo privado, que no pudieron ser corregidas totalmente por la buena evolución del gasto público y del comercio exterior, debido, en este último caso, al retroceso de las importaciones. Por lo que respecta a los precios, la inflación en términos del IPC se situó, en diciembre de 2008, en el 0,1%, frente al 4,1% registrado un año antes. A este importante descenso de la inflación contribuyó en gran medida la reducción del precio del petróleo iniciada en verano de 2008. Por su parte, la Reserva Federal se vio obligada a mantener la secuencia de reducciones de los tipos de interés oficiales iniciada en septiembre de 2007, con lo que, a finales de 2008, este se situó en un rango objetivo entre el 0% y el 0,25%, al menos cuatro puntos porcentuales (pp) por debajo del nivel en que se situaban un año antes.

En sintonía con la evolución de la economía mundial, el PIB en Japón se redujo un 0,7% en 2008, frente al crecimiento del 2,4% observado en 2007. Esta fuerte recesión tuvo su base en el deterioro observado del consumo privado y público, así como en la contracción de la inversión, a la que afectó igualmente el endurecimiento de las condiciones crediticias. La tasa de variación interanual de los precios, que había tenido una trayectoria ascendente durante gran parte del año, se desplomó en el último trimestre, aunque se mantuvo en niveles positivos (0,4% en diciembre). El Banco de Japón recortó el tipo de interés oficial del dinero en 40 puntos básicos (pb) a lo largo de 2008, situándolo finalmente en el 0,1%, y adoptó medidas para facilitar la financiación empresarial.

En cuanto al Reino Unido, cuya exposición a la crisis *subprime* influyó significativamente en su economía, experimentó en 2008 un importante deterioro del PIB, creciendo tan solo un 0,7%, frente al 3,0% observado en 2007. La situación general obligó al Banco de Inglaterra a recortar los tipos de interés oficiales en cinco ocasiones a lo largo del año, acumulando un descenso de 3,5 pp, para terminar situándose en el 2%. Por su parte, la tasa de inflación aumentó un punto porcentual, pasando del 2,1% interanual en diciembre de 2007 hasta el 3,1% en el mismo mes de 2008.



FUENTE: Banco de España.

a. Tasas de variación interanual.

China también se vio afectada por la situación económica general y mostró una desaceleración del PIB que pasó del 13% en 2007 al 9% en 2008. Del mismo modo, el crecimiento del IPC, aunque en el conjunto del año fue del 5,9%, durante 2008 experimentó una notable reducción, como consecuencia de la continua caída de los precios de la energía y de las materias primas. En América Latina, la actividad económica recogió en general la menor aportación de la demanda interna, lo que produjo ciertas correcciones a la evolución observada el año anterior, así como un deterioro de las perspectivas de crecimiento para el año siguiente. Por su parte, las tasas de inflación mostraron un generalizado aumento paulatino a lo largo de 2008.

En el área del euro, el PIB creció un 0,7% en 2008, frente al 2,6% observado en 2007, aunque debe destacarse su deterioro desde el segundo trimestre del año, alcanzando una variación interanual en el cuarto trimestre de -1,3%. Desde el punto de vista de la demanda, esta evolución vino motivada por la fuerte desaceleración del consumo privado y de la formación bruta de capital fijo, que ya en el último trimestre del año registraron tasas de crecimiento negativas. Solo el consumo público logró mantener cierto dinamismo en su evolución, mientras que la aportación del sector exterior al crecimiento del PIB fue nula. Los países que más contribuyeron a esta evolución negativa fueron Alemania, Francia e Italia. Como en el resto de las principales economías, la evolución de los precios mostró un cambio de tendencia a partir del verano, registrándose una variación interanual del IAPC en diciembre del 1,6%, muy inferior a la del 3,1% observada un año antes. Este comportamiento fue resultado, principalmente, de la desaceleración de los precios de la energía, así como del de los alimentos.

En un contexto como el descrito, el Consejo de la Unión Europea aprobó en diciembre de 2008 el plan de relanzamiento económico propuesto por la Comisión Europea, el cual se concibe como un marco para la acción concertada de los distintos países. En ese mismo mes, el Banco Central Europeo disminuyó los tipos de interés de las operaciones principales de financiación en 75 pb, lo que supuso la tercera bajada en dos meses. Así, la principal referencia del Banco Central Europeo en su gestión de la política monetaria se situó en el 2,5% en diciembre de 2008, nivel que no se alcanzaba desde marzo de 2006.

La economía española, por su parte, mostró en 2008 un crecimiento del PIB del 1,2%, muy por debajo del 3,7% registrado en 2007. Debe destacarse el hecho de que esta tendencia negativa hizo que el año finalizara con un crecimiento interanual en el último trimestre del -0,7%. Como ocurrió en las principales economías del mundo, fueron la fuerte desaceleración del consumo privado y la reducción de la inversión en bienes de equipo y en construcción las principales razones del empeoramiento del PIB. Este comportamiento fue parcialmente compensado por la favorable evolución del sector exterior, que tuvo una contribución positiva de 1 pp al crecimiento del PIB, frente a la contribución negativa que registró el año anterior (-0,8 pp). En cuanto a los precios, la inflación continuó durante la primera parte del año la tendencia ascendente iniciada a finales del año anterior. No obstante, esta tendencia cambió su signo a partir de agosto, hasta alcanzar un registro en diciembre de 2008 del 1,4%, la tasa más baja observada en el IPC desde diciembre de 1998, que viene explicada casi en su totalidad, como ya se ha comentado anteriormente, por la fuerte caída experimentada por el precio del petróleo a partir del verano, así como por el de los alimentos. Como consecuencia de esta fuerte corrección en la evolución de los precios, en diciembre de 2008 el IAPC se situó 0,1 pp por debajo del dato correspondiente al área del euro. Esta cifra supone un fuerte contraste con la observada en el mismo mes del año anterior, cuando el indicador español se situaba 1,2 pp por encima de su homólogo correspondiente a la zona del euro.

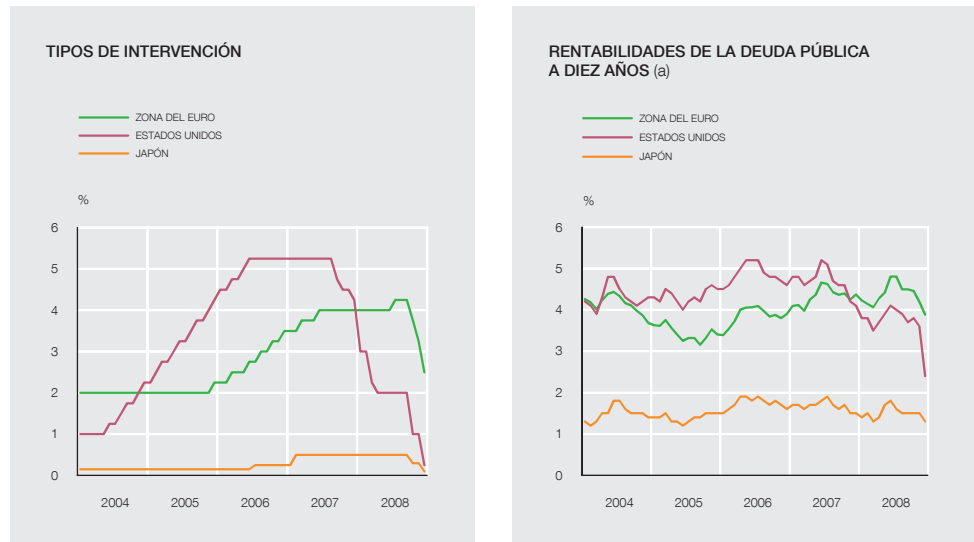
1.2 Los mercados financieros internacionales

Tras una primera parte del año en la que prosiguió la inestabilidad general iniciada el año anterior, el sistema financiero internacional atravesó un período de fuertes turbulencias en los meses de septiembre y octubre. El deterioro de algunas instituciones financieras, muy relevantes desde el punto de vista sistémico, dio lugar a la quiebra de un importante banco de inversión norteamericano y desembocó en una serie de procesos de consolidación bancaria y de rescates públicos de entidades financieras, tanto en Estados Unidos como en Europa. Los mercados interbancarios quedaron parcialmente paralizados y en otros mercados mayoristas claves se ampliaron las primas de riesgo. Por su parte, las bolsas internacionales experimentaron importantes pérdidas en el último trimestre del año con descensos en las cotizaciones y un notable repunte de la volatilidad. Finalmente, en los mercados cambiarios destacó la apreciación del dólar frente a la mayoría de las principales divisas, excepto el yen, en la segunda parte del año.

La evolución de los tipos de interés a largo plazo en el área del euro y en Estados Unidos fue muy similar y estuvo marcada por dos cambios de tendencia. Durante el primer trimestre, las rentabilidades disminuyeron, siguiendo la tendencia iniciada en 2007, para comenzar una serie de subidas a partir del mes de abril, presentando su punto más elevado entre junio y julio. A partir del mes de agosto comenzó una nueva tendencia descendente de tipos (véase gráfico 1.2). En el caso de Japón se observó una evolución a lo largo del período similar a la descrita, aunque sin las grandes variaciones que se produjeron en las otras dos grandes economías, y en niveles bastantes inferiores, los cuales vienen siendo característicos de la economía nipona desde hace ya varios años.

De esta forma, en el área del euro los tipos de interés de la deuda pública a diez años se situaron en diciembre de 2008 en un 3,89%, acumulando a lo largo del año un descenso de aproximadamente 50 pb. También en Estados Unidos las rentabilidades a diez años se situaron en diciembre de 2008 por debajo de las registradas un año antes, tomando un valor del 2,4%, es decir, 170 pb menos que en diciembre de 2007. En el caso de Japón, este descenso fue solamente de 20 pb, situándose la rentabilidad en el 1,3%.

Como consecuencia de la importante reducción de los tipos de interés en Estados Unidos, el diferencial de rentabilidades a diez años entre este país y el conjunto del área del euro conti-



FUENTE: Banco de España.

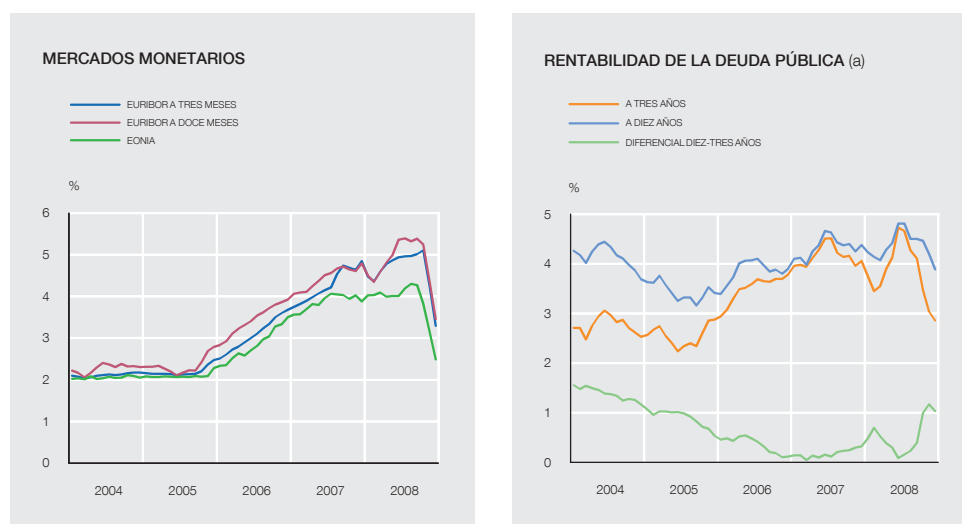
a. Las rentabilidades de la deuda pública de la zona del euro son medias ponderadas de los datos correspondientes a los países que la componen.

nuó a favor de esta última, como ya ocurriera desde finales de 2007. En diciembre, dicho diferencial se situó en casi 1,5 pp a favor del área del euro, el nivel más alto desde la aparición de la moneda europea en enero de 2002.

A pesar de la subida de 25 pb del tipo de interés oficial que el Consejo de Gobierno del BCE decidió en julio de 2008, este organismo llevó a cabo una fuerte corrección en dicha variable, adoptando una serie de tres reducciones en el último trimestre del año. Dichas reducciones acumularon un total de 175 pb, situándose el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en diciembre en el 2,5%, y el de las facilidades marginales de depósito y de crédito, en el 2% y 3%, respectivamente. El efecto esperado en los tipos de interés negociados en los mercados monetarios del área del euro se produjo con cierta lentitud, pero finalmente en diciembre ya se había trasladado en su totalidad. De esta forma, el EURIBOR a doce meses se situó en diciembre en torno al 3,45%, es decir, 135 pb por debajo del nivel alcanzado un año antes, mientras que el EURIBOR a tres meses se situó en el 3,29%, 156 pb por debajo del registrado en diciembre de 2007 (véase gráfico 1.3).

La evolución de los mercados de renta variable se vio intensamente influida por el agravamiento de la crisis financiera desde el final del verano y por el deterioro de las perspectivas económicas. El descenso de las cotizaciones y la elevada volatilidad fueron la nota predominante en 2008. En Japón, el índice Nikkei experimentó su mayor pérdida en 58 años en los meses de octubre y noviembre, acumulando en el conjunto del año un descenso del 42,1%. Por su parte, en Estados Unidos el índice S&P 500 descendió un 38,5% en 2008, mientras que en 2007 se había revalorizado un 3,5%. En el área del euro, la situación no fue mejor para los mercados bursátiles, que experimentaron pérdidas, las cuales, en el caso del DJ EURO STOXX 50, se cifraron en el 44,3%, muy lejos de la revalorización del 6,8% observada el año anterior. Las pérdidas registradas en el mercado español fueron similares a las de las economías más importantes; así, el IBEX 35 perdió un 39,4%, frente a la revalorización del 7,3% del año anterior.

Los mercados cambiarios en 2008, tal y como ya se ha comentado anteriormente, estuvieron marcados por la apreciación generalizada del dólar frente a la mayoría de las divisas. En con-



FUENTE: Banco de España.

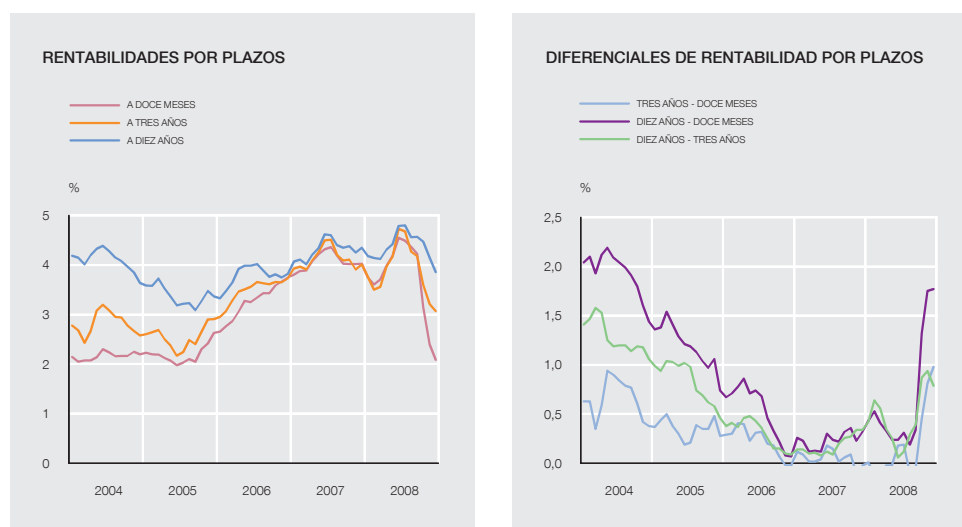
a. Las rentabilidades de la deuda pública de la zona del euro son medias ponderadas de los datos correspondientes a los países que la componen.

creto, el dólar inició una apreciación con respecto al euro a partir de agosto, que, para el conjunto del año, fue del 8,33%. El aumento de las tenencias de dólares estadounidenses en los centros financieros radicados fuera de Estados Unidos y las repatriaciones de fondos a Estados Unidos en un contexto de desapalancamiento financiero sostenido respaldaron dicha apreciación. En cambio, el dólar sufrió una acusada depreciación frente al yen japonés, del 18,79%, en el conjunto del año.

