

Central de Anotaciones

Memoria
sobre la actividad de la Central de Anotaciones
y de los Mercados de Deuda Pública

2000

BANCO DE ESPAÑA

Madrid 2001

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 sus informes más importantes, así como los Indicadores económicos, a través de las redes INTERNET e INFOVÍA.PLUS en la dirección <http://www.bde.es>.

ISBN: 84-7793-753-2
ISSN: 1138-0462
Depósito legal: M. 29019-2001

Imprenta del Banco de España

Índice general

	<u>Páginas</u>
I. SITUACIÓN GENERAL DE LOS MERCADOS	7
I.1. El entorno exterior	7
I.1.1. La coyuntura internacional	8
I.1.2. Los mercados financieros internacionales	11
I.2. La economía española	12
I.3. El mercado español de deuda pública	14
II. MERCADO PRIMARIO DE DEUDA ANOTADA DEL ESTADO	15
II.1. Evolución de la financiación del Estado	15
II.2. Evolución del mercado primario	18
II.2.1. Financiación a corto plazo	18
II.2.2. Financiación a medio y largo plazo	19
II.2.3. Canjes y recompras de deuda	22
III. MERCADO SECUNDARIO DE DEUDA ANOTADA DEL ESTADO	27
III.1. Descripción general	27
III.2. Negociación entre titulares	28
III.2.1. Operaciones simples al contado	29
III.2.2. Operaciones <i>repo</i>	31
III.2.3. Operaciones simultáneas	31
III.2.4. Transferencias de valores	33
III.3. Negociación con terceros	34
III.3.1. Operaciones simples al contado	34
III.3.2. Operaciones <i>repo</i>	35
III.3.3. Operaciones simultáneas	36
IV. DISTRIBUCIÓN DE SALDOS POR GRUPOS DE AGENTES	37
IV.1. Distribución de saldos vivos	37
IV.2. Posición de no residentes	40
IV.3. El Banco de España como entidad gestora	41
V. OTROS EMISORES	43
V.1. Mercado primario	43
V.2. Mercado secundario	46
V.3. Distribución por inversores	50

	<u>Páginas</u>
VI. MERCADOS DERIVADOS	53
VII. SUPERVISIÓN DEL SISTEMA	57
VII.1. Servicios de inspección	57
VII.2. Servicio de Reclamaciones	59
VIII. INNOVACIONES Y TEMAS PENDIENTES	61
VIII.1. Introducción	61
VIII.2. Innovaciones	61
VIII.2.1. Nuevas plataformas de negociación: BrokerTec	61
VIII.2.2. El Sistema Organizado de Negociación de SENAF	62
VIII.2.3. Cambios en la regulación de los creadores de mercado y negociantes del mercado de deuda pública	62
VIII.2.4. Ampliación de la excepción de la necesidad de retención fiscal en el pago de intereses a la deuda de Entes Locales y Comunidades Autónomas	63
VIII.2.5. Gestión del saldo del Tesoro en el Banco de España	63
VIII.3. Temas pendientes	64
VIII.3.1. Unificación de los sistemas de compensación y liquidación españoles	64
VIII.3.2. Ley de Modernización del Sistema Financiero	65
APÉNDICE ESTADÍSTICO	67
GLOSARIO	83

I. Situación general de los mercados

I.1. EL ENTORNO EXTERIOR

La evolución de los mercados españoles de deuda pública durante el año 2000 ha discurrido, en términos generales, de forma paralela a lo sucedido en el conjunto de mercados financieros internacionales y, más concretamente, en estrecha sintonía con lo acontecido en los mercados correspondientes a los países del área del euro. Las pautas de comportamiento que habían caracterizado la economía internacional a lo largo del año 1999, y que estuvieron en la base de la evolución de los mercados financieros, se prolongaron durante una buena parte del año 2000 para, a partir de la segunda mitad de este año, asistir a un giro sustancial en las tendencias de la economía mundial, en general, y de los mercados financieros, en particular.

El positivo ritmo de crecimiento de la actividad a nivel mundial observado en 1999, prosiguió acelerándose a lo largo del primer semestre del año 2000, destacando de nuevo el comportamiento mucho más dinámico de la economía estadounidense, en comparación con la europea —a pesar, incluso, de la aceleración que experimentó esta última—, y la relativa atonía de la economía japonesa, que no termina de mostrar signos de una recuperación estable. Este clima general de crecimiento económico se vio acompañado de una evolución alcista de los precios, que, si bien no resultaba excesiva, sí que evidenciaba la existencia de tensiones inflacionistas debidas, en buena parte, al crecimiento que se vino observando en los precios del petróleo desde la primavera de 1999 y que continuó hasta el mes de noviembre del año 2000. Las autoridades monetarias de las principales economías occidentales aumentaron progresivamente el grado de restricción monetaria durante 1999, instrumentándolo mediante sucesivas subidas de los tipos de interés de intervención. Estas subidas continuaron durante la primera mitad del año 2000 en EEUU, permaneciendo los tipos de interés estables durante el resto del año. No fue así en el marco de la UEM, donde los tipos de interés de referencia fijados por la autoridad monetaria siguieron aumentando aún hasta el mes de octubre.

Los datos disponibles sobre el cuarto trimestre de 2000 avanzan un crecimiento de la economía mundial algo más débil como consecuencia de una desaceleración mayor que la esperada de la economía norteamericana. La inflación en EEUU, que en términos medios fue creciente para el conjunto del año, se mantuvo relativamente estable en el último cuatrimestre, al tiempo que los descensos del precio del petróleo observados desde noviembre redujeron, a nivel mundial, el conjunto de factores de riesgo de inflación adicional para el futuro más próximo.

Los mercados cambiarios mostraron durante el año 2000 una progresiva fortaleza del dólar, compatible tanto con el diferencial de rentabilidades esperadas entre EEUU y el resto de las principales economías occidentales como con la afluencia de capitales extranjeros dispuestos a financiar el fuerte proceso inversor de la economía americana, que ha estado en la base de su crecimiento en los últimos años. Esta tendencia apreciatoria del dólar respecto al euro se interrumpió en los dos últimos meses del año, en los que se produjo una sustancial recuperación del euro, que ha continuado en los primeros meses del presente año 2001. Durante la mayor parte del año, el yen mantuvo una situación de apreciación respecto al dólar, si bien esta situación se vio modificada sustancialmente en los últimos meses.