1.3 El mercado de deuda pública en España

El año 2008 supuso un cambio en la tendencia de la financiación obtenida por el Estado mediante la emisión neta de deuda pública, produciéndose un aumento de las emisiones. El saldo de la deuda del Estado anotada se vio incrementado en 51.750,9 millones de euros en 2008, frente a la emisión neta negativa de 2.010,3 millones de euros que se alcanzó en 2007. La estrategia de emisión neta seguida por el Tesoro se basó en una captación neta positiva de todos los instrumentos, destacando el segmento de medio y largo plazo (en el capítulo 2 se encontrará un análisis detallado de la estructura de emisiones de deuda anotada).

Los tipos de interés marginales de las distintas subastas de títulos en el mercado primario de deuda pública comenzaron el año con la tendencia descendente iniciada en 2007, para mostrar una recuperación a partir de marzo de 2008. No obstante, esta recuperación se rompió a partir del verano, al convertirse la deuda pública en refugio de los inversores ante las incertidumbres provocadas por la crisis financiera (véase gráfico 1.4). Esta situación se acentuó en el último trimestre, con lo que el tipo de interés marginal de las letras del Tesoro a un año se situó en el 2,23% en diciembre de 2008, lo que supuso una reducción de 188 pb respecto a la subasta del mismo mes del año anterior. En términos medios, la reducción entre ambos ejercicios fue de 33 pb. En el caso de los títulos a medio y largo plazo, los tipos marginales de las subastas se comportaron de la misma manera que los de las letras del Tesoro. En los bonos a tres años el descenso anual acumulado de su tipo de interés marginal fue de 109 pb, mientras que, en las obligaciones a diez años, dicho descenso fue bastante menor, de 30 pb. Las variaciones en términos medios anuales fueron inferiores a las indicadas anteriormente: un descenso de tan solo 7 pb en el caso de los bonos a tres años, mientras que en el caso de las obligaciones a diez años fue un aumento de 23 pb.



FUENTE: Banco de España.

Los tipos de interés en los mercados secundarios de deuda pública mostraron un comportamiento muy similar al del mercado primario, comenzando el año con la tendencia descendente de 2007, para luego iniciar una subida entre los meses de abril y junio, momento en el que empezó una nueva etapa de descensos. De esta forma, la rentabilidad de las letras del Tesoro a doce meses se situó en el 2,09% en diciembre, 194 pb por debajo de la registrada un año antes, mientras que en términos de promedio anual la reducción fue menos acusada y se situó en los 36 pb. En el caso de los bonos y obligaciones a tres y diez años, la pérdida de rentabilidad en los últimos meses del año no fue tan acusada, acumulando descensos anuales de 94 y 49 pb, respectivamente. En promedio anual, la rentabilidad de los bonos a tres años disminuyó 23 pb, mientras que la de las obligaciones a diez años aumentó 6 pb.

En general, los tipos de interés a largo plazo de los países del área del euro siguieron una evolución a lo largo de 2008 similar a la comentada anteriormente para España. Sin embargo, se observaron en todos los países aumentos generalizados de las primas de riesgo con respecto al bono alemán. En el caso español, el diferencial entre la rentabilidad de la referencia a diez años y el correspondiente bono alemán mantuvo durante todo el ejercicio 2008 una tendencia creciente, mostrando un importante aumento a final de año, como consecuencia de la acentuación de las turbulencias que se produjeron en los mercados financieros; llegó a ser de 81 pb en el promedio del mes de diciembre, en claro contraste con los 15 pb en que se cifró dicho diferencial promedio en el mismo mes de 2007.

2 MERCADO PRIMARIO DE DEUDA DEL ESTADO

2 Mercado primario de deuda del Estado

En el presente capítulo se analiza brevemente la evolución de los flujos de financiación del Estado y del mercado primario de deuda del Estado, así como la composición del saldo resultante de deuda anotada. Todas las cifras presentadas, a menos que se indique lo contrario, se refieren a deuda del Estado denominada en euros.

2.1 Evolución de la financiación del Estado

El año 2008 ha supuesto un cambio de tendencia en la financiación del Estado. Mientras que en los últimos años la capacidad de endeudamiento del Estado había permitido reducciones del saldo de deuda del Estado anotada, en 2008 la situación ha sido la opuesta.

De acuerdo con el Informe de la Intervención General de la Administración del Estado, el saldo de caja por operaciones no financieras registró en el conjunto del año un déficit de 18.747 millones de euros (-1,71% del PIB), frente al superávit de 20.135 millones de euros (1,92% del PIB) registrado en 2007¹. Este resultado, unido al aumento que registraron los saldos de tesorería (por valor de 10.722 millones de euros) y a la acumulación neta experimentada por el resto de activos financieros (por valor de 18.312 millones de euros), ha acabado determinando una necesidad de endeudamiento del Estado igual a 47.781 millones de euros, que, comparada con la capacidad de endeudamiento por valor de 7.988 millones de euros registrada en 2007, supone un cambio significativo².

Esta creciente necesidad de financiación se originó principalmente durante los últimos meses del año, como consecuencia de las diversas medidas de política económica emprendidas por el Gobierno español para hacer frente a los efectos de la crisis financiera internacional. Entre ellas destacan la creación del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros y el programa de otorgamiento de avales del Estado a operaciones de financiación nuevas que realicen las entidades de crédito.

Para financiar las nuevas medidas económico-financieras, el Tesoro incrementó el volumen de sus emisiones y subastas, al tiempo que recurrió a instrumentos poco habituales en los últimos años. Es el caso de las emisiones en divisas, que pasaron de no realizarse en 2006 y 2007 a alcanzar la cifra de 2.600 millones de euros en 2008. Se trata de dos emisiones en dólares a cinco y tres años que fueron muy bien acogidas por los inversores, permitiendo al Tesoro Público financiarse a un coste menor respecto a las emisiones en euros. Por otro lado, como se detalla en el apartado 2.2, también hubo que hacer uso de instrumentos no previstos en la estrategia fijada a principios de año, como las letras a seis meses.

En cuanto a costes se refiere, la financiación captada durante 2008 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 similares a los de la media de los Estados del área del euro. La evolución de los tipos de financiación reflejó solo parcialmente la dinámica de los tipos de interés oficiales. Así, mientras el tipo mínimo de las subastas del Banco Central Europeo bajó 150 pb en el conjunto del año, la rentabilidad a largo plazo de la deuda pública espa-

1. El saldo primario de caja para 2008, por su parte, se cifró en -2.818 millones de euros, lo que supone un -0,26% del PIB. 2. Para una visión más precisa de la evolución financiera hay que tener en cuenta que durante el ejercicio 2008 se amortizaron préstamos del interior y en divisas por valor de 1.311 millones de euros y 1.716 millones de euros, respectivamente; además de deuda asumida por valor de 2.459 millones de euros, de los cuales 2.158 millones eran deuda de RTVE. 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.

ñola, medida por la de las obligaciones a diez años, lo hizo en 49 pb. Esta evolución, junto con la estrategia de financiación practicada durante 2008, ha determinado que el coste medio de la financiación captada se haya situado 39 pb por debajo del registrado en 2007.

2.2 Evolución del mercado primario

La captación neta de fondos mediante deuda del Estado durante 2008 se ha caracterizado tanto por su signo positivo como por la amplia diferencia con respecto a las previsiones iniciales. Ambos aspectos suponen un punto de inflexión frente a la evolución registrada en los ejercicios anteriores más recientes.

En efecto, el mayor volumen de amortizaciones que tuvo lugar en 2008, en comparación con el año anterior, y, especialmente, la mayor necesidad de captar fondos en términos netos acabaron determinando que la emisión bruta durante 2008 experimentase un aumento del 116,2% interanual, después de las contracciones experimentadas en los años previos. En concreto, el importe de letras, bonos y obligaciones colocados ascendió en términos nominales a 112.609,9 millones de euros, frente a los 52.090,9 millones de 2007. Además, esta cifra de colocaciones brutas fue significativamente superior a la anunciada a principios de año, rompiendo la tendencia a los recortes que había caracterizado los tres ejercicios anteriores.

La mayor parte de las colocaciones recayó sobre bonos y obligaciones del Estado, cuya emisión bruta ascendió a 59.952,6 millones de euros; mientras, las emisiones a corto plazo fueron también significativas, al cifrarse en 52.657,2 millones. En el segmento del largo plazo destacan las dos nuevas obligaciones a diez y quince años introducidas por sindicación bancaria. La primera de ellas fue emitida en el mes de febrero por un importe de 5.000 millones de euros. La segunda, que se emitió en septiembre por un valor nominal de 3.000 millones, es especialmente relevante por cuanto significa que el Tesoro Público retoma las emisiones a quince años.

Con respecto al desglose por instrumentos de la emisión bruta, los máximos de actividad se alcanzaron, por distintos motivos, en las letras a un año y, en menor medida, en las obligaciones a diez años y los bonos a tres y cinco años. La condición de referencia que caracteriza a las obligaciones a diez años y el protagonismo reservado a las letras a un año, tras la reforma del mercado de letras, explican los abultados volúmenes de colocaciones registrados en 2008 en los dos primeros instrumentos. Con respecto a los bonos del Estado, el crecimiento especialmente intenso que experimentó su emisión bruta responde a la fuerte demanda por parte de los inversores en este segmento y a los tipos favorables vigentes en los mercados para estos plazos.

En términos netos, la financiación captada mediante letras, bonos y obligaciones durante 2008 ha registrado un importe positivo, por un valor nominal de 51.750,9 millones de euros, frente a la emisión neta negativa de 2.010,3 millones que se había registrado el año anterior. En el cuadro 2.1⁴ puede apreciarse cómo, en términos de composición, esta emisión neta de signo positivo se ha materializado para todos los instrumentos individualmente, a excepción de las letras a dieciocho meses, que desaparecieron del mercado, y se ha repartido de forma equilibrada entre letras, bonos y obligaciones. Así, la captación neta de fondos mediante letras se cifró en 19.629,9 millones de euros, mientras que los importes captados mediante bonos y obligaciones del Estado fueron de 15.143,9 millones de euros y 16.977,1 millones de euros, respectivamente.

4. La construcción del cuadro 2.1 está basada en las especificaciones originales de cada línea.

Año 2008

Millones de euros y %												
	EMISIÓN BRUTA			AMORTIZACIÓN			EMISIÓN NETA			SALDO		
	2008	2007	%	2008	2007	%	2008	2007	%	2008	2007	%
Total	112.609,9	52.090,9	116,2	60.859,0	54.101,2	12,5	51.750,9	-2.010,3	2.674,3	345.115,6	293.364,7	17,6
Total letras	52.657,3	26.970,8	95,2	33.027,4	25.827,2	27,9	19.629,9	1.143,6	1.616,6	52.074,3	32.444,5	60,5
A tres meses	5.033,4	0,0	—	0,0	0,0	—	5.033,4	0,0	—	5.033,4	0,0	—
A seis meses	3.316,3	3.088,7	7,4	2.962,2	0,0	—	354,1	3.088,7	-88,5	3.442,8	3.088,7	11,5
A un año	44.307,6	23.015,8	92,5	22.975,3	11.163,7	105,8	21.332,3	11.852,2	80,0	43.598,1	22.265,8	95,8
A dieciocho meses	0,0	866,2	-100,0	7.089,9	14.663,5	-51,6	-7.089,9	-13.797,3	48,6	0,0	7.089,9	-100,0
Total bonos y obligaciones	59.952,6	25.120,2	138,7	27.831,6	28.274,0	-1,6	32.121,0	-3.153,9	1.118,5	293.041,3	260.920,2	12,3
A tres años	15.542,1	1.684,9	822,5	11.604,5	12.752,3	-9,0	3.937,6	-11.067,4	135,6	15.542,2	11.604,6	33,9
A cinco años	11.206,3	8.775,6	27,7	0,0	12.000,4	-100,0	11.206,3	-3.224,8	447,5	46.734,6	35.528,3	31,5
A diez años	20.944,3	8.633,7	142,6	16.227,1	3.521,4	360,8	4.717,2	5.112,3	-7,7	133.275,4	128.558,2	3,7
A quince años	5.869,7	0,0	—	0,0	0,0	—	5.869,7	0,0	—	49.602,5	43.732,8	13,4
A treinta años	6.390,2	6.026,0	6,0	0,0	0,0	—	6.390,2	6.026,0	6,0	47.886,6	41.496,4	15,4

FUENTE: Banco de España.

Por tanto, fue el segmento de medio y largo plazo el que soportó la mayor parte de la financiación neta captada, con 32.121,0 millones de euros. Aunque la aportación de bonos y obligaciones al total neto emitido fue similar, e incluso ligeramente mayor para las obligaciones, el análisis individual de los distintos instrumentos revela la preponderancia de los bonos a cinco años, que no registraron amortizaciones durante el año y aportaron 11.206,3 millones de euros a la financiación neta total, representando un 34,8% de la financiación captada a medio y largo plazo. Por otra parte, destaca el moderado descenso en la emisión neta de las obligaciones a diez años, que constituyen la referencia principal del mercado, fruto de unos niveles de amortizaciones que casi quintuplicaron los del año anterior. Aún así, la emisión neta de este instrumento fue positiva e incrementó su saldo vivo al final del período en un 3,7%.

No obstante, el desglose de la emisión neta total por instrumentos revela el papel preponderante de las letras a un año sobre cualquier otra referencia, con una captación neta de fondos de 21.332,3 millones de euros. La evolución diferencial de las distintas líneas de letras, así como el consiguiente cambio en la composición de la financiación bruta, debe enmarcarse en la reformulación de la estrategia de financiación a corto plazo que el Tesoro emprendió ya en 2006 con el objetivo de finalizarla en 2008. 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, aconsejó configurar una política de emisión a corto plazo basada en un núcleo formado por subastas mensuales de letras a un año, en las que la emisión y amortización se encadenasen con el fin de minimizar sus efectos en la cuenta de tesorería; acompañado por subastas de letras a corto plazo a finales de año que funcionasen como compensadoras de la estacionalidad de la tesorería del Estado.

La puesta en marcha de esta política en 2006 supuso la total amortización del saldo de letras a seis meses durante dicho ejercicio. Además, las letras emitidas a dieciocho meses tuvieron un idéntico final tras la amortización total de su saldo vivo en el primer semestre de 2008. Aunque la programación inicial de esta nueva estrategia de emisión del Tesoro a corto plazo solamente preveía emisiones a tres meses y a un año, en 2008 se realizaron también emisiones de letras a seis meses, debido a las mayores necesidades de financiación que, como se comenta más arriba, se originaron en los últimos meses del año.

Por último, la ejecución del programa de financiación de 2008 se ha materializado mediante un total de 43 subastas y sus correspondientes segundas vueltas, así como mediante la colocación por sindicación de dos nuevas obligaciones a diez y quince años. Es decir, se ha aumentado el recurso al mercado por parte del Tesoro, al contrario que en años anteriores. Así, mientras que en 2007 se realizaron 30 subastas y una sindicación, en 2006 se habían realizado 40 subastas y una sindicación. Por lo que se refiere al desarrollo de las segundas vueltas, durante el ejercicio 2008 los creadores de mercado accedieron a las mismas en un 79% de las ocasiones. Más precisamente, el recurso a la segunda vuelta de letras se materializó en el 83% de las subastas, mientras que en el caso de los bonos y obligaciones esta ratio ascendió al 76%. Del importe nominal total colocado mediante subastas de deuda del Estado durante 2008, la adjudicación en las segundas vueltas supuso un 9,3%. Si esta comparación se efectúa en términos de la emisión total (tanto mediante subastas como por sindicación), el recurso a la segunda vuelta ha supuesto el 8,6% de las colocaciones, valor ligeramente superior al 5,3% alcanzado en 2007.

Los rasgos más destacables sobre la ratio de cobertura de las distintas subastas efectuadas durante 2008 son los siguientes. Las colocaciones de letras a seis meses han recibido el máximo interés por parte de los inversores, a juzgar por el hecho de que el nivel de sus peticiones fue en media 2,8 veces el de la adjudicación. Las subastas de letras a tres meses, realizadas todas en el último trimestre del año, también despertaron un especial interés, como evidencia su ratio media de cobertura de 2,3 veces. En el otro extremo se sitúan las letras a un año, cuya cobertura media fue de solo 1,5 veces, el mínimo de todos los instrumentos. Destaca también el retroceso experimentado por las subastas de las obligaciones a diez años, instrumento de referencia para el Tesoro, que registraron una ratio de cobertura media de solo 1,7 veces, frente a las 2,3 veces de 2007. En cuanto al resto de instrumentos, tanto las obligaciones a treinta y quince años como los bonos a cinco y tres años se situaron en niveles similares en este aspecto: la ratio de cobertura media de las primeras fue de 1,8 y 1,7 veces, respectivamente; y la de los últimos, de 1,9 y 1,7 veces, respectivamente.

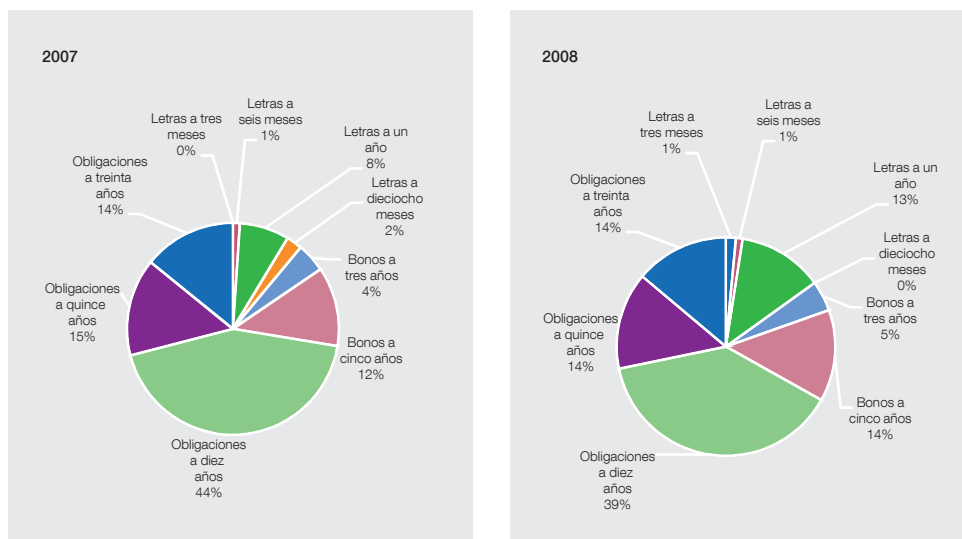
2.3 Evolución del saldo vivo de deuda anotada

Si a comienzos del año se esperaba que el saldo vivo de deuda del Estado en circulación apenas variase con respecto a 2007, finalmente se ha producido, a diferencia de los últimos años, un aumento del saldo de deuda del Estado anotada, por un importe de 51.750,9 millones de euros, lo que supone un aumento del 17,6% con respecto al año anterior. De esta forma, el saldo vivo de deuda del Estado ascendía, al concluir el ejercicio 2008, a 345.115,6 millones de euros.

En cuanto a su composición, la política de financiación del Tesoro durante 2008 ha tenido como consecuencia un aumento de la concentración en el corto y el medio plazo (véase gráfico 2.1). Ello se ha debido, principalmente, al cambio de signo, con respecto al año anterior, de la política de apelación neta en el segmento de los bonos del Estado, así como a la intensificación de las emisiones netas de letras del Tesoro. Aunque la financiación obtenida mediante obligaciones del Estado también se incrementó con respecto a 2007, lo hizo en menor medida que en los instrumentos a corto y medio plazo.

COMPOSICIÓN DE LA DEUDA ANOTADA

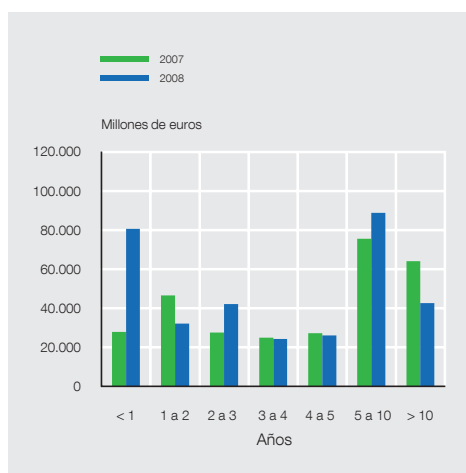
GRÁFICO 2.1



FUENTE: Banco de España.

DISTRIBUCIÓN POR VENCIMIENTOS

GRÁFICO 2.2



FUENTE: Banco de España.

Así, la proporción que representaban las letras del Tesoro y los bonos del Estado sobre el total era a final de año del 33,1%, frente al 27,6% de 2007, incremento que se debió en mayor medida al aumento relativo de las letras que al de los bonos. De hecho, el saldo de letras del Tesoro en circulación a finales de 2008 era un 60,5% superior al valor de cierre del año anterior. En consecuencia, el peso del saldo vivo de letras dentro del conjunto de deuda del Estado ha aumentado a finales de 2008 hasta el 15,1%, desde el 11,1% que suponía en 2007. A su vez, este aumento del saldo de letras ha provenido básicamente de la línea de letras a un año, que han aumentado su saldo vivo en un 95,8% con respecto a 2007, mientras que el saldo de las letras a dieciocho meses se extinguió, y las letras a seis y tres meses realizaron una aportación relativamente menos significativa al aumento del saldo total de letras del Tesoro en circulación. Por su parte, el saldo de los bonos a tres y cinco años creció en torno al 30%, destacando el aumento en dos puntos porcentuales en el peso del saldo vivo de los bonos a cinco años en el conjunto de la deuda del Estado.

Ahora bien, a pesar de su pérdida de peso relativo, las obligaciones del Estado siguen representando más de dos tercios del saldo vivo total de deuda pública. De hecho, todas sus líneas muestran saldos individuales superiores a los de cualquier línea de letras del Tesoro o de bonos del Estado. Las obligaciones a diez años siguen destacando en términos absolutos, con un 57,8% del saldo global de obligaciones y un 38,6% del saldo total de deuda, aunque han sido las obligaciones a quince y treinta años las que más han contribuido al aumento registrado por el saldo vivo de obligaciones, que fue del 7,9%.

La mayor concentración en el segmento de corto y medio plazo se concretó en una reducción de la vida media del saldo vivo de deuda del Estado hasta los 6,27 años, frente a los 6,95 años de 2007. Como consecuencia inmediata, el Tesoro tendrá que afrontar durante 2009 un volumen de amortizaciones previsto que casi triplica las cantidades a las que se enfrentaba para el ejercicio 2008. El gráfico 2.2 refleja este cambio en los distintos perfiles de amortizaciones a los que se enfrentaba el Tesoro al finalizar los ejercicios 2007 y 2008.

3 MERCADO SECUNDARIO DE DEUDA DEL ESTADO

3 Mercado secundario de deuda del Estado

3.1 Descripción general

Tras un período de cuatro años caracterizado por una marcada estabilidad, en el que los volúmenes negociados se situaron por encima de los 22 billones de euros, el mercado de deuda pública ha experimentado una significativa caída en su actividad en el año 2008. En efecto: mientras que en 2007 los importes negociados alcanzaron los 22,7 billones de euros, en el pasado año descendieron hasta los 20 billones, lo que supuso una reducción del 12% en la contratación.

La negociación cayó tanto en el ámbito de titulares como en el de terceros, si bien de forma desigual. En efecto: mientras que en aquel el descenso de la contratación se cifró en un 6,3%, la reducción de la actividad en el segmento de terceros alcanzó un 14,8%. Con estas variaciones, la contratación entre titulares ha ganado algo de peso en el conjunto del mercado, pero sigue siendo 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.

Aunque el mercado de deuda pública sigue concentrado en la negociación de bonos y obligaciones no segregados, este segmento perdió importancia relativa, pues pasó de representar el 91,5% de la negociación total en 2007 a suponer un 86,2% en 2008. Por el contrario, para el mismo horizonte de comparación, el peso de la contratación en letras del Tesoro ha aumentado desde el 7% hasta el 11,1%, mientras que el de los instrumentos segregados ha pasado desde el 1,5% hasta el 2,7%.

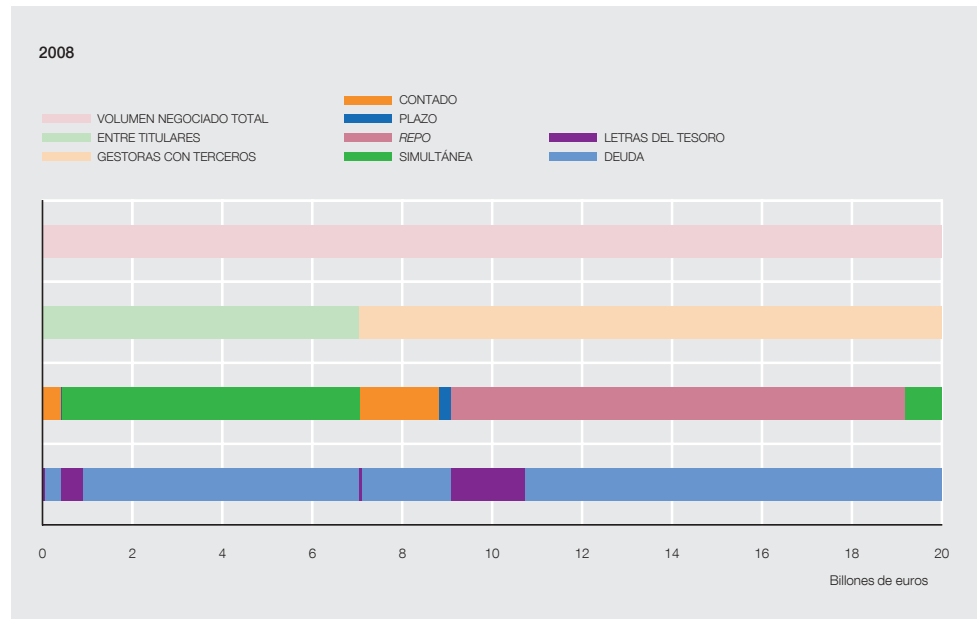
Por tipo de operaciones, la negociación en 2008 se distribuyó de forma muy similar a como lo hiciera en 2007. No obstante, se pueden señalar ligeros incrementos en las participaciones de las operaciones *repo* y simultáneas, que se situaron en 2008 en el 50,6% y el 37,1%, respectivamente; estos aumentos se registraron a costa de un descenso en el peso relativo de las operaciones al contado, que se situó en ese mismo año en el 11%.

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

En 2008, la negociación entre titulares, que alcanzó 7,1 billones de euros, registró un descenso del 6,3%, como consecuencia, básicamente, de la caída en la contratación con bonos y obligaciones, cifrada en un 9,4%. Por el contrario, los volúmenes cruzados con letras del Tesoro y con instrumentos segregados crecieron un 56,5% y un 31%, respectivamente; no obstante, es preciso matizar que estos crecimientos tan grandes vienen parcialmente explicados por el hecho de referirse a cifras iniciales de negociación bastante reducidas.

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.

Los importes cruzados con bonos y obligaciones alcanzaron 6,5 billones de euros, lo que representa el 92,2% del mercado en este ámbito; por su parte, la negociación con letras del Tesoro alcanzó 536 mm de euros, y la realizada con instrumentos segregados se situó en 12 mm de euros.

Por tipo de operación, la tendencia a la baja en las operaciones al contado se mantuvo en 2008, ya que su contratación se redujo en un 6,1% y se situó en 427 mm. Una caída similar, cifrada en el 6,4%, se registró en la negociación de operaciones simultáneas, que alcanzó 6,6 billones de euros. Finalmente, las operaciones a plazo casi no se cruzan entre titulares —su volumen de contratación no llegó a los 3 mm en 2008— y, como ya se señaló en ediciones anteriores de esta Memoria, la operativa *repo* no puede utilizarse en la actualidad en el ámbito de titulares.

Tras estas variaciones, el reparto de la negociación en este segmento del mercado entre los distintos tipos de operativa se mantiene casi idéntico al observado en 2007, con un peso del 93,9% para las operaciones simultáneas y del 6,1% para las operaciones al contado.

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 2007; por su parte, el cuadro 3.2 muestra las cuotas de negociación para los años 2007 y 2008.

Por último, la parte izquierda del gráfico 3.2 muestra la estructura de la negociación entre titulares para esos dos mismos años. Estos dos cuadros y este gráfico sirven de apoyo a la lectura del resto de esta sección, dedicado a las operaciones al contado y a las operaciones simultáneas.

3.2.1 OPERACIONES SIMPLES AL CONTADO

La negociación al contado se redujo un 6,1% en 2008, ya que pasó de 455 mm de euros en 2007 a 427 mm en 2008. Esta caída se debe a la reducción del 13,3% en la contratación con bonos y obligaciones, que pasó de 416 mm a 360 mm, compensada en parte por el aumen-

NEGOCIACIÓN ENTRE TITULARES

CUADRO 3.1

Año 2008

Millones de euros y %										
	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL	
	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2007 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2007 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2007 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2007 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2007 (%)
Total	427,5	-6,1	2,9	179,4	—	—	6.623,0	-6,4	7.053,4	-6,3
Letras del Tesoro	64,1	77,8	0,0	-100,0	—	—	471,7	54,1	535,8	56,5
Bonos y obligaciones	360,4	-13,3	1,4	59,8	—	—	6.143,6	-9,2	6.505,4	-9,4
Principales y cupones	3,0	-17,1	1,5	1.002,9	—	—	7,7	38,5	12,2	31,0

FUENTE: Banco de España.

CUOTAS DE NEGOCIACIÓN ENTRE TITULARES (a)

CUADRO 3.2

%										
	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL (b)	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Total (b)	6,0	6,1	0,0	0,0	—	—	93,9	93,9	100,0	100,0
Letras del Tesoro	0,5	0,9	0,0	0,0	—	—	4,1	6,7	4,5	7,6
Bonos y obligaciones	5,5	5,1	0,0	0,0	—	—	89,8	87,1	95,3	92,2
Principales y cupones	0,0	0,0	0,0	0,0	—	—	0,1	0,1	0,1	0,2

FUENTE: Banco de España.

a. Porcentajes sobre la negociación total entre titulares.