Las cotizaciones en los mercados bursátiles registraron importantes descensos en el año 2000 en la mayor parte de las economías occidentales, lo que ha podido influir en la desaceleración generalizada del consumo privado en la última parte del año y, consecuentemente, en la evolución del PIB. La evolución de los mercados internacionales de deuda pública mostró el diferente comportamiento de las rentabilidades a más largo plazo en EEUU y en la UEM, con una clara tendencia descendente en el primer caso, que también se produjo en el segundo, aunque de forma menos acusada. De este modo, el diferencial de rentabilidades a largo plazo entre EEUU y los mercados de deuda de la UEM se redujo de forma considerable a lo largo del año.

I.1.1. La coyuntura internacional

En la evolución de la economía mundial durante el año 2000 ha seguido siendo centro de atención el elevado crecimiento observado, una vez más, en EEUU. En efecto, las últimas estimaciones valoran el crecimiento de la economía norteamericana, en términos del PIB, en un 5 % para el conjunto del año 2000, lo que supone una aceleración respecto al 4,2 % registrado en 1999 (véase gráfico I.1). La demanda interna ha sido la pieza clave de este comportamiento, con un papel muy destacado tanto del consumo privado, que se estima que creció un 5,3 % en el conjunto del año, como de la formación bruta de capital privado, que creció un 9,3 %. Registros muy similares se habían producido en 1999 aunque, como se verá más adelante, la evolución trimestral a lo largo de ambos ejercicios recoge tendencias muy diferentes. El gasto público creció un 2,8 %, cinco décimas menos que en 1999, en línea con un tono ligeramente restrictivo de la política presupuestaria. Por su parte, la demanda exterior fa-

voreció la evolución del PIB —al tener una aportación menos negativa que en 1999 al crecimiento de este—, debido principalmente a una fuerte aceleración de las exportaciones que compensó parcialmente el también mayor aumento de las importaciones.

No obstante, los datos disponibles reflejan una importante desaceleración de la economía estadounidense en la segunda parte del año, como indican el crecimiento interanual del PIB del 3,4 % estimado para el cuarto trimestre del 2000, frente al 6,1 % que se registró en el segundo trimestre. Todos los componentes de la demanda interna están detrás de esta desaceleración, si bien conviene destacar el papel desempeñado por el consumo y la inversión privados.

El comportamiento que caracterizó el período anterior a la segunda mitad del 2000 puede resumirse como sigue. Por un lado, las familias, en un ámbito de expansión económica prolongada, con niveles cercanos al pleno empleo y con fuertes ganancias de capital como consecuencia de la progresiva revalorización bursátil en los últimos años, habían elaborado planes de gasto crecientes, que condujeron a un importante descenso de la tasa de ahorro de las economías domésticas. Esta tasa de ahorro se estima que, para el conjunto del año 2000, esté situada en el -0,1 % (medida como ahorro sobre renta personal), es decir, un desahorro. Por otro lado, ante las buenas perspectivas económicas prevalecientes durante un largo espacio de tiempo, se desarrolló un fuerte proceso inversor privado, que obtuvo una financiación relativamente fácil y proveniente del exterior, como consecuencia del positivo diferencial de rentabilidades esperadas que ofrecía la economía norteamericana frente a las alternativas existentes entre los restantes países industrializados, y toda vez que los descensos de la tasa de ahorro de las familias impedían a las empresas acudir al ahorro doméstico para financiar su actividad. El resultado combinado de ambos factores tuvo como resultado un progresivo empeoramiento del déficit por cuenta corriente (que puede estimarse que en el año 2000 haya alcanzado el 4,7 % del PIB) debidamente financiado con las entradas de capitales exteriores mencionadas.

Pero desde la segunda mitad del año 2000, la economía norteamericana comenzó a mostrar síntomas inequívocos de desaceleración, como consecuencia de los cuales tuvo lugar una corrección significativa de las expectativas de beneficios empresariales que, junto con una desaceleración de la renta personal y, probablemente, las pérdidas de valor que mostró la riqueza financiera de las familias, han estado

en la base de la desaceleración observada de la inversión y el consumo privados.

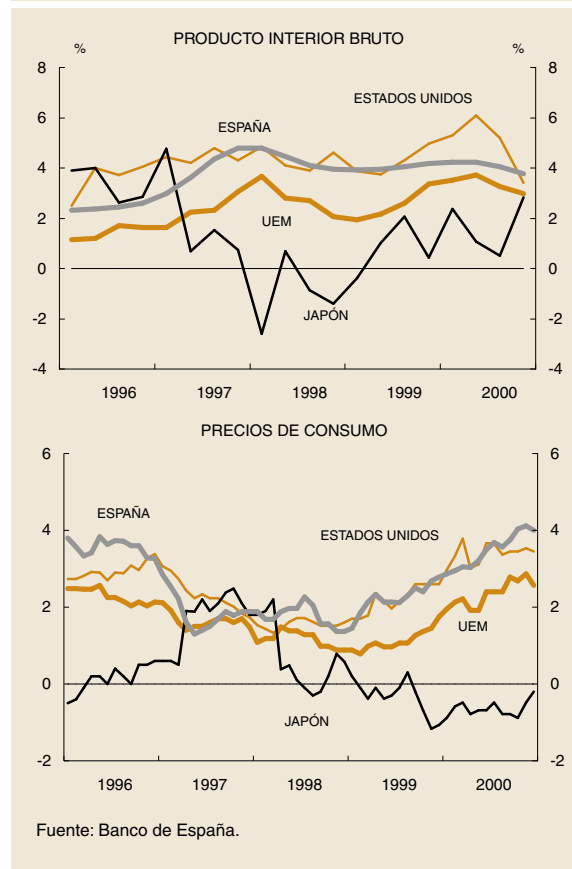
Por otra parte, la evolución de los precios de consumo durante el año mantuvo, por lo general, la pauta de inflación creciente ya observada durante 1999, en un entorno de progresivo encarecimiento del petróleo. No obstante, el hecho de haber observado un crecimiento no acelerado de los precios de consumo en los tres últimos meses del año 2000 pudo influir en la autoridad monetaria para considerar oportuno dar por concluido el tono progresivamente más restrictivo que había comenzado en junio de 1999 y que terminó en mayo del 2000, fecha desde la cual los tipos de intervención se mantuvieron en el 6,5 %, después de haber registrado un aumento de 100 pb (puntos básicos) en el conjunto del año 2000, tras otros 75 pb de aumento en 1999. De esta forma, el día 3 de enero de 2001 disminuyó en medio punto porcentual el tipo de interés objetivo de los Fondos Federales —comenzando un proceso de sucesivos descensos que, hasta finales de marzo del presente año 2001, ha acumulado 150 pb de reducción— ante la situación comentada de empeoramiento de los indicadores de confianza y la pérdida de poder adquisitivo de empresas y familias por el aumento de los precios del petróleo durante casi la totalidad del año. La tendencia descendente de los tipos de interés a largo plazo durante todo el año 2000 fue reflejo, igualmente, de que los mercados anticiparon el cambio de orientación de la política monetaria, comenzando a considerar menores expectativas de crecimiento y descontando, así, descensos de los tipos de interés de intervención, como finalmente ocurrió.