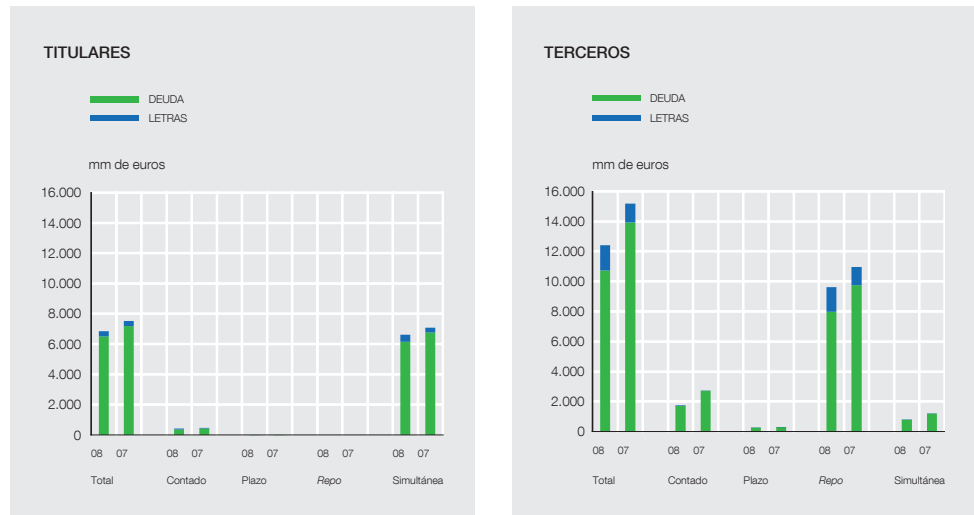
b. En algunos casos, las rúbricas de totales pueden diferir de la suma de sus componentes a consecuencia de los redondeos.

to del 77,8% en la negociación con letras del Tesoro, que pasó de 36 mm a 64 mm. Finalmente, los volúmenes cruzados con instrumentos segregados, que cayeron en 2008 un 17,1%, son muy pequeños y tan solo alcanzaron 3 mm de euros.

La concentración de la negociación al contado de bonos y obligaciones en unas pocas emisiones se mantiene bastante estable, con muy ligeras variaciones, en los últimos años. En 2008 se registró un ligero aumento de la concentración; en concreto, las cinco emisiones con mayor actividad sumaron el 49% de la negociación. Por orden de importancia, las referencias más negociadas fueron la obligación con cupón 4,10% y vencimiento en julio de 2018, que acumuló casi el 15% de la contratación; la obligación con cupón 3,80% y vencimiento en enero de 2017; el bono con cupón 4,10% y vencimiento en abril de 2011; el bono con cupón 3,90% y vencimiento en octubre de 2012, y la obligación con cupón 4% y vencimiento en enero de 2010.

**3.2.2 OPERACIONES
SIMULTÁNEAS**

En 2008, la contratación de operaciones simultáneas entre titulares, que experimentó un descenso del 6,4%, se situó en 6,6 billones de euros. De ellos, 6,1 billones corresponden a operaciones cruzadas con bonos y obligaciones, operativa que se redujo un 9,2% respecto a la observada en 2007. La negociación con letras del Tesoro, cifrada en 472 mm, y la realizada con instrumentos segregados, cifrada en 8 mm, crecieron en 2008 un 54,1% y un 38,5%, respectivamente.



FUENTE: Banco de España.

3.3 Negociación con terceros

La negociación con terceros se redujo un 14,8% en 2008, hasta situarse en 12,9 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, a pesar de una reducción del 21,2%, que llevó su volumen contratado a 10,7 billones de euros, suponen el 82,9% de la negociación en este ámbito.

Por su parte, tanto los volúmenes cruzados con letras del Tesoro como los cruzados con principales y cupones segregados aumentaron: un 34,5% aquellos, con un volumen de contratación de 1,7 billones de euros, y un 68,8% estos, con un importe negociado de 532 mm.

La concentración de la contratación en la deuda a medio y largo plazo siguió reduciéndose en 2008, ya que pasó del 89,7% del total de la negociación con terceros en 2007 al ya mencionado 82,9% en 2008. En sentido contrario se movieron la cuota de las letras del Tesoro (8,3% en 2007 y 13% en 2008) y la de los instrumentos segregados (2,1% en 2007 y 4,1% en 2008).

Por otro lado, se observaron descensos en todos los tipos de operación: 34,9% en el contado, 11,6% en el plazo, 7,9% en *repos* y 33,1% en simultáneas. Con estas variaciones, tanto las operaciones al contado como las simultáneas perdieron importancia relativa en el conjunto de la negociación con terceros: las primeras pasaron de representar el 17,9% del total en 2007 al 13,7% en 2008, mientras que las segundas se redujeron desde el 7,9% al 6,2%. El movimiento contrario se observó en las operaciones a plazo, que tuvieron una ganancia de cuota de tan solo una décima porcentual, y en las operaciones *repo*, que pasaron de suponer el 72,2% de los volúmenes contratados con terceros en 2007 al 78,1% en 2008.

El resto de la sección se dedica a la descripción, 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, el panel derecho del gráfico 3.2 muestra el desglose de la negociación con terceros para los años 2007 y 2008.

3.3.1 OPERACIONES SIMPLES AL CONTADO

La contratación al contado ascendió a 1,8 billones de euros, lo que supone una caída del 34,9% en 2008, y se realizó casi totalmente con bonos y obligaciones, ya que los volúmenes

Año 2008

%	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL	
	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2007 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2007 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2007 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2007 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2007 (%)
	Total	1.773,2	-34,9	260,7	-11,6	10.109,8	-7,9	801,9	-33,1	12.945,6
<i>Letras del Tesoro</i>	50,7	135,9	0,7	14,0	1.635,4	32,9	0,6	-75,0	1.687,4	34,5
<i>Bonos y obligaciones</i>	1.701,7	-36,7	254,1	-12,6	7.977,2	-15,6	792,7	-33,5	10.725,7	-21,2
<i>Principales y cupones</i>	20,8	53,2	5,9	66,9	497,2	68,6	8,6	148,5	532,5	68,8

FUENTE: Banco de España.

CUOTAS DE NEGOCIACIÓN CON TERCEROS (a)

CUADRO 3.4

%	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL (b)	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
	Total (b)	17,9	13,7	1,9	2,0	72,2	78,1	7,9	6,2	100,0
<i>Letras del Tesoro</i>	0,1	0,4	0,0	0,0	8,1	12,6	0,0	0,0	8,3	13,0
<i>Bonos y obligaciones</i>	17,7	13,1	1,9	2,0	62,2	61,6	7,8	6,1	89,7	82,9
<i>Principales y cupones</i>	0,1	0,2	0,0	0,0	1,9	3,8	0,0	0,1	2,1	4,1

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.

negociados con letras del Tesoro y con deuda segregada fueron, a pesar de haberse registrado crecimiento en ambos casos, muy reducidos: 51 mm y 21 mm, respectivamente.

En la negociación de letras del Tesoro, las entidades gestoras dieron contrapartida en nombre propio a sus clientes en el 94% de los volúmenes contratados. Este porcentaje es inferior en el caso de los bonos y obligaciones, un 87%, y de los instrumentos segregados, un 78%. 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.

El volumen medio por operación en 2008 fue más alto para las operaciones registradas por orden conjunta de las partes que para aquellas en las que las entidades dieron contrapartida en nombre propio, con independencia del activo negociado. Así, los volúmenes medios fueron, en el caso de las operaciones por orden conjunta, 14,3 millones de euros para bonos y obligaciones, 7,6 millones de euros para letras del Tesoro y 6,8 millones de euros para principales y cupones segregados; en el caso de las operaciones en las que las entidades dieron contrapartida en nombre propio, estos volúmenes fueron de 12,3 millones, 4,2 millones y 6,3 millones, respectivamente.

3.3.2 OPERACIONES REPO Y SIMULTÁNEAS

Al igual que en el caso de la contratación al contado entre titulares, aunque de forma menos intensa, la negociación con terceros también mostró una elevada concentración: las cinco referencias más negociadas durante 2008 acumularon el 30% de los volúmenes cruzados.

En 2008 la negociación en operaciones *repo* con terceros ascendió a un total de 10,1 billones de euros, lo que supuso una caída del 7,9% en relación con la contratación registrada en el año 2007. A pesar de ello, dado que esta contracción es menor en términos relativos que las observadas en el resto de tipos de operativa, la contratación en *repos* ha aumentado su peso en casi seis puntos y supone el 78,1% de la negociación con terceros en 2008.

De estos volúmenes contratados en operaciones *repo*, el 79% se cruzó con bonos y obligaciones, el 16% se negoció con letras del Tesoro y, finalmente, el 5% restante se negoció con instrumentos segregados.

En esta operativa, las gestoras dieron contrapartida en nombre propio en casi la totalidad de los volúmenes cruzados en 2008, siendo marginales los otros dos tipos de intermediación de estas entidades (el registro por orden conjunta de las partes contratantes y la actividad como comisionista).

La negociación en operaciones simultáneas, realizada casi exclusivamente con bonos y obligaciones, cayó un 33,1% en 2008 respecto a la registrada en 2007 y se situó en 793 mm de euros. Con esta reducción tan cuantiosa, la contratación en simultáneas perdió importancia relativa en la negociación de terceros, ya que pasó del 7,9% en 2007 al 6,2% en 2008.

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 que el volumen medio de una operación *repo* con bonos y obligaciones en 2008 fue algo superior a 4 millones de euros, el tamaño medio de una operación simultánea casi alcanzó los 32 millones de euros.

3.4 Mercados derivados

En 2008, los mercados europeos de productos derivados de la deuda pública² denominados en euros mostraron un cambio de tendencia con respecto a los años anteriores.

En efecto, a diferencia de lo ocurrido en los últimos años, la contratación de estos instrumentos en EUREX disminuyó en 2008. Así, tras la desaceleración mostrada en 2007³, el volumen de negociación durante 2008 fue un 12,9% inferior al del ejercicio previo. 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 negociado⁴, el descenso fue aún más acusado, con una reducción del volumen negociado de un 21,8%. En cualquier caso, la actividad sigue concentrada en el mercado alemán, que abarca casi la totalidad del volumen negociado, con una cuota de prácticamente el 100%.

En este contexto, MEFF continuó mostrando volúmenes negociados muy reducidos, aunque mostró un pequeño incremento con respecto a 2007, frente a las continuas reducciones re-

2. 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 futuros y opciones sobre el bono alemán a dos, cinco y diez años, así como futuros sobre el bono a treinta años. 3. El volumen de negociación en 2007 fue solo un 1,6% superior al de 2006, tras un incremento en dicho año con respecto a 2005 del 8%. 4. El futuro sobre el bono alemán a diez años representó el 41% del total de la negociación de estos productos en EUREX.

gistradas desde 1998. El volumen total de contratación del futuro sobre el bono a diez años, que siguió representando un segmento residual del mercado, ascendió durante 2008 a 1,4 millones de euros, lo que supone un 7,7% más de negociación que en 2007. La posición abierta, por otra parte, finalizó el año a cero, al igual que en 2007.

4 DISTRIBUCIÓN DE SALDOS POR GRUPOS DE AGENTES

4 Distribución de saldos por grupos de agentes

4.1 Distribución de saldos vivos

En 2008, tanto el saldo vivo de bonos y obligaciones como el de letras del Tesoro aumentaron considerablemente: 32,9 mm y 19,6 mm de euros, respectivamente. Por su parte, el volumen de instrumentos segregados se mantuvo casi estable, pues su reducción no alcanzó los 46 millones de euros. Con estas variaciones, al final de 2008, el saldo vivo de letras del Tesoro alcanzaba 52,1 mm de euros, el de bonos y obligaciones se situaba en 279,9 mm de euros¹, y, por último, los principales y cupones segregados en circulación ascendían a 25,3 mm de euros.

El gráfico 4.1 muestra, tanto para 2007 como para 2008, las carteras registradas de letras del Tesoro y de bonos y obligaciones de cada grupo de agentes como porcentaje de los correspondientes saldos vivos. Por su parte, los cuadros A.14 y A.15 del Apéndice estadístico facilitan, respectivamente, las carteras registradas y las carteras a vencimiento que mantienen los distintos tipos de agentes, tanto en valores absolutos como en términos porcentuales sobre los saldos vivos.

Por lo que se refiere a los bonos y obligaciones, la variación más significativa es el aumento de 28,6 mm de euros en las tenencias de los no residentes, lo que representa el 87% del crecimiento del saldo de estos instrumentos. También se han registrado aumentos en las carteras del sistema crediticio por importe de 9,3 mm (4,9 mm si se excluye el Banco de España), en las carteras de las Administraciones Públicas por un total de 5,7 mm y, finalmente, en las de empresas no financieras en una cuantía de 1,6 mm.

Por el contrario, las carteras del grupo de otras instituciones financieras se redujeron considerablemente: 11,9 mm de euros. Esta caída se materializó en todos los tipos de agentes incluidos en este sector, pero fue especialmente intensa en los fondos de inversión, cuyas carteras cayeron en 6,8 mm de euros.

Con las variaciones señaladas, los inversores no residentes han aumentado en más de cinco puntos porcentuales su participación relativa en las tenencias de bonos y obligaciones, pues sus carteras han pasado de representar el 42,6% del saldo vivo en 2007 a suponer el 47,8% en 2008. Tras este primer grupo inversor, se sitúa el de otras instituciones financieras, que, con unas tenencias del 19,6% en 2008, han perdido 7,5 puntos porcentuales de participación en el saldo de bonos y obligaciones respecto a las cifras de 2007. Tras estos dos grupos, el siguiente inversor es el conjunto de Administraciones Públicas, cuyas tenencias alcanzan el 14,4% del saldo vivo.

En relación con las letras del Tesoro, también la variación más significativa ha estado protagonizada por los inversores no residentes, cuyas carteras han aumentado en 6,8 mm de euros, lo que supone algo más de la tercera parte del incremento en el saldo vivo de estos instrumentos. También han sido considerables los aumentos en las tenencias del sector crediticio, por un total de 4,5 mm (3,2 mm si se excluye el Banco de España), y de las otras instituciones financieras, por un importe de 4 mm. Tras estas variaciones, aunque el grupo

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.

de otras instituciones financieras ha perdido más de ocho puntos porcentuales de participación en el saldo de letras del Tesoro, sigue siendo, con una cuota del 34,4%, el grupo inversor más relevante.

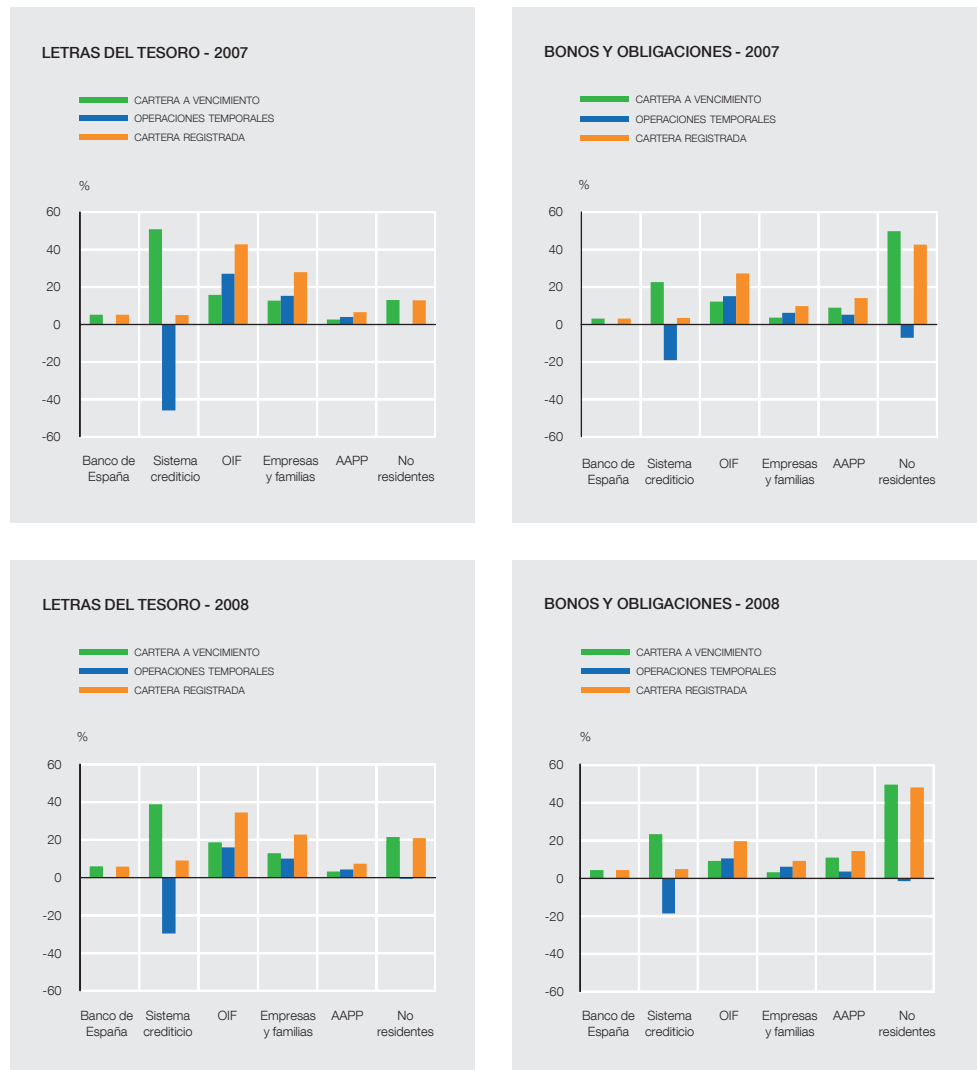
Finalmente, en relación con los instrumentos segregados, se puede señalar que las únicas variaciones de cierto tamaño en las carteras han sido la desinversión de 4,8 mm en el grupo de otras instituciones financieras y el aumento de 5,9 mm en las tenencias del sistema crediticio. Al finales de 2008, los mayores tenedores del saldo de principales y cupones segregados son las otras instituciones financieras y los no residentes, con unas cuotas del 41,8% y del 41,6%, respectivamente.

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.

Por un lado, el sistema bancario, que actúa como intermediario, mantiene grandes carteras a vencimiento, que refinancia mediante ventas temporales a otras instituciones financieras, empresas, familias y, desde febrero de 2001, 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 15% en 2008 y se situaron al final de dicho año en 7.640 millones de euros. Este crecimiento ha sido el resultado del considerable aumento del 24,3% en los saldos registrados de letras del Tesoro y del avance, más moderado, del 6,9% observado en los saldos de bonos y obligaciones.



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.

A finales de 2008, los saldos de bonos y obligaciones ascendían a 3.759 millones de euros y representaban el 49% de los saldos mantenidos en las Cuentas Directas del Banco de España. Por su parte, las tenencias de letras del Tesoro mantenidas en este sistema se situaban en 3.881 millones de euros y suponían el 51% restante.

Con estas cifras, el Banco de España seguía siendo, al cierre de 2008, la sexta entidad gestora por tamaño de los saldos registrados. 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 octava plaza.

5 Otros emisores

El saldo de deuda anotada por otros emisores en la Central de Anotaciones se redujo, en el año 2008, en 464 millones de euros, debido, principalmente, al descenso del saldo registrado por los emisores distintos a las Comunidades Autónomas y, en muy menor medida, a la reducción del saldo de la deuda autonómica.

El volumen de negociación en el mercado secundario registró una caída del 30%, consolidando la tendencia decreciente que viene mostrando la contratación en este mercado en los últimos años. Este descenso se debió, principalmente, a la reducción de la operativa en *repo* en el segmento de gestoras con terceros, actividad esta que sigue representando más del 90% de la negociación total.

5.1 Mercado primario

El saldo de deuda de Comunidades Autónomas y otras instituciones públicas anotado en la Central de Anotaciones era de 16.497 millones de euros al cierre de 2008, lo que supone una emisión neta negativa de 464 millones de euros. Esta disminución se atribuye principalmente a la rebaja en 446 millones de euros del saldo registrado de otras instituciones públicas y a la ligera caída, cifrada en 18 millones de euros, en el saldo anotado de deuda de las Comunidades Autónomas (véase cuadro 5.1).

No obstante lo anterior, la actividad en el mercado primario estuvo concentrada en las Comunidades Autónomas, que realizaron una emisión bruta de 1.924 millones de euros, que casi compensó el total de amortizaciones, cifrado en 1.942 millones de euros. Por su parte, en el caso de las otras instituciones públicas, la emisión bruta alcanzó los 110 millones de euros, mientras que las amortizaciones se situaron en 556 millones de euros.

Por Comunidades Autónomas, destacan las amortizaciones netas de las comunidades de Madrid y Castilla-La Mancha, con importes de 135 millones y 90 millones de euros, respectivamente. También contribuyó negativamente a la emisión neta total la comunidad de Baleares, con un descenso de 22 millones de euros en su saldo registrado.

Estas dos últimas comunidades no emitieron deuda durante 2008, mientras que el saldo de la Comunidad de Madrid disminuyó como consecuencia de unas amortizaciones de 357 millones de euros y una emisión bruta de 222 millones de euros.

Por su parte, entre las Comunidades Autónomas que han registrado emisiones netas positivas, destacan las comunidades de Aragón y Andalucía, con importes de 109 millones y 88 millones de euros, respectivamente. La Junta de Andalucía fue la más activa en el mercado primario, con una emisión bruta de 1.175 millones de euros, un 10% inferior a la del ejercicio precedente, y unas amortizaciones de 1.087 millones de euros. Igualmente, las comunidades de Canarias y Castilla y León contribuyeron con emisiones netas positivas de 17 millones y 15 millones de euros, respectivamente. Por su parte, Galicia y Navarra emitieron el mismo importe que se amortizaba. Finalmente, en las comunidades de Cantabria, Murcia y Valencia tanto la emisión como la amortización fue nula.

En relación con el resto de instituciones públicas con deuda anotada en la Central de Anotaciones, tanto el Instituto de Crédito Oficial (ICO) como el Instituto Nacional de Industria (INI) y Radiotelevisión Española (RTVE) disminuyeron sus saldos registrados en la Central de Anotaciones en importes de 256 millones, 120 millones y 180 millones de euros, respectivamente,

Mercado primario. Año 2008

Millones de euros

	SALDO EN CIRCULACIÓN 31.12.2007	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN 31.12.2008
Total	16.961	2.034	2.498	-464	16.497
Comunidades Autónomas	15.949	1.924	1.942	-18	15.931
<i>Andalucía</i>	<i>4.881</i>	<i>1.175</i>	<i>1.087</i>	<i>88</i>	<i>4.969</i>
<i>Aragón</i>	<i>651</i>	<i>175</i>	<i>66</i>	<i>109</i>	<i>760</i>
<i>Baleares</i>	<i>440</i>	<i>—</i>	<i>22</i>	<i>-22</i>	<i>418</i>
<i>Canarias</i>	<i>1.150</i>	<i>77</i>	<i>60</i>	<i>17</i>	<i>1.167</i>
<i>Cantabria</i>	<i>0</i>	<i>—</i>	<i>—</i>	<i>—</i>	<i>0</i>
<i>Castilla y León</i>	<i>737</i>	<i>15</i>	<i>—</i>	<i>15</i>	<i>752</i>
<i>Castilla-La Mancha</i>	<i>838</i>	<i>—</i>	<i>90</i>	<i>-90</i>	<i>748</i>
<i>Galicia</i>	<i>2.265</i>	<i>200</i>	<i>200</i>	<i>0</i>	<i>2.265</i>
<i>Madrid</i>	<i>4.009</i>	<i>222</i>	<i>357</i>	<i>-135</i>	<i>3.874</i>
<i>Murcia</i>	<i>367</i>	<i>—</i>	<i>—</i>	<i>0</i>	<i>367</i>
<i>Navarra</i>	<i>611</i>	<i>60</i>	<i>60</i>	<i>0</i>	<i>611</i>
<i>Valencia</i>	<i>0</i>	<i>—</i>	<i>—</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Otras instituciones públicas	1.012	110	556	-446	566
<i>ICO</i>	<i>460</i>	<i>—</i>	<i>256</i>	<i>-256</i>	<i>204</i>
<i>INI</i>	<i>120</i>	<i>—</i>	<i>120</i>	<i>-120</i>	<i>0</i>
<i>RTVE</i>	<i>180</i>	<i>—</i>	<i>180</i>	<i>-180</i>	<i>0</i>
<i>RENFE</i>	<i>252</i>	<i>—</i>	<i>—</i>	<i>—</i>	<i>252</i>
<i>Ayuntamiento de Madrid</i>	<i>0</i>	<i>110</i>	<i>—</i>	<i>110</i>	<i>110</i>

FUENTE: Banco de España.

que correspondieron a la cuantía de sus amortizaciones, al no haber realizado ninguna emisión. Por su parte, el saldo anotado a nombre de la Red Nacional de Ferrocarriles Españoles (RENFE) no se alteró y siguió situado en 252 millones de euros al finalizar el ejercicio. Finalmente, el Ayuntamiento de Madrid efectuó por primera vez en 2008 una emisión bruta en la Central de Anotaciones, por un importe de 110 millones de euros.

5.2 Mercado secundario

El volumen de negociación de deuda autonómica y de otras instituciones públicas en el mercado secundario fue, en el año 2008, de 39.334 millones de euros, lo que representa una disminución del 30% con respecto al año 2007 (véase cuadro 5.2).

Esta disminución se concentró en el segmento de gestoras con terceros, donde la contratación alcanzó los 38.951 millones de euros, un 30% menos que en 2007. Por el contrario, la contratación entre titulares de cuenta de la Central de Anotaciones se situó en 383 millones de euros, casi un 22% superior a la observada en el ejercicio anterior.

Por otra parte, del volumen total negociado por el conjunto del mercado en 2008, un 67,6% correspondió a la operativa con bonos y obligaciones de Comunidades Autónomas, un 31,6% a la negociación de pagarés, y, finalmente, el 0,8% restante a la realizada con bonos y obligaciones de otras instituciones públicas. Por lo que respecta al comportamiento de cada uno de estos segmentos en 2008, se observa una evolución dispar. Así, tanto en la operativa con pa-

Mercado secundario. Volúmenes negociados

	Millones de euros										
	CONJUNTO DEL MERCADO	ENTRE TITULARES					GESTORAS CON TERCEROS				
		TOTAL	CONTADO	PLAZO	REPOS	SIMULTÁNEAS	TOTAL	CONTADO	PLAZO	REPOS	SIMULTÁNEAS
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	—
2006	70.317	692	484	173	—	22	69.625	5.161	180	64.260	24
2007	56.222	315	218	—	—	97	55.907	4.385	40	51.472	10
Total 2008	39.334	383	170	5	—	177	38.951	2.266	535	36.058	93
Bonos y obligaciones	26.908	352	170	5	—	177	26.556	1.862	535	24.067	93
<i>De Comunidades Autónomas</i>	26.610	297	120	—	—	177	26.313	1.823	448	23.950	93
<i>De otras instituciones públicas</i>	298	55	50	5	—	—	243	39	87	117	—
<i>Pagarés</i>	12.426	31	31	—	—	—	12.395	404	—	11.991	—

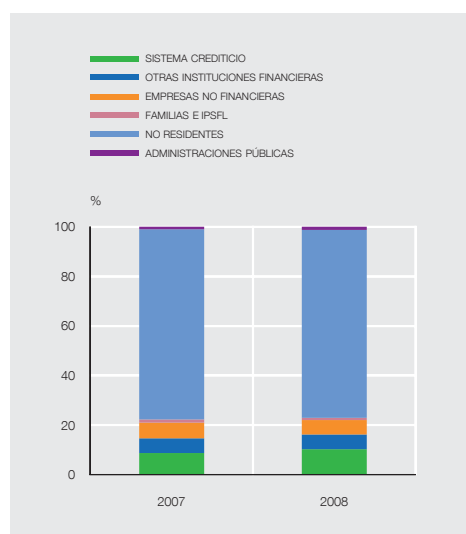
FUENTE: Banco de España.

garés como en la hecha con bonos y obligaciones de otras instituciones públicas se registraron aumentos en los volúmenes negociados: 3,5% y 21,6%, respectivamente. Por el contrario, la contratación con bonos y obligaciones de Comunidades Autónomas, que alcanzó los 26.610 millones de euros en 2008, experimentó una reducción del 39,5% respecto al año anterior.

El aumento del volumen de contratación entre titulares de cuenta se produjo gracias al crecimiento de los tres segmentos de contratación. En concreto, la operativa con bonos y obligaciones de otras instituciones públicas así como la realizada a través de pagarés aumentó de manera significativa en 2008, si bien desde niveles muy reducidos, con incrementos del 189,4% y del 520%, respectivamente. En cuanto a la operativa con bonos y obligaciones autonómicos, a pesar de registrar un crecimiento notablemente inferior, un 2,1%, su volumen total continúa siendo comparativamente superior en términos absolutos, al representar casi un 78% del total de la operativa entre titulares.

En la contratación con bonos y obligaciones de Comunidades Autónomas realizada entre titulares, las operaciones simultáneas constituyen la partida más significativa; en 2008, su volumen, con un crecimiento del 129,8% respecto a 2007, se situó en los 177 millones de euros. En contraste, el importe negociado en operaciones al contado se redujo casi un 44%, quedando en 120 millones de euros, por lo que perdió la posición dominante que había tenido en la operativa entre titulares en 2007.

En relación con el segmento de gestoras con terceros, ámbito que concentra el grueso de la actividad del mercado secundario de estos instrumentos, hay que señalar que su volumen de



FUENTE: Banco de España.

contratación en 2008 representó un 99% de la negociación total, a pesar de haber registrado un descenso del 30% con respecto a las cifras del ejercicio anterior.

En este ámbito, la mayor parte de la negociación se instrumenta a través de *repos*. En concreto, en el año 2008, las gestoras y sus clientes cruzaron operaciones *repo* por importe de 36.058 millones de euros, lo que supone un 30% menos que el año anterior. De nuevo, esta negociación se concentró en la operativa con bonos y obligaciones de Comunidades Autónomas, que se redujo un 39,6% con respecto al año 2007, hasta un importe de 23.950 millones de euros. Por su parte, el volumen de *repos* instrumentados a través de pagarés aumentó un 2,5% en 2008, mientras que los instrumentados en bonos y obligaciones de otras instituciones públicas lo hicieron en un 52%. Ambas magnitudes no logran, sin embargo, contrarrestar el fuerte descenso de la operativa con bonos y obligaciones autonómicos.

Finalmente, la contratación al contado, que, con un total de 2.266 millones de euros, supone el 5,8% de la negociación con terceros, disminuyó en un 48%. La negociación con bonos y obligaciones, tanto de Comunidades Autónomas como de otras instituciones públicas, disminuyó sustancialmente; sin embargo, la contratación con pagarés creció notablemente.

En definitiva, se confirma un año más la tendencia decreciente registrada para el conjunto del mercado. A esta reducción han contribuido, por un lado, el descenso en la negociación de operaciones al contado entre titulares, y, por otro, la caída registrada en la contratación en *repo* 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 refleja, al cierre del ejercicio 2008, un perfil muy similar al mostrado en el 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 representaron, al cierre de 2008, un 75,7% del saldo total, ligeramente por debajo del 76,7% anotado en el año anterior. En contrapartida, el peso de las carteras registradas por el sistema crediticio aumentó su peso relativo hasta un 10,3%, desde el 8,8% de 2007.

Por su parte, los porcentajes representados por las carteras registradas de las empresas no financieras y de las familias e instituciones sin fines de lucro registraron ligeros descensos, pasando del 6,3% al 5,7% en el caso de las primeras y del 1,2% al 0,9% en el caso de las segundas.

El tamaño relativo de las carteras registradas a nombre de otras instituciones financieras, grupo en el que se encuadran los inversores institucionales residentes, apenas se alteró entre ambos ejercicios, mientras que las Administraciones Públicas sí que aumentaron ligeramente su reducida cuota sobre el saldo total, pasando al 1,2% en 2008, desde el 0,9% alcanzado en 2007.

Al igual que en años anteriores, la posición de los inversores no residentes se mantenía a vencimiento prácticamente en su totalidad. Por su parte, el sistema crediticio, sin incluir el Banco de España, mantenía una cartera a vencimiento superior a la registrada, incorporando una posición de venta temporal por un importe de 772 millones de euros.