En la zona del euro, el año 2000 se cerró con un crecimiento de la actividad que, en términos de PIB, se estima en un 3,4 % y que representa una aceleración significativa respecto al crecimiento del 2,5 % correspondiente a 1999. No obstante, debe hacerse notar que, como en el caso de EEUU, el crecimiento del año 2000 empezó a presentar un perfil trimestral de desaceleración en la segunda mitad del año.

El crecimiento del área en su conjunto llevó consigo un importante acercamiento relativo entre los ciclos económicos de los distintos países que integran la UEM, reflejando una aceleración que principalmente ha tenido lugar en aquellos países que se encontraban en fase de recuperación al finalizar el ejercicio 1999 (Alemania, Italia), mientras que las economías que ya se encontraban en la fase alcista (España, Holanda y, en alguna medida, Francia) han mantenido tasas de crecimiento más similares a las de 1999 (véase gráfico I.2).

GRÁFICO I.1

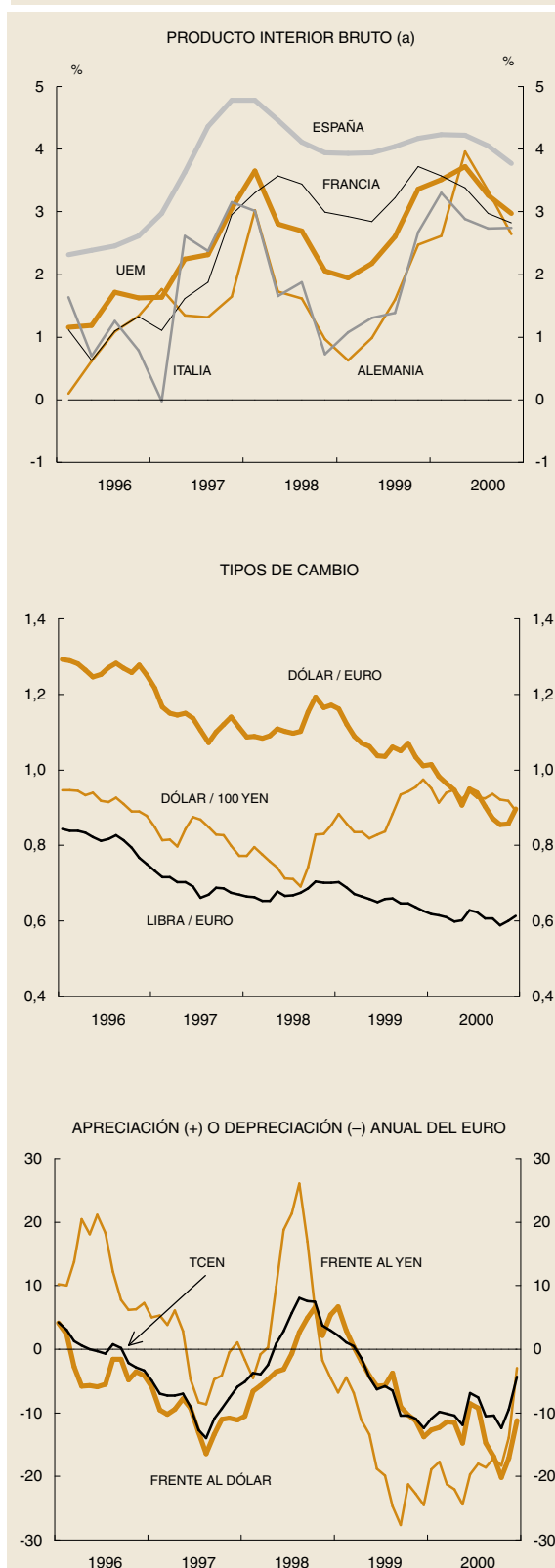
Evolución de la actividad y de la inflación Tasas de variación interanuales



El principal factor impulsor de la aceleración de la actividad fue el crecimiento de la demanda externa, que contribuyó en un 0,6 % al crecimiento del PIB, cifra que contrasta con la aportación negativa (-0,5 % del PIB) registrada en 1999. Una mayor aceleración de las exportaciones (un 11,7 % de crecimiento en el 2000, frente a un 4,7 % en 1999) que de las importaciones (10,4 % en el 2000, frente al 6,7 % en 1999) explica el cambio de signo de la contribución del comercio exterior al crecimiento de la actividad entre un año y otro. Sin embargo, el papel de la demanda interna en relación con el crecimiento del PIB del año 2000 fue muy similar al observado en 1999. El consumo privado se estima que creció un 2,6 % en el año 2000 (un 2,8 % en 1999), aunque es desde la segunda mitad del año cuando se comenzó a observar esta desaceleración, que tanto los indicadores de confianza de los consumidores como los índices de ventas del comercio al por menor adelantan que puede ser mayor aún en el futuro próximo. Por su parte, la formación bruta del capital fijo ha mostrado un crecimiento del 4,6 %, lo que significa una clara desaceleración frente al crecimiento del 5,3 % observado en 1999.

GRÁFICO I.2

Actividad y tipos de cambio



Fuente: Banco de España.
(a) Tasas de variación interanual.

La pérdida de capacidad adquisitiva derivada del comportamiento de los precios del petróleo, junto con la orientación menos expansiva de la política monetaria, que tuvo lugar en la zona del euro desde noviembre de 1999, tienden a explicar la desaceleración de la inversión a lo largo de todo el año 2000 y el cambio en la tendencia del consumo privado en la segunda parte del mismo. Igualmente, los fuertes descensos de las cotizaciones bursátiles en la última parte del año podrían haber reprimido el consumo privado aún en mayor medida a lo largo del último trimestre.

El comportamiento de los precios en la zona del euro se ha visto condicionado fuertemente por el progresivo encarecimiento del crudo observado en los dos últimos años y por la tendencia depreciatoria del euro respecto del dólar, que determinó que el tipo de cambio efectivo nominal del euro descendiera un 10,4 %, en términos medios, entre el año 1999 y el 2000 (véase el gráfico I.2). De este modo, la inflación interanual en términos del IAPC fue del 2,6 % en el año 2000 (1,8 % en 1999) —por encima de las cifras que se consideran representativas de la estabilidad de precios—, con lo que, por el momento, se ha seguido manteniendo el tono más restrictivo impuesto por la política monetaria iniciado en la última parte de 1999. El BCE instrumentó este tono más restrictivo a través de sucesivas alzas de su tipo básico de intervención (el de las operaciones principales de financiación), el cual acumuló un aumento de 175 puntos básicos en el año 2000. La recuperación del tipo de cambio del euro en la última parte del 2000 —como consecuencia de las peores expectativas de crecimiento de la economía norteamericana— y su posible efecto sobre los ligeros descensos de la inflación no han hecho que la autoridad monetaria reduzca significativamente su percepción de riesgos inflacionistas a medio plazo aún latentes, por lo que, en los primeros meses del año 2001, el BCE ha seguido manteniendo el tipo mínimo de las operaciones principales de financiación en el 4,75 %.

Por lo que se refiere a la política fiscal, la mayor parte de las economías de la zona se han ajustado a los saldos presupuestados al comienzo del año, con un comportamiento notable de los ingresos provenientes de los impuestos indirectos, como consecuencia del crecimiento general de la economía y de la evolución de los precios del petróleo, mientras que los gastos han tendido a ser superiores a los presupuestados inicialmente.

Los niveles de actividad observados en Japón hacen dudar seriamente de una recuperación cierta de su economía. Se estima para el año 2000 un crecimiento del PIB de un 1,7 %,

asociado, principalmente, a un aumento de la demanda de bienes de consumo de tan solo un 0,5 % y de una formación bruta del capital fijo que se estima que tan solo creció un 1,1 %. No obstante, las estadísticas disponibles sobre el cuarto trimestre permiten entrever indicios de una relativa mejora tanto del consumo público y privado como de la inversión. El comportamiento deflacionista de los precios enmarca este escenario de atonía global que sigue caracterizando a la economía japonesa.

En las economías del sudeste asiático se observaron tasas elevadas de crecimiento, a pesar del negativo efecto de la evolución de los precios del petróleo, si bien la desaceleración observada en los EEUU en los últimos trimestres del año 2000 ha podido comenzar a reflejarse en los sectores exportadores de muchos de estos países. Algo similar puede que esté ocurriendo en los países de América del Sur, donde el año 2000 se cerró con un crecimiento conjunto en torno al 4 %, que incluye, por un lado, la buena evolución de las economías mexicana, brasileña y chilena y, por otro, la debilidad mostrada por la economía argentina, que tratará de ser combatida gracias a los acuerdos financieros alcanzados con el FMI en la última parte del año 2000. A pesar del efecto negativo de la evolución norteamericana sobre el sector exportador de los países del cono sur, los descensos de los tipos de interés que se han venido observando en EEUU, a partir del cambio de tono de su política monetaria en el comienzo del presente año 2001, podrían mejorar sensiblemente las condiciones financieras que prevalecen en dicha área.

I.1.2. Los mercados financieros internacionales

Los principales mercados financieros internacionales reflejaron bastante fielmente la situación económica a nivel mundial, caracterizada por: el crecimiento generalizado (con tendencia a la desaceleración en la segunda mitad del año); las diferencias relativas a la fase del ciclo económico en que las principales áreas económicas se encontraban; las tensiones inflacionistas, con origen tanto en la evolución de los precios del petróleo como en el crecimiento observado de la demanda; las políticas monetarias tendentes a controlar dichos riesgos inflacionistas; las políticas fiscales guiadas por un objetivo de consolidación presupuestaria; y, por último, las necesidades de financiación que la actividad real requirió y los flujos de capitales que ello supuso.

El nivel de los tipos de interés a largo plazo existentes en EEUU mantuvo un diferencial positivo frente a los correspondientes a la zona

del euro, aunque se redujo significativamente durante el año 2000. En concreto, el diferencial correspondiente a la deuda pública a diez años disminuyó alrededor de 80 pb para situarse, en diciembre, en torno a unos 25 pb (véase gráfico I.3). Esta evolución, sin duda, recoge en buena parte una reducción sustancial en las expectativas de crecimiento en EEUU y el esperado cambio en la política monetaria de la Reserva Federal.

La rentabilidad de la deuda pública norteamericana a medio plazo (tres años) no ha seguido una evolución tan decididamente decreciente en el año 2000 como lo hizo la correspondiente a diez años, mostrando solo esa tendencia descendente a partir del mes de septiembre. Como resultado de esta distinta evolución tuvo como consecuencia que, desde febrero del año 2000, el diferencial de rentabilidades entre el bono a diez años y el bono a tres años fuera negativo.