Esta posición de venta temporal se compensaba con la situación contraria en el Banco de España (123 millones de euros), el grupo de otras instituciones financieras (275 millones de euros), las empresas no financieras (136 millones de euros), las familias (107 millones de euros) y, finalmente, las Administraciones Públicas (129 millones de euros).

6 SUPERVISIÓN DEL SISTEMA

6 Supervisión del sistema

A lo largo del ejercicio 2008, el equipo de inspección del Banco de España centró su labor de supervisión del mercado de deuda pública en dos entidades. En uno de los casos se trataba de una entidad gestora con capacidad plena, mientras que, en el otro, la entidad era tan solo titular de cuenta, que registraba sus operaciones con terceros a través de una entidad gestora. A cierre de ejercicio, los saldos por cuenta de terceros de las dos entidades inspeccionadas representaban el 0,68% del saldo total de deuda en manos de terceros registrado en Iberclear.

En ambas entidades supervisadas se detectaron ciertas carencias en el área de control interno y deficiencias en los medios técnicos y humanos exigidos para llevar a cabo la operativa con terceros. En la entidad gestora se comprobó la existencia de un gran índice de manualidad, es decir, un escaso nivel de informatización de los procesos, así como la falta de un manual de descripción de procedimientos. Por su parte, en la entidad titular de cuenta se observaron deficiencias de conexión entre las distintas aplicaciones operativas y contables, con lo que con cierta frecuencia se encontraron descuadres entre distintas fuentes de información.

En referencia a los aspectos contables, se observaron algunas deficiencias, aunque, en general, poco significativas. En una de las entidades supervisadas, lo más destacado fue la constatación de errores en la valoración de los títulos de clientes, los cuales no estaban contabilizados a valor de mercado. En la misma entidad, se observó la contabilización en cuentas de orden de operaciones simultáneas realizadas con otros titulares de Iberclear, cuando en dichas cuentas de orden solo pueden aparecer operaciones con terceros. En la otra entidad no se detectaron deficiencias contables sustanciales.

Sin embargo, en el área de aspectos registrales y de comunicación a Iberclear sí que se constataron incidencias significativas. En ambas entidades, la declaración del código de actividad del tercero contenía errores frecuentes. En la entidad tan solo titular de cuenta, que registraba sus operaciones con terceros a través de una entidad gestora, se observaron errores en la comunicación del código de entidad intermediadora. En la misma entidad existían errores en la comunicación de traspasos de clientes entre la entidad titular supervisada y su gestora, así como duplicidad de operaciones en el libro registro de terceros, a pesar de que la comunicación a Iberclear figuraba correctamente por saldos totales de terceros.

En lo relacionado con la política de transparencia y protección al inversor, la inspección concluyó que, en general, se realizaban unas buenas prácticas comerciales, salvo en lo referente a la emisión del documento contractual, ya que las entidades supervisadas no emitían dicho documento en la mayor parte de las operaciones a vencimiento y en ninguna de las operaciones *repo*.

Por último, se cotejó con los propios terceros la titularidad de los saldos a través del proceso de circularización. Las respuestas recibidas representaron el 31% del total de las requeridas, porcentaje que se considera satisfactorio, y todas ellas fueron conformes.

Por otra parte, durante 2008 el Servicio de Reclamaciones del Banco de España recibió cinco reclamaciones relacionadas con deuda pública. De ellas, una se dirigía al Banco de España en su papel de entidad gestora, y las cuatro restantes hacían referencia a otras entidades gestoras.

En la reclamación dirigida al Banco de España como gestora se solicitaba información acerca de las letras del Tesoro adquiridas por el titular. La resolución fue realizada directamente por el Departamento de Sistemas de Pago, que completó la consulta indicando que el titular podría ordenar la venta de las letras en el mercado secundario a través de la entidad gestora elegida o esperar a la fecha de vencimiento en la que se realizarían las correspondientes transferencias a su cuenta domiciliataria. Por otro lado, puntualizó que las tarifas de comisiones aplicadas serían las vigentes en el momento elegido.

En lo que se refiere a las reclamaciones respecto a entidades de crédito, la primera se resolvió a favor del solicitante, heredero de unas letras del Tesoro, que reclamaba los rendimientos generados entre dos fechas para el pago del impuesto de sucesiones. La segunda reclamación, que también giraba en torno a una herencia, concluyó que la entidad reclamada se apartó de las buenas prácticas bancarias al no emplear la diligencia profesional que le era exigible en la defensa de los intereses de todos los coherederos. La tercera reclamación se archivó al no aportar los interesados la documentación acreditativa de su derecho hereditario. La última reclamación, aún pendiente de emisión del correspondiente informe, versa sobre la retención fiscal practicada por la ganancia patrimonial derivada de un contrato de compraventa con pacto de recompra en el que el reclamante figura como titular conjuntamente con sus padres.

7 Innovaciones

Como en años anteriores, el comportamiento de la deuda pública española en 2008 fue positivo. Siguió ostentando la máxima calificación crediticia otorgada por las principales agencias internacionales de calificación del riesgo de crédito¹, lo cual sostuvo su buena valoración por parte de los mercados financieros. Su rentabilidad, medida por la de las obligaciones del Estado a diez años, evolucionó de forma muy similar a la del conjunto del área del euro, registrando un diferencial medio de 0,5 pb. Con respecto a la deuda alemana a diez años, sin embargo, el diferencial fue aumentando progresivamente, hasta alcanzar un valor a final de 2008 de 81 pb, frente a los 15 pb de 2007. Ya en 2009, Standard & Poor's rebajó en enero la calificación a largo plazo del Reino de España, hasta situarla en AA+, un nivel por debajo de la calificación máxima, justificando su decisión en el descenso de las perspectivas de crecimiento.

En cuanto a la política de emisión del Tesoro, en 2008 se produjo un cambio significativo con respecto a los años previos. Mientras que en los últimos años las emisiones habían sido sensiblemente inferiores a las previstas inicialmente en la estrategia de emisión, esta vez se emitió un volumen superior al previsto para el conjunto del año. El principal motivo de estas mayores necesidades de financiación fueron las distintas medidas de política económica adoptadas por el Gobierno para hacer frente a la crisis financiera internacional, aunque también se produjo una desaceleración en los ingresos fiscales.

La respuesta del Tesoro tuvo dos vertientes. Por un lado, aumentó el volumen de sus emisiones. Por otro, recurrió a instrumentos poco habituales en los últimos años, como las emisiones en divisas, que no se utilizaban desde 2005, y a otros que, aunque habituales, no estaban previstos en la estrategia de emisión para 2008, como las letras a seis meses. En cualquier caso, la mayor parte de la financiación del Estado recayó sobre la emisión bruta de bonos y obligaciones del Estado, destacando las dos nuevas obligaciones a diez y quince años introducidas por sindicación bancaria. Esta última obligación cobró especial relevancia por cuanto significó que el Tesoro Público retomaba las emisiones a quince años, que no habían tenido lugar desde 2004, con el objetivo de concentrar la provisión de liquidez en el resto de puntos de la curva. Asimismo, también se subastaron obligaciones para satisfacer la demanda en los plazos intermedios. En cuanto al mercado de letras del Tesoro, en 2008 se completó la reforma iniciada en 2006, al amortizarse en la primera mitad del año las últimas referencias emitidas a dieciocho meses. Dicha reforma suponía un cambio en el esquema de mercado consistente en la desaparición de las letras a dieciocho meses y en la creación de un núcleo formado por subastas mensuales de letras a doce meses acompañado por subastas de letras a corto plazo a finales de año. Ahora bien, aunque en principio, y según dicha reforma, para 2008 solamente estaba prevista la emisión de letras a doce y a tres meses², las mayores necesidades de financiación propiciaron, como se comenta más arriba, la convocatoria de subastas a seis meses en el último trimestre del año.

También hubo en 2008 cambios concernientes a la gestión de la tesorería del Estado. En este ámbito, las operaciones que podía realizar el Tesoro se limitaban a la cesión del saldo del Te-

1. Tras haber obtenido una Aaa por parte de Moody's en el mes de diciembre de 2001, y una AAA por parte de Fitch en diciembre de 2003, en diciembre de 2004 le fue otorgada la calificación equivalente por Standard & Poor's (AAA). 2. Se pretendía que las letras a tres meses sustituyeran a las letras a seis meses como compensadoras de la estacionalidad de la tesorería del Estado a finales de año.

soro en el Banco de España a las entidades de crédito, a través de las denominadas «subastas de liquidez»³. La Orden EHA/15/2008, de 10 de enero, amplió la gama de operaciones activas que puede realizar el Tesoro para abarcar otras operaciones previstas en el artículo 108 de la Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria. Así, se autorizó al Tesoro a realizar los siguientes tipos de operaciones, todas ellas mediante el procedimiento de subasta e instrumentadas a través del Banco de España:

- (i) Operaciones simultáneas sobre valores anotados en Iberclear, que se valorarán de acuerdo con los criterios aplicados por el Banco de España en sus operaciones de intervención a un plazo equivalente.
- (ii) Operaciones con pacto de recompra y, en general, de adquisición temporal de activos, así como operaciones respaldadas por acuerdos de garantía financiera, bajo la normativa de otros Estados de la Unión Europea, que tengan por objeto valores de alta calidad crediticia negociados en mercados regulados. A estas subastas solamente podrán acudir los creadores de mercado de letras del Tesoro.
- (iii) Operaciones activas de préstamo a otros Estados de la Unión Europea o a entidades que cuenten con la garantía expresa de aquellos, o bien con los creadores de mercado de letras del Tesoro.

Como norma general, todas estas operaciones deberán estar sujetas a la aportación de garantías por parte de las entidades adjudicatarias, así como al control de riesgo de contraparte. Con carácter excepcional, podrían autorizarse operaciones sin garantía con entidades públicas o con creadores de mercado de letras del Tesoro.

Por otro lado, también en 2008 se modificó la normativa aplicable a la actuación de los creadores de mercado de deuda pública para adaptarla a la nueva realidad de los mercados de valores. El marco legal estaba hasta entonces definido por la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, que fue modificada por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre. Esta última había regulado los sistemas multilaterales de negociación (SMN) y los internalizadores sistemáticos⁴, que, junto con los mercados secundarios oficiales, constituyen los distintos sistemas de negociación de instrumentos financieros reconocidos por la ley. La Resolución de 18 de noviembre de 2008, del Tesoro, que sustituye a la Resolución de 20 de julio de 2005, actualizó los aspectos del sistema de creación de mercado de deuda pública español relacionados con los SMN, los internalizadores sistemáticos y los mercados secundarios oficiales.

Entre las novedades más relevantes introducidas por dicha resolución, cabe citar la actualización de los requisitos para acceder a la condición de creador de mercado. Así, además de ser titular de cuenta de valores a nombre propio en el mercado de deuda pública en anotaciones y cumplir los requisitos en términos de la dotación de recursos técnicos y humanos, deberán contar con determinadas condiciones económicas y jurídicas para tener la consideración de miembros con facultades plenas en, al menos, uno de los mercados regulados o SMN que determine el Tesoro. Los criterios utilizados por el Tesoro para ello serán: a) los mercados regulados o SMN deberán estar reconocidos como tales por algún país de la Unión Europea, y

³. 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. ⁴. La internalización sistemática hace referencia a la capacidad de las entidades de crédito y empresas de servicios de inversión para ejecutar, al margen de un mercado regulado o de un SMN y por cuenta propia, órdenes de clientes sobre acciones admitidas a negociación en mercados regulados, siempre que cumplan ciertas condiciones en términos de frecuencia e importe.

b) un número suficiente de creadores de mercado deberá comprometerse a cotizar y negociar valores de deuda del Estado en esos mercados regulados o SMN, de manera que se promueva la liquidez de la deuda. Por su parte, los mercados regulados o SMN estarán obligados a proporcionar al Tesoro la información necesaria para llevar a cabo la evaluación de los creadores de mercado.

Además, esta misma resolución, respecto a la obligación de los creadores de mercado de garantizar la liquidez del mercado secundario, elimina la mención explícita a los volúmenes mínimos y *spreads* máximos de cotización. Dado el entorno de mayor volatilidad que ha caracterizado recientemente a los mercados, deja que sea el Tesoro, previa consulta a los creadores, quien defina cuáles son los *benchmark* y quien fije en cada momento los diferenciales máximos y volúmenes mínimos que han de cotizar, adaptándose así a las condiciones vigentes en el mercado.

Por último, también en 2008 se modificaron los convenios de colaboración relativos a fondos de inversión en deuda del Estado, para equiparar los criterios de inversión en todas las categorías de Fondtesoro. Dos circunstancias hacían necesaria esta modificación:

- (i) Por un lado, en la Orden EHA/2688/2006, de 28 de julio, sobre convenios de colaboración relativos a fondos de inversión en deuda del Estado, se había establecido una serie de requisitos que debían cumplir los fondos de inversión que se constituyesen al amparo de los correspondientes convenios suscritos por el Ministerio de Economía y Hacienda —a través del Tesoro— y las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva con el fin de promover la mejor colocación de la deuda del Estado. Entre estos requisitos figuraba, para todas las categorías de Fondtesoro contempladas en la citada orden, la obligación de invertir el 70% del patrimonio del fondo en deuda del Estado, en cualquiera de sus modalidades, computando a tal efecto los bonos emitidos por los FTPymes que contasen con el aval del Estado, hasta un máximo del 20% del patrimonio del fondo.
- (ii) Por otro lado, el ICO había decidido impulsar la financiación de vivienda protegida mediante la concesión de avales a fondos de titulación de activos, denominados FTVPO, que incorporasen en su activo préstamos hipotecarios destinados, al menos en un 80%, a la financiación a particulares de vivienda protegida, debiendo estar el resto compuesto por préstamos hipotecarios destinados a la financiación a particulares de vivienda libre.

Dadas las similitudes, tanto en naturaleza como en calidad crediticia, entre los bonos de titulación emitidos por los FTVPO y los emitidos por FTPymes susceptibles de recibir el aval del ICO y del Estado, respectivamente, la Orden EHA/3465/2008, de 26 de noviembre, modificó la Orden EHA/2688/2006, de 28 de julio, con el fin de equiparar ambos a efectos de la definición de los criterios de inversión para todas las categorías de Fondtesoro. Con ello, se ampliaron las posibilidades de actuación de las sociedades gestoras de los fondos, aumentando la difusión de estos productos para los inversores sin un deterioro de su seguridad.

APÉNDICE ESTADÍSTICO

ÍNDICE

- A.1 Letras del Tesoro a tres meses
- A.2 Letras del Tesoro a seis meses
- A.3 Letras del Tesoro a doce meses
- A.4 Letras del Tesoro a dieciocho meses
- A.5 Bonos del Estado a tres años
- A.6 Bonos del Estado a cinco años
- A.7 Obligaciones del Estado a diez años
- A.8 Obligaciones del Estado a quince años
- A.9 Obligaciones del Estado a treinta años
- A.10 Evolución de la contratación de letras del Tesoro
- A.11 Evolución de la contratación de bonos y obligaciones
- A.12 Evolución de la contratación de deuda segregada
- A.13 Rotación de la deuda del Estado
- A.14 Distribución por inversores de la deuda del Estado. Carteras registradas
- A.15 Distribución por inversores de la deuda del Estado. Carteras a vencimiento
- A.16 Distribución por inversores de la deuda de otros emisores. Carteras registradas
- A.17 Distribución por inversores de la deuda de otros emisores. Carteras a vencimiento

LETRAS DEL TESORO A TRES MESES

CUADRO A.1

Año 2008

Millones de euros y %					
	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2007				0,0	
Total 2008	5.033,4	0,0	5.033,4		
Enero	—	—	—	—	—
Febrero	—	—	—	—	—
Marzo	—	—	—	—	—
Abril	—	—	—	—	—
Mayo	—	—	—	—	—
Junio	—	—	—	—	—
Julio	—	—	—	—	—
Agosto	—	—	—	—	—
Septiembre	—	—	—	—	—
Octubre	1.313,3	—	1.313,3	1.313,3	3,3
Noviembre	2.183,7	—	2.183,7	3.497,0	2,6
Diciembre	1.536,4	—	1.536,4	5.033,4	2,1

FUENTE: Banco de España.

a. Dato de la última subasta de cada mes.