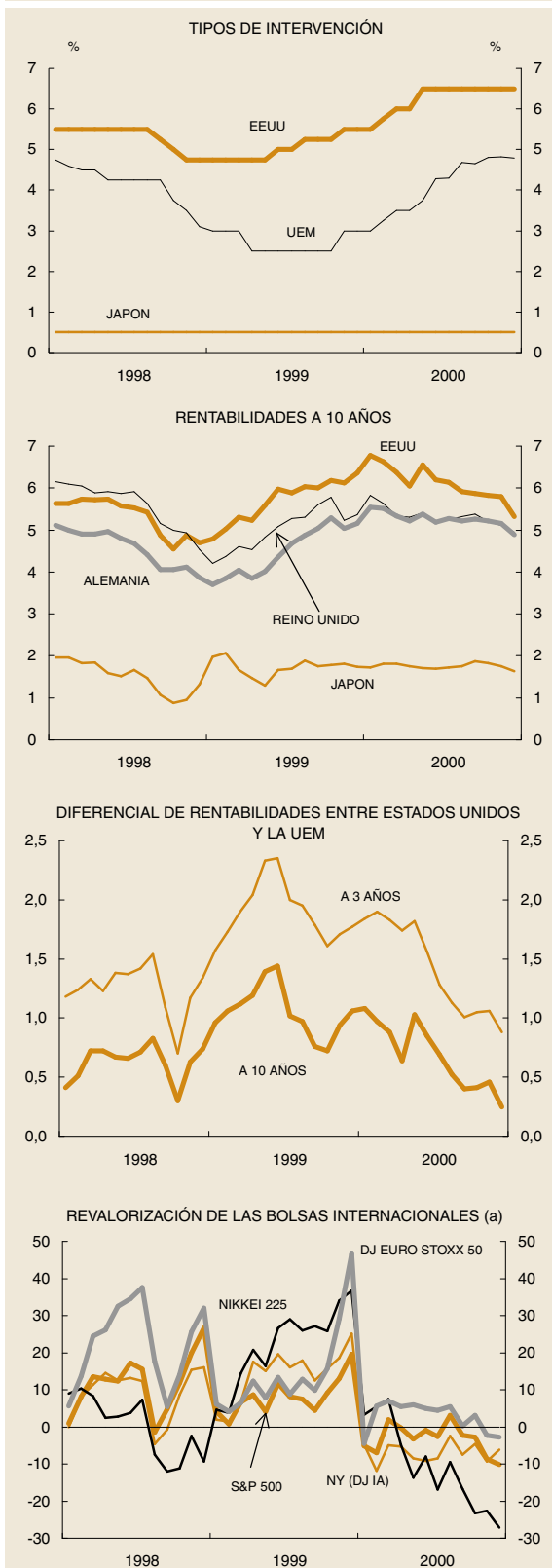
En la zona del euro, la negociación en los mercados interbancarios y los precios de la deuda pública cotizados en los distintos segmentos temporales llevaron a una progresiva convergencia de las rentabilidades negociadas, que se terminaron situando al final del año en torno al 5 % (ver gráfico I.4). Entre enero y diciembre, la rentabilidad de la deuda pública a diez años descendió algo más de 60 pb y se situó en este último mes alrededor del 5,1 %, mientras que la rentabilidad de la referencia a tres años siguió su tendencia creciente hasta el mes de agosto y, solo a partir de ese momento, inició una trayectoria descendente, situándose finalmente en torno al 4,8 %. Con todo, el diferencial entre las referencias a diez y tres años terminó siendo en diciembre de unos 30 pb, mientras que en enero del 2000 esta cifra se había situado por encima de los 100 pb.

Por su parte, los diferenciales de rentabilidad de la deuda a largo plazo entre Alemania y los restantes países de la zona del euro han tendido a aumentar a lo largo del año. En el caso español este diferencial se situó a final de año alrededor de los 30 pb, mientras que un año antes este diferencial era de unos 22 pb. En Austria y Bélgica los diferenciales frente a Alemania eran, en diciembre del año 2000, algo más de 10 pb más altos que un año antes, mientras que en Italia y Luxemburgo dichos diferenciales aumentaron alrededor de 20 pb.

Las cotizaciones en los mercados bursátiles registraron también un cambio radical a lo largo del año 2000, después de haber proporcionado importantes ganancias de capital el año anterior. En concreto, el índice norteamericano S&P 500 mostró un descenso acumulado para el

GRÁFICO I.3

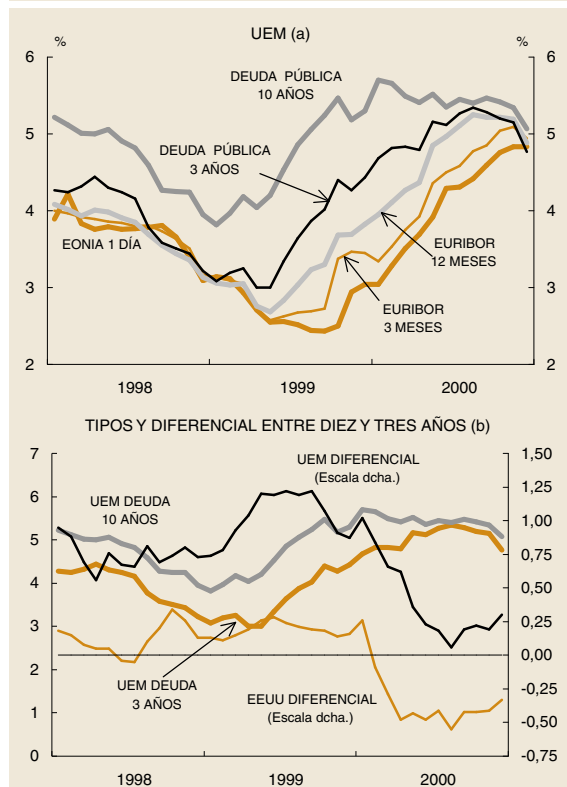
Tipos de interés, rentabilidades y revalorización en bolsa



Fuente: Banco de España.
(a) Revalorización acumulada durante un año.

GRÁFICO I.4

Tipos de interés



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

conjunto del año del 10,1 %, y el índice Dow Jones de la bolsa de Nueva York descendió un 6,2 %. Esta evolución reflejó en buena medida el progresivo empeoramiento de las expectativas de beneficios empresariales que se fueron observando desde la primavera. No obstante, la mayor parte del descenso general de las cotizaciones se localizó en el último trimestre del año, cuando los indicadores económicos mostraron de forma clara la ralentización del proceso de crecimiento económico. La evolución de las bolsas de EEUU tuvo un gran efecto de arrastre sobre el resto de los mercados bursátiles internacionales. En la zona del euro, el índice Dow Jones EURO STOXX amplió registró una caída anual del 5,9 %, mientras que, en Japón, el índice NIKKEI acumuló pérdidas mucho más notables, cifradas en un 27,2 %.

Los mercados cambiarios reflejaron la mejor posición relativa de la economía norteamericana y los diferenciales positivos de rentabilidades a largo plazo respecto a la economía europea. En términos anuales medios, el dólar se apreció frente al euro un 13,4 % en el año 2000 y un

6,3 % frente a la libra esterlina. Por su parte, el yen se apreció frente al dólar un 5,2 % en media anual, si bien, en diciembre había acumulado una depreciación frente a la moneda de EEUU del 8,5 % en relación con diciembre del año anterior. No obstante, los tipos de cambio del dólar frente al euro se recuperaron a favor de este último en los dos últimos meses del año, una vez que se consolidaron, tanto las perspectivas más pesimistas sobre la economía de EEUU, como los descensos de los diferenciales de tipos de interés a largo plazo. El peso del dólar en el volumen de intercambios internacionales de la zona del euro llevó a que el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a países desarrollados se depreciara durante el año 2000 un 10,5 % en términos medios, mientras que la depreciación acumulada en diciembre respecto a diciembre de 1999 fue menor (un 5,2 %). La mayor debilidad del euro se registró en octubre, momento en que la depreciación acumulada durante el año se situó en el 9,4 %.

I.2. LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Los indicadores generales de actividad mostraron que la economía española, a lo largo del año 2000, creció a ritmos similares a los del año anterior y propios de una etapa alcista del ciclo económico. En concreto, el PIB real se estima que creció, en términos medios anuales, un 4,1 %, lo que supone una ligera aceleración respecto al crecimiento medio anual de 1999, que fue del 4 %. No obstante, la composición y el perfil temporal de estas tasas de crecimiento resultaron muy distintas en uno y otro año. Por un lado, los componentes de la demanda interna han contribuido en menor medida al crecimiento en el año 2000 que en el ejercicio anterior, mientras que el comportamiento de la demanda externa ha sido el factor que, finalmente, permitió un crecimiento del PIB ligeramente superior.

La demanda privada de bienes de consumo creció un 4 % en el año, cifra que supuso una sustancial desaceleración respecto al crecimiento del 4,7 % registrado en 1999. El comportamiento de las familias estuvo fuertemente condicionado por las pérdidas de renta real —que tuvieron lugar como consecuencia de la evolución de los precios del petróleo— y por el empeoramiento de las expectativas de las economías domésticas. Durante el año 2000 se registraron pérdidas importantes de valor de la riqueza financiera con origen en activos bursátiles y subidas de los tipos de interés que llevaron a las familias a replantearse sus decisiones intertemporales de gasto y ahorro. Aun así, el crecimiento del consumo fue superior al de la renta disponible, por lo que la tasa de ahorro de las familias empeoró de forma sustancial. La

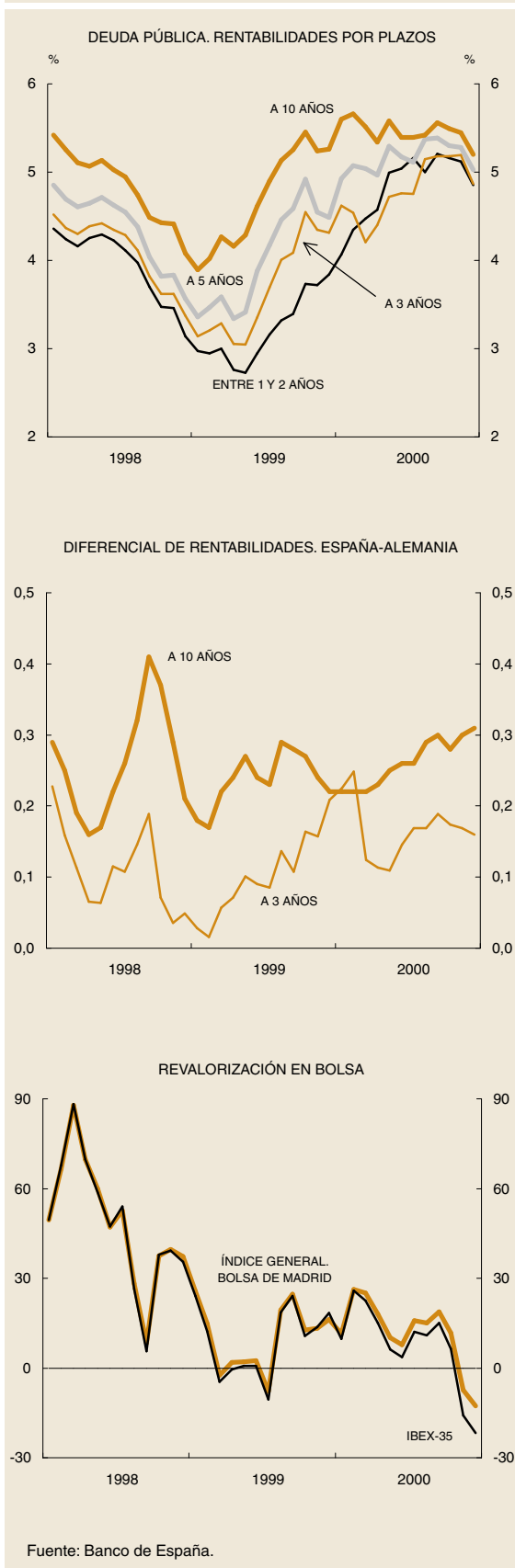
tradicional capacidad de financiación de las economías domésticas se vio adicionalmente mermada como consecuencia de la fuerte demanda de créditos para la adquisición de vivienda, que siguió caracterizando el año 2000, tras los fuertes crecimientos ya observados en 1999. En cualquier caso, se prevé que la contención esperada del consumo en la primera parte del año 2001 y el mantenimiento del tono de la política monetaria reconduzcan la tasa de ahorro y la capacidad de financiación de las familias a niveles más propios de un sector que tradicionalmente ha sido financiador neto de la actividad económica.

La demanda de bienes de inversión también observó una desaceleración importante. Por un lado, la formación bruta de capital fijo correspondiente a bienes de equipo se estima que pudo crecer un 5 % durante el año 2000, frente al 8,7 % registrado en 1999, mientras que, por otro lado, la correspondiente a construcción creció a un ritmo del 6,4 %, frente al 9 % observado en 1999. A pesar de que las empresas siguen manteniendo una posición financiera relativamente saneada y unos niveles bastante elevados de rentabilidad, una buena parte del menor crecimiento de la inversión empresarial debe atribuirse al aumento de los tipos de interés que se observó desde los últimos meses de 1999.