LETRAS DEL TESORO A SEIS MESES

CUADRO A.2

Año 2008

Millones de euros y %					
	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2007				3.088,7	
Total 2008	3.316,3	2.962,2	354,1		
Enero	582,9	—	582,9	3.671,6	3,9
Febrero	—	—	—	3.671,6	—
Marzo	—	1.162,5	-1.162,5	2.509,1	—
Abril	—	—	—	2.509,1	—
Mayo	—	1.216,8	-1.216,8	1.292,3	—
Junio	—	—	—	1.292,3	—
Julio	—	582,9	-582,9	709,4	—
Agosto	—	—	—	709,4	—
Septiembre	—	—	—	709,4	—
Octubre	—	—	—	709,4	—
Noviembre	1.738,4	—	1.738,4	2.447,8	2,6
Diciembre	995,0	—	995,0	3.442,8	2,2

FUENTE: Banco de España.

a. Dato de la última subasta de cada mes.

LETRAS DEL TESORO A DOCE MESES

CUADRO A.3

Año 2008

Millones de euros y %					
	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2007				22.265,8	
Total 2008	44.307,6	22.975,3	21.332,3		
Enero	2.827,1	—	2.827,1	25.092,9	3,9
Febrero	2.751,2	1.419,6	1.331,6	26.424,5	3,6
Marzo	2.748,8	2.220,6	528,2	26.952,7	3,6
Abril	2.600,1	1.654,6	945,5	27.898,2	4,0
Mayo	2.845,9	2.148,5	697,4	28.595,6	4,2
Junio	3.502,6	1.676,4	1.826,2	30.421,8	4,7
Julio	3.488,9	2.736,3	752,6	31.174,4	4,5
Agosto	4.421,4	2.283,0	2.138,4	33.312,8	4,4
Septiembre	4.403,9	2.004,4	2.399,5	35.712,3	4,3
Octubre	5.385,2	2.262,1	3.123,1	38.835,4	3,4
Noviembre	4.862,8	2.250,0	2.612,8	41.448,2	2,5
Diciembre	4.469,7	2.319,8	2.149,9	43.598,1	2,2

FUENTE: Banco de España.

a. Dato de la última subasta de cada mes.

LETRAS DEL TESORO A DIECIOCHO MESES

CUADRO A.4

Año 2008

Millones de euros y %					
	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2007				7.089,9	
Total 2008	0,0	7.089,9	-7.089,9		
Enero	—	—	—	7.089,9	—
Febrero	—	2.477,0	-2.477,0	4.613,0	—
Marzo	—	—	—	4.613,0	—
Abril	—	2.415,3	-2.415,3	2.197,7	—
Mayo	—	—	—	2.197,7	—
Junio	—	2.197,7	-2.197,7	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.

BONOS DEL ESTADO A TRES AÑOS

CUADRO A.5

Año 2008

Millones de euros y %					
	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2007				11.604,6	
Total 2008	15.542,1	11.604,5	3.937,6		
Enero	4.243,1	—	4.243,1	15.847,7	4,0
Febrero	—	—	—	15.847,7	—
Marzo	—	—	—	15.847,7	—
Abril	1.255,9	—	1.255,9	17.103,6	3,9
Mayo	1.644,0	—	1.644,0	18.747,6	4,0
Junio	—	—	—	18.747,6	—
Julio	1.766,3	—	1.766,3	20.513,9	5,0
Agosto	—	—	—	20.513,9	—
Septiembre	2.333,8	—	2.333,8	22.847,8	4,3
Octubre	—	11.604,5	-11.604,5	11.243,3	—
Noviembre	1.989,8	—	1.989,8	13.233,1	3,4
Diciembre	2.309,1	—	2.309,1	15.542,2	3,0

FUENTE: Banco de España.

a. Dato de la última subasta de cada mes.

BONOS DEL ESTADO A CINCO AÑOS

CUADRO A.6

Año 2008

Millones de euros y %					
	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2007				35.528,3	
Total 2008	11.206,3	0,0	11.206,3		
Enero	1.789,9	—	1.789,9	37.318,2	4,0
Febrero	—	—	—	37.318,2	—
Marzo	—	—	—	37.318,2	—
Abril	—	—	—	37.318,2	—
Mayo	—	—	—	37.318,2	—
Junio	—	—	—	37.318,2	—
Julio	—	—	—	37.318,2	—
Agosto	—	—	—	37.318,2	—
Septiembre	—	—	—	37.318,2	—
Octubre	3.776,8	—	3.776,8	41.095,0	4,4
Noviembre	1.406,3	—	1.406,3	42.501,3	4,1
Diciembre	4.233,3	—	4.233,3	46.734,6	2,8

FUENTE: Banco de España.

a. Dato de la última subasta de cada mes.

OBLIGACIONES DEL ESTADO A DIEZ AÑOS

CUADRO A.7

Año 2008

Millones de euros y %					
	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2007				128.558,2	
Total 2008	20.944,3	16.227,1	4.717,2		
Enero	—	16.227,1	-16.227,1	112.331,1	—
Febrero	5.000,0	—	5.000,0	117.331,1	
Marzo	—	—	—	117.331,1	—
Abril	—	—	—	117.331,1	—
Mayo	1.868,1	—	1.868,1	119.199,2	4,1
Junio	1.869,9	—	1.869,9	121.069,1	4,8
Julio	1.974,1	—	1.974,1	123.043,2	4,8
Agosto	—	—	—	123.043,2	—
Septiembre	1.775,5	—	1.775,5	124.818,7	4,6
Octubre	—	—	—	124.818,7	—
Noviembre	3.255,2	—	3.255,2	128.073,9	2,7
Diciembre	5.201,5	—	5.201,5	133.275,4	4,0

FUENTE: Banco de España.

a. Dato de la última subasta de cada mes.

OBLIGACIONES DEL ESTADO A QUINCE AÑOS

CUADRO A.8

Año 2008

Millones de euros y %					
	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2007				43.732,8	
Total 2008	5.869,7	0,0	5.869,7		
Enero	—	—	—	43.732,8	
Febrero	—	—	—	43.732,8	—
Marzo	—	—	—	43.732,8	—
Abril	1.040,1	—	1.040,1	44.772,9	—
Mayo	—	—	—	44.772,9	—
Junio	—	—	—	44.772,9	—
Julio	1.829,6	—	1.829,6	46.602,5	—
Agosto	—	—	—	46.602,5	—
Septiembre	3.000,0	—	3.000,0	49.602,5	—
Octubre	—	—	—	49.602,5	—
Noviembre	—	—	—	49.602,5	—
Diciembre	—	—	—	49.602,5	—

FUENTE: Banco de España.

a. Dato de la última subasta de cada mes.

OBLIGACIONES DEL ESTADO A TREINTA AÑOS

CUADRO A.9

Año 2008

Millones de euros y %					
	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2007				41.496,4	
Total 2008	6.390,2	0,0	6.390,2		
Enero	—	—	—	41.496,4	—
Febrero	—	—	—	41.496,4	—
Marzo	—	—	—	41.496,4	—
Abril	1.250,0	—	1.250,0	42.746,4	4,8
Mayo	1.243,8	—	1.243,8	43.990,2	4,9
Junio	—	—	—	43.990,2	—
Julio	—	—	—	43.990,2	—
Agosto	—	—	—	43.990,2	—
Septiembre	—	—	—	43.990,2	—
Octubre	1.196,1	—	1.196,1	45.186,3	5,1
Noviembre	—	—	—	45.186,3	—
Diciembre	2.700,3	—	2.700,3	47.886,6	4,3

FUENTE: Banco de España.

a. Dato de la última subasta de cada mes.

EVOLUCIÓN DE LA CONTRATACIÓN DE LETRAS DEL TESORO

CUADRO A.10

mm de euros											
	TOTAL	ENTRE TITULARES					GESTORAS CON TERCEROS				
		TOTAL	CONTADO	PLAZO	REPOS	SIMULTÁ- NEAS	TOTAL	CONTADO	PLAZO	REPOS	SIMULTÁ- NEAS
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
2007	1.597,0	342,3	36,1	0,0	0,0	306,2	1.254,7	21,5	0,6	1.230,2	2,4
2008	2.223,2	535,8	64,1	0,0	0,0	471,7	1.687,4	50,7	0,7	1.635,4	0,6

FUENTE: Banco de España.

EVOLUCIÓN DE LA CONTRATACIÓN DE BONOS Y OBLIGACIONES

CUADRO A.11

mm de euros

	TOTAL	ENTRE TITULARES					GESTORAS CON TERCEROS				
		TOTAL	CONTADO	PLAZO	REPOS	SIMULTÁNEAS	TOTAL	CONTADO	PLAZO	REPOS	SIMULTÁNEAS
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
2007	20.798,2	7.179,8	415,7	0,9	—	6.763,2	13.618,4	2.689,1	290,7	9.446,7	1.191,9
2008	17.231,1	6.505,4	360,4	1,4	—	6.143,6	10.725,7	1.701,7	254,1	7.977,2	792,7

FUENTE: Banco de España.

EVOLUCIÓN DE LA CONTRATACIÓN DE DEUDA SEGREGADA (a)

CUADRO A.12

mm de euros

	TOTAL	ENTRE TITULARES					GESTORAS CON TERCEROS				
		TOTAL	CONTADO	PLAZO	REPOS	SIMULTÁNEAS	TOTAL	CONTADO	PLAZO	REPOS	SIMULTÁNEAS
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
2007	324,9	9,3	3,6	0,1	—	5,6	315,6	13,6	3,5	295,0	3,5
2008	544,7	12,2	3,0	1,5	—	7,7	532,5	20,8	5,9	497,2	8,6

FUENTE: Banco de España.

a. Incluye principales y cupones.

ROTACIÓN DE LA DEUDA DEL ESTADO

CUADRO A.13

Negociación total / Saldo medio

	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL (a)	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Total	10,2	7,0	1,0	0,8	35,3	32,1	26,7	23,6	73,2	63,5
Letras del Tesoro	1,9	3,2	0,0	0,0	39,6	45,2	9,9	13,1	51,4	61,5
Bonos y obligaciones	12,2	8,1	1,1	1,0	37,1	31,4	31,2	27,3	81,6	67,8
Principales y cupones	0,7	1,0	0,1	0,3	12,0	20,2	0,4	0,7	13,2	22,1

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.14

	mm de euros y %											
	LETRAS DEL TESORO				BONOS Y OBLIGACIONES				PRINCIPALES Y CUPONES			
	2007		2008		2007		2008		2007		2008	
	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%
Total	32,4	100,0	52,1	100,0	247,0	100,0	279,9	100,0	25,3	100,0	25,3	100,0
Sistema crediticio	3,2	10,0	7,7	14,8	16,0	6,5	25,3	9,0	0,4	1,7	1,9	7,6
<i>Banco de España</i>	1,7	5,1	3,0	5,8	7,5	3,1	11,9	4,3	0,0	0,0	0,1	0,2
<i>Bancos</i>	0,5	1,6	1,5	3,0	5,0	2,0	6,5	2,3	0,2	1,0	0,1	0,5
<i>Cajas de ahorros</i>	0,6	1,9	2,1	4,0	2,4	1,0	5,4	1,9	0,1	0,6	1,7	6,7
<i>Cooperativas</i>	0,4	1,1	0,4	0,7	0,6	0,2	0,7	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Resto</i>	0,1	0,2	0,7	1,3	0,4	0,2	0,7	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1
Otras instituciones financieras	13,9	42,8	17,9	34,4	66,9	27,1	55,0	19,6	11,8	46,6	10,6	41,8
<i>Fondos de inversión</i>	7,5	23,3	11,9	22,8	30,0	12,1	23,2	8,3	5,2	20,6	4,4	17,2
<i>Fondos de pensiones</i>	2,1	6,5	1,6	3,1	10,7	4,3	8,9	3,2	1,1	4,4	1,3	5,0
<i>Seguros</i>	1,2	3,7	1,4	2,8	18,8	7,6	15,8	5,7	5,4	21,4	4,8	19,1
<i>Resto</i>	3,0	9,3	3,0	5,8	7,5	3,1	7,1	2,5	0,1	0,3	0,1	0,4
Empresas no financieras	3,9	12,1	5,3	10,2	20,1	8,1	21,7	7,8	0,8	3,4	0,8	3,0
Familias	5,1	15,8	6,5	12,5	3,9	1,6	3,7	1,3	1,5	6,1	1,4	5,5
Administraciones Públicas	2,1	6,6	3,8	7,3	34,7	14,1	40,4	14,4	0,1	0,6	0,1	0,4
No residentes	4,1	12,8	10,9	20,8	105,3	42,6	133,9	47,8	10,6	41,7	10,5	41,6

FUENTE: Banco de España.

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

CUADRO A.15

	mm de euros y %											
	LETRAS DEL TESORO				BONOS Y OBLIGACIONES				PRINCIPALES Y CUPONES			
	2007		2008		2007		2008		2007		2008	
	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%
Total	32,4	100,0	52,1	100,0	247,0	100,0	279,9	100,0	25,3	100,0	25,3	100,0
Sistema crediticio	18,1	55,9	23,1	44,4	63,3	25,6	77,1	27,6	2,3	9,0	3,8	14,8
<i>Banco de España</i>	1,7	5,1	3,0	5,8	7,4	3,0	11,9	4,3	0,0	0,0	0,1	0,2
<i>Bancos</i>	10,9	33,7	10,6	20,3	15,8	6,4	26,6	9,5	1,1	4,2	2,5	9,9
<i>Cajas de ahorros</i>	4,8	14,6	8,9	17,0	35,7	14,5	37,7	13,5	1,2	4,6	1,1	4,4
<i>Cooperativas</i>	0,8	2,4	0,6	1,2	0,6	0,3	0,8	0,3	0,0	0,1	0,1	0,2
<i>Resto</i>	0,0	0,1	0,0	0,1	3,7	1,5	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1
Otras instituciones financieras	5,1	15,8	9,6	18,4	29,9	12,1	25,4	9,1	9,7	38,5	9,1	35,9
<i>Fondos de inversión</i>	2,1	6,4	5,9	11,4	5,0	2,0	3,8	1,4	3,5	13,7	2,3	9,0
<i>Fondos de pensiones</i>	0,3	1,0	0,7	1,4	5,3	2,2	4,0	1,4	0,9	3,4	0,8	3,1
<i>Seguros</i>	0,3	1,0	0,3	0,5	15,7	6,4	13,1	4,7	5,3	21,0	5,9	23,5
<i>Resto</i>	2,4	7,4	2,6	5,1	3,8	1,6	4,4	1,6	0,1	0,3	0,1	0,3
Empresas no financieras	0,5	1,7	1,9	3,6	7,0	2,8	7,0	2,5	0,5	2,0	0,3	1,2
Familias	3,6	11,0	4,7	9,1	1,9	0,8	1,5	0,5	1,4	5,7	1,3	5,3
Administraciones Públicas	0,8	2,6	1,6	3,1	21,9	8,9	30,3	10,8	0,0	0,0	0,0	0,0
No residentes	4,2	13,0	11,2	21,4	123,0	49,8	138,5	49,5	11,4	44,9	10,8	42,8

FUENTE: Banco de España.