La demanda exterior neta, que en 1999 contribuyó negativamente al crecimiento del PIB en un 1,5 %, tuvo un mejor comportamiento durante el año 2000, cuando dicha contribución negativa se redujo hasta un 0,1 %. Por un lado, las exportaciones crecieron un 10,8 % (un 6,6 % en el año 1999), favorecidas por el generalizado crecimiento de la economía mundial y por la depreciación experimentada en la cotización del euro. Por otra parte, las importaciones registraron un crecimiento del 10,4 %, lo que supuso una relativa desaceleración respecto del 11,9 % observado en 1999, como consecuencia directa de la evolución comentada de la demanda interna a lo largo del año y de la depreciación del euro.

En cuanto a los precios, estos mantuvieron durante todo el año una tendencia de crecimiento acelerado, acumulando en diciembre una tasa de variación interanual del 4 %. El encarecimiento de los precios de la energía y del conjunto de productos importados, como consecuencia de la tendencia depreciatoria del euro, junto con el aumento de los costes laborales determinaron esta evolución. No obstante, en España las tensiones inflacionistas terminaron siendo de mayor intensidad que en el resto de los países de la zona del euro. El hecho de que la variación interanual en diciembre del IAPC español superara al promedio observado en la UEM en 140 puntos básicos —en torno a 40 puntos básicos más que un

GRÁFICO 1.5

Indicadores financieros
España

año antes— refleja una continuada pérdida de competitividad de la economía española en relación con la zona del euro.

I.3. EL MERCADO ESPAÑOL
DE DEUDA PÚBLICA

Las necesidades financieras del Estado, en un entorno de consolidación presupuestaria como el vigente en el ámbito de la Unión Europea, facilitaron al Tesoro su capacidad para modificar la estructura temporal de la deuda pública, favoreciendo un alargamiento de su vida media. La coyuntura del mercado de deuda permitió al Tesoro elevar el saldo vivo nominal de deuda pública más allá de las necesidades financieras requeridas, por lo que el exceso de financiación se reflejó en el considerable aumento de la cuenta corriente del Tesoro en el Banco de España.

El rasgo más destacable de la negociación en el mercado secundario durante el año 2000 fue la recuperación registrada respecto a 1999. Este aumento de los volúmenes contratados se centró en la negociación entre titulares y, más concretamente, en bonos y obligaciones y en operaciones simultáneas y *repos*. Por el contrario, la negociación con terceros disminuyó respecto al año anterior. Debe destacarse, igualmente, un nuevo aumento de la actitud inversora de los terceros no residentes (en la operativa a vencimiento con instrumentos a medio y largo plazo) y la tendencia desinversora de los denominados inversores institucionales.

Las rentabilidades observadas en España por los diferentes instrumentos y plazos no han arrojado información muy distinta de la que se deriva de las rentabilidades por plazos para el conjunto de la UEM. Las rentabilidades han mantenido tendencias muy homogéneas en todos los países de la UEM. No obstante, en el plazo de diez años, el diferencial entre la deuda española y la alemana (y en media, frente al conjunto de la UEM) aumentó ligeramente hasta situarse en unos 30 pb en diciembre del 2000, frente a los 22 pb observados un año antes (véase gráfico 1.5).

En conjunto, en España se ha asistido a una reducción de los diferenciales de rentabilidad entre la deuda a largo y a medio plazo, que en diciembre del 2000 eran del orden de 35 pb, mientras que un año antes rondaban los 95 pb. Este aplanamiento de la curva tipo-plazo observada a final del año estuvo determinada por un aumento de alrededor de 100 pb en las rentabilidades negociadas en los plazos entre 1 y 2 años, el incremento de unos 55 pb en la deuda a 3 y 5 años y, por último, un descenso de unos 5 pb de las rentabilidades a 10 años.

II. Mercado primario de deuda anotada del Estado

El año 2000 ha vuelto a ser muy favorable para la financiación del Estado. La reducción de las necesidades de financiación del Estado y la disminución de los vencimientos que debían ser refinanciados han permitido cubrir sin dificultades las necesidades financieras así como proseguir con programas de reestructuración del perfil temporal de los saldos de deuda. Por otro lado, el entorno de mayor competencia en el que se desenvuelve la actividad de los emisores nacionales desde la introducción del euro no ha supuesto obstáculo alguno para los programas de financiación del Tesoro español.

En el presente capítulo se analizará la evolución de los flujos de financiación del Estado y del mercado primario, incluyendo un análisis de los canjes realizados, así como de las características y distribución del saldo de deuda anotada del Estado.

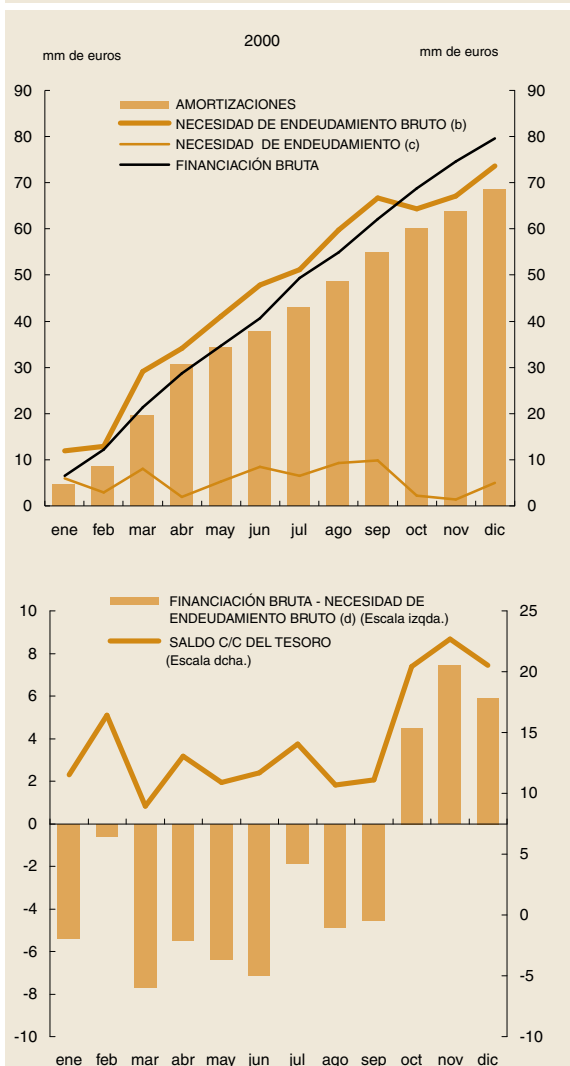
II.1. EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN DEL ESTADO

Según el avance provisional, la ejecución del presupuesto no financiero del Estado en el año 2000 presenta un déficit de caja que ascendió a 2.431 millones de euros, lo que representa un descenso del 61,7 % respecto a 1999. Además, habida cuenta del importe satisfecho por intereses de la deuda en el año 2000, el superávit primario de caja ha registrado un crecimiento del 0,2 % en relación con el del año anterior, hasta alcanzar 15.283 millones de euros.