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

CUADRO A.16

mm de euros y %

	DEUDA DE CCAA				OTRA DEUDA PÚBLICA				PAGARÉS			
	2007		2008		2007		2008		2007		2008	
	MILLONES	%	MILLONES	%	MILLONES	%	MILLONES	%	MILLONES	%	MILLONES	%
Total	15.629,1	100,0	15.588,4	100,0	1.012,6	100,0	566,6	100,0	318,8	100,0	341,5	100,0
Sistema crediticio	1.310,1	8,4	1.572,1	10,1	81,0	8,0	63,8	11,3	101,0	31,7	70,3	20,6
<i>Banco de España</i>	322,7	—	123,0	—	9,5	0,9	—	—	—	—	—	—
<i>Bancos</i>	589,4	3,8	759,9	4,9	10,7	1,1	50,0	8,8	89,0	27,9	42,5	12,4
<i>Cajas de ahorros</i>	380,7	2,4	670,0	4,3	53,8	5,3	13,8	2,4	12,0	3,8	20,3	5,9
<i>Cooperativas</i>	17,3	0,1	19,1	0,1	7,0	0,7	—	—	0,0	0,0	7,5	2,2
<i>Resto</i>	7,2	0,0	0,0	0,0	0,6	0,1	—	—	—	—	—	—
Otras instituciones financieras	508,5	3,3	617,5	4,0	369,7	36,5	201,7	35,6	125,9	39,5	159,3	46,6
<i>Fondos de inversión</i>	208,4	1,3	289,0	1,9	22,7	2,2	0,6	0,1	114,0	35,8	142,0	41,6
<i>Fondos de pensiones</i>	139,7	0,9	166,1	1,1	30,0	3,0	10,6	1,9	11,3	3,5	6,6	1,9
<i>Seguros</i>	158,0	1,0	160,0	1,0	316,3	31,2	190,2	33,6	0,1	0,0	10,6	3,1
<i>Resto</i>	2,4	0,0	2,2	0,0	0,7	0,1	0,3	0,1	0,5	0,2	0,1	0,0
Empresas no financieras	916,8	5,9	838,0	5,4	121,5	12,0	99,5	17,6	36,2	11,4	9,4	2,8
Familias	196,3	1,3	158,6	1,0	12,7	1,3	4,3	0,8	0,4	0,1	—	—
Administraciones Públicas	114,0	0,7	109,8	0,7	0,6	0,1	—	—	52,8	16,6	102,3	30,0
No residentes	12.583,4	80,5	12.292,1	78,9	427,1	42,2	197,2	34,8	2,5	0,8	—	—

FUENTE: Banco de España.

DISTRIBUCIÓN POR INVERSORES DE LA DEUDA DE OTROS EMISORES. CARTERAS A VENCIMIENTO

CUADRO A.17

mm de euros y %

	DEUDA DE CCAA				OTRA DEUDA PÚBLICA				PAGARÉS			
	2007		2008		2007		2008		2007		2008	
	MILLONES	%	MILLONES	%	MILLONES	%	MILLONES	%	MILLONES	%	MILLONES	%
Total	15.629,1	100,0	15.588,4	100,0	1.012,6	100,0	566,6	100,0	318,8	100,0	341,5	100,0
Sistema crediticio	2.083,9	13,3	2.142,0	13,7	96,7	9,5	63,8	11,3	218,5	68,5	149,7	43,8
<i>Banco de España</i>	0,0	—	0,0	—	0,0	0,0	0,0	0,0	—	—	—	—
<i>Bancos</i>	924,0	5,9	759,8	4,9	16,9	1,7	50,0	8,8	89,0	27,9	42,5	12,4
<i>Cajas de ahorros</i>	1134,1	7,3	1360,6	8,7	67,3	6,6	13,8	2,4	126,5	39,7	96,2	28,2
<i>Cooperativas</i>	25,8	0,2	21,5	0,1	12,5	1,2	—	—	3,0	0,9	11,0	3,2
<i>Resto</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	—	—	—	—	—	—	—	—
Otras instituciones financieras	284,2	1,8	395,7	2,5	359,7	35,5	201,7	35,6	31,5	9,9	105,6	30,9
<i>Fondos de inversión</i>	150,5	1,0	226,4	1,5	12,6	1,2	0,6	0,1	26,0	8,2	98,9	29,0
<i>Fondos de pensiones</i>	34,9	0,2	58,0	0,4	30,1	3,0	10,6	1,9	5,4	1,7	6,6	1,9
<i>Seguros</i>	97,6	0,6	110,0	0,7	316,3	31,2	190,2	33,6	0,1	—	0,0	0,0
<i>Resto</i>	1,3	0,0	1,2	0,0	0,6	0,1	0,3	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0
Empresas no financieras	620,3	4,0	704,2	4,5	120,2	11,9	99,5	0,1	13,5	4,2	7,2	2,1
Familias	55,9	0,4	51,2	0,3	8,2	0,8	4,3	0,1	0,0	0,0	—	—
Administraciones Públicas	4,2	0,0	4,1	0,0	0,6	0,1	—	0,1	52,8	16,6	79,0	23,1
No residentes	12.580,6	80,5	12.290,9	78,8	427,2	42,2	197,2	0,1	2,5	0,8	—	—

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 mensualmente 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 realizarse 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 entre las entidades participantes en el mercado.

Creadores de mercado

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

Cuenta de terceros

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

Cuenta propia

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

Cuentas Directas del Banco de España

Cuentas de valores anotados propiedad de terceros que han elegido como entidad gestora al 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 tres, seis y doce 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 al mercado de *repos* y de contado de deuda del Estado, aunque a largo plazo está previsto ampliar su alcance a operaciones de tipo de interés, renta fija privada y renta variable.

Mercado a plazo

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

Mercado ciego

Ámbito de negociación donde los participantes, negociantes de deuda, tanto si son creadores de mercado como aspirantes a creador, cotizan sus precios de compra y venta en firme, a través de un conjunto de mediadores especializados de deuda anotada 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, quince y treinta años.

Operación a plazo

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

Operación al contado

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

Operación con pacto de recompra a fecha fija

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

Operación con pacto de recompra a la vista

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

Operación doble

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

Operación simple

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

Posición abierta

La posición abierta en un instrumento derivado compensable en una cámara consiste en el número de contratos del mismo que permanecen vivos, en un momento dado del tiempo, por

no haber sido cancelados anticipadamente como consecuencia de una transacción de signo contrario o por haber alcanzado su fecha de vencimiento.

Punto básico

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

Repo

Véase «Operación con pacto de recompra».

Rotación

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

Segundo escalón

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

Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV)

Plataforma gestionada por Iberclear, encargada del registro contable de los valores representados mediante anotaciones en cuenta y de la gestión en exclusiva de la compensación y liquidación de las operaciones contratadas en las bolsas de valores españolas, así como en el Mercado de Valores Latinoamericanos (Latibex).

Servicio de Liquidación del Banco de España (SLBE)

Sistema de pagos gestionado por el Banco de España, a través del cual se liquidan las operaciones del mercado interbancario de depósitos, las del mercado de FRAS y el lado de efectivo de las del mercado de deuda pública entre titulares de cuenta, entre otras. En esta red se precisa, para cada operación, la comunicación de las dos partes contratantes, salvo en el caso del mercado ciego de deuda pública, donde, debido al desconocimiento de la 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 una 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)
Informe del Servicio de Reclamaciones (trimestral)
Memoria Anual sobre la Vigilancia de Sistemas de Pago (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)
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).
- 76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconómica de la política fiscal en España (2005).

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

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

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 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).
- 49 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: Guerra Civil, comercio y capital extranjero. El sector exterior de la economía española (1936-1939) (2006).
- 50 ISABEL BARTOLOMÉ RODRÍGUEZ: La industria eléctrica en España (1890-1936) (2007).
- 51 JUAN E. CASTAÑEDA FERNÁNDEZ: ¿Puede haber deflaciones asociadas a aumentos de la productividad? Análisis de los precios y de la producción en España entre 1868 y 1914 (2007).

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0808 RUBÉN SEGURA-CAYUELA Y JOSEP M. VILARRUBIA: The effect of foreign service on trade volumes and trade partners.
- 0809 AITOR ERCE: A structural model of sovereign debt issuance: assessing the role of financial factors.
- 0810 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y JUAN M. RUIZ: Do trade and financial linkages foster business cycle synchronization in a small economy?
- 0811 RUBÉN SEGURA-CAYUELA Y JOSEP M. VILARRUBIA: Uncertainty and entry into export markets.
- 0812 CARMEN BROTO Y ESTHER RUIZ: Testing for conditional heteroscedasticity in the components of inflation.
- 0813 JUAN J. DOLADO, MARCEL JANSEN Y JUAN F. JIMENO: On the job search in a matching model with heterogeneous jobs and workers.
- 0814 SAMUEL BENTOLILLA, JUAN J. DOLADO Y JUAN F. JIMENO: Does immigration affect the Phillips curve? Some evidence for Spain.
- 0815 ÓSCAR J. ARCE Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Housing Bubbles.
- 0816 GABRIEL JIMÉNEZ, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: Organizational distance and use of collateral for business loans.
- 0817 CARMEN BROTO, JAVIER DÍAZ-CASSOU Y AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ: Measuring and explaining the volatility of capital flows towards emerging countries.
- 0818 CARLOS THOMAS Y FRANCESCO ZANETTI: Labor market reform and price stability: an application to the euro area.
- 0819 DAVID G. MAYES, MARÍA J. NIETO Y LARRY WALL: Multiple safety net regulators and agency problems in the EU: Is Prompt Corrective Action partly the solution?
- 0820 CARMEN MARTÍNEZ-CARRASCAL Y ANNALISA FERRANDO: The impact of financial position on investment: an analysis for non-financial corporations in the euro area.
- 0821 GABRIEL JIMÉNEZ, JOSÉ A. LÓPEZ Y JESÚS SAURINA: Empirical analysis of corporate credit lines.
- 0822 RAMÓN MARÍA-DOLORES: Exchange rate pass-through in new member States and candidate countries of the EU.
- 0823 IGNACIO HERNANDO, MARÍA J. NIETO Y LARRY D. WALL: Determinants of domestic and cross-border bank acquisitions in the European Union.
- 0824 JAMES COSTAIN Y ANTÓN NÁKOV: Price adjustments in a general model of state-dependent pricing.

- 0825 ALFREDO MARTÍN-OLIVER, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: Search cost and price dispersion in vertically related markets: the case of bank loans and deposits.
- 0826 CARMEN BROTO: Inflation targeting in Latin America: Empirical analysis using GARCH models.
- 0827 RAMÓN MARÍA-DOLORES Y JESÚS VÁZQUEZ: Term structure and the estimated monetary policy rule in the eurozone.
- 0828 MICHIEL VAN LEUVENSTEIJN, CHRISTOFFER KOK SØRENSEN, JACOB A. BIKKER Y ADRIAN VAN RIXTEL: Impact of bank competition on the interest rate pass-through in the euro area.
- 0829 CRISTINA BARCELÓ: The impact of alternative imputation methods on the measurement of income and wealth: Evidence from the Spanish survey of household finances.
- 0830 JAVIER ANDRÉS Y ÓSCAR ARCE: Banking competition, housing prices and macroeconomic stability.
- 0831 JAMES COSTAIN Y ANTÓN NÁKOV: Dynamics of the price distribution in a general model of state-dependent pricing.
- 0832 JUAN A. ROJAS: Social Security reform with imperfect substitution between less and more experienced workers.
- 0833 GABRIEL JIMÉNEZ, STEVEN ONGENA, JOSÉ LUIS PEYDRÓ Y JESÚS SAURINA: Hazardous times for monetary policy: What do twenty-three million bank loans say about the effects of monetary policy on credit risk-taking?
- 0834 ENRIQUE ALBEROLA Y JOSÉ MARÍA SERENA: Sovereign external assets and the resilience of global imbalances.
- 0835 AITOR LACUESTA, SERGIO PUENTE Y PILAR CUADRADO: Omitted variables in the measure of a labour quality index: the case of Spain.
- 0836 CHIARA COLUZZI, ANNALISA FERRANDO Y CARMEN MARTÍNEZ-CARRASCAL: Financing obstacles and growth: An analysis for euro area non-financial corporations.
- 0837 ÓSCAR ARCE, JOSÉ MANUEL CAMPA Y ÁNGEL GAVILÁN: Asymmetric collateral requirements and output composition.
- 0838 ÁNGEL GAVILÁN Y JUAN A. ROJAS: Solving Portfolio Problems with the Smolyak-Parameterized Expectations Algorithm.
- 0901 PRAVEEN KUJAL Y JUAN RUIZ: International trade policy towards monopoly and oligopoly.
- 0902 CATIA BATISTA, AITOR LACUESTA Y PEDRO VICENTE: Micro evidence of the brain gain hypothesis: The case of Cape Verde.
- 0903 MARGARITA RUBIO: Fixed and variable-rate mortgages, business cycles and monetary policy.
- 0904 MARIO IZQUIERDO, AITOR LACUESTA Y RAQUEL VEGAS: Assimilation of immigrants in Spain: A longitudinal analysis.
- 0905 ÁNGEL ESTRADA: The mark-ups in the Spanish economy: international comparison and recent evolution.
- 0906 RICARDO GIMENO Y JOSÉ MANUEL MARQUÉS: Extraction of financial market expectations about inflation and interest rates from a liquid market.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0703 YENER ALTUNBAŞ, ALPER KARA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Corporate governance and corporate ownership: The investment behaviour of Japanese institutional investors.
- 0704 ARTURO MACÍAS Y ÁLVARO NASH: Efectos de valoración en la posición de inversión internacional de España.
- 0705 JUAN ÁNGEL GARCÍA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Inflation-linked bonds from a central bank perspective.
- 0706 JAVIER JAREÑO MORAGO: Las encuestas de opinión en el análisis coyuntural de la economía española.
- 0801 MARÍA J. NIETO Y GARRY J. SCHINASI: EU framework for safeguarding financial stability: Towards an analytical benchmark for assessing its effectiveness.
- 0802 SILVIA IRANZO: Introducción al riesgo-país. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0803 OLYMPIA BOVER: The Spanish survey of household finances (EFF): Description and methods of the 2005 wave.
- 0804 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: Recent episodes of sovereign debt restructurings. A case-study approach.
- 0805 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: The role of the IMF in recent sovereign debt restructurings: Implications for the policy of lending into arrears.
- 0806 MIGUEL DE LAS CASAS Y XAVIER SERRA: Simplification of IMF lending. Why not just one flexible credit facility?
- 0807 MIGUEL GARCÍA-POSADA Y JOSEP M.ª VILARRUBIA: Mapa de exposición internacional de la economía española.
- 0808 SARAI CIRADO Y ADRIAN VAN RIXTEL: La financiación estructurada y las turbulencias financieras de 2007-2008: Introducción general. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0809 FRANCISCO DE CASTRO Y JOSÉ M. GONZÁLEZ-MÍNGUEZ: La composición de la finanzas públicas y el crecimiento a largo plazo: Un enfoque macroeconómico.
- 0810 OLYMPIA BOVER: Dinámica de la renta y la riqueza de las familias españolas: resultados del panel de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2002-2005. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0901 ÁNGEL ESTRADA, JUAN F. JIMENO Y JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: La economía española en la UEM: los diez primeros años. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0902 ÁNGEL ESTRADA Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: El precio del petróleo y su efecto sobre el producto potencial.
- 0903 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA, SERGIO PUENTE Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Employment generation by small firms in Spain.

EDICIONES VARIAS¹

JUAN LUIS SÁNCHEZ-MORENO GÓMEZ: Circular 8/1990, de 7 de septiembre. Concordancias legales (1996). € 6,25.
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 (Eds.): 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 €.
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 €.
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) (****).
SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS Y FERNANDO RESTOY (Eds.): Central banks in the 21st century (2006). Ejemplar gratuito.

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, solo disponible en versión electrónica en el sitio web²)
Central de Balances. Resultados anuales de las empresas de las finanzas no financieras (monografía anual)
Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (series anuales y trimestrales³)

Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito⁴
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. Además, diariamente se actualiza en la sección de Estadísticas. 3. Además, se difunde en Internet una actualización trimestral de los cuadros de esta publicación. 4. 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
---------------------------------------	---