El proceso de consolidación de las cuentas del Estado realizado estos últimos años, auspiciado por los compromisos cuantitativos requeridos para la incorporación a la Unión Monetaria, ha supuesto una mayor comodidad para el Tesoro a la hora de satisfacer sus necesidades financieras. Así, la tesorería del Estado ha continuado aprovechado la disminución en los fondos netos necesarios, que se ha registrado en el año 2000, para ajustar la estructura de la deuda a sus objetivos, sustituyendo un año más financiación a corto plazo por los instrumentos de más largo vencimiento. De este modo, el menor nivel de costes financieros derivados del marco de estabilidad, al que ha dado lugar la introducción del euro, se puede extender durante un período más dilatado, además de permitir optimizar la estructura del mercado de deuda pública española en los segmentos de largo plazo en los que más intensamente compete con otros Tesoros nacionales. Por otra parte, la evolución de la pendiente de la curva de tipos de interés durante el año 2000 también ha favorecido un cierto desplazamiento en la emisión neta hacia plazos más largos.

GRÁFICO II.1

Necesidad de endeudamiento del Estado (a)



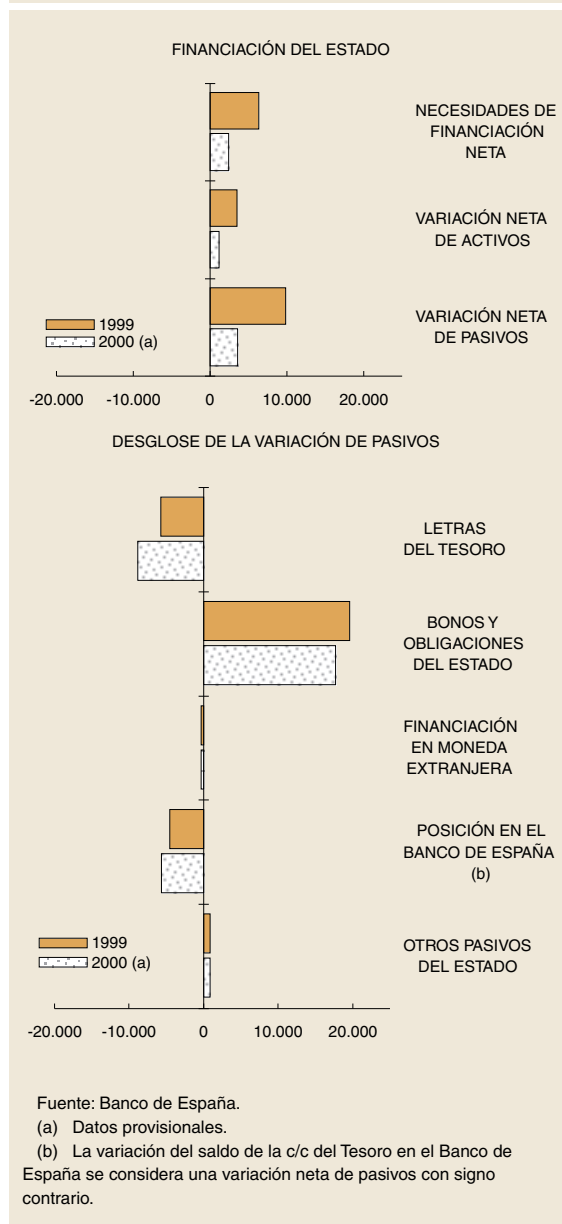
Fuentes: Banco de España e IGAE.
 (a) Variación anual acumulada.
 (b) Necesidad de endeudamiento + amortizaciones.
 (c) Déficit de caja + variación de activos - Contravalor en euros de la financiación neta en divisas.
 (d) Positivo: sobrefinanciación; negativo: infrafinanciación.

Un año más, el Tesoro ha ejecutado un ambicioso programa de canje de deuda, sustituyendo emisiones antiguas por emisiones actuales, cuyo resultado ha comportado un adelanto de gastos financieros previstos para próximos ejercicios aunque inferior al de años pasados. Además, como novedad de 2000, el Tesoro ha acometido este año un programa de recompra de deuda que, con un importe efectivo de 5.058 millones de euros, ha tenido por objeto principal el reducir el abultado volumen de deuda que debía refinanciarse en el año 2001. Asimismo, cabe mencionar que el exceso de financiación captada por el Tesoro en el mercado, sobre las

GRÁFICO II.2

Composición de la financiación del Estado

Millones de euros



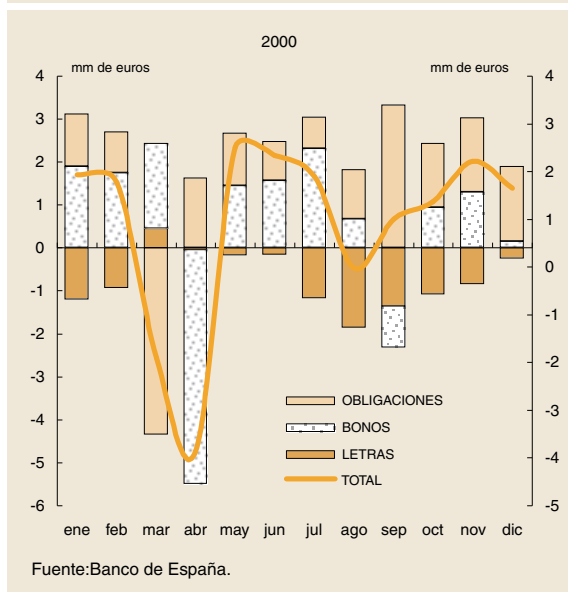
Fuente: Banco de España.
 (a) Datos provisionales.
 (b) La variación del saldo de la c/c del Tesoro en el Banco de España se considera una variación neta de pasivos con signo contrario.

que han sido sus necesidades de endeudamiento bruto, ha supuesto que el saldo de la cuenta del Tesoro en el Banco de España haya aumentado al cierre del ejercicio 2000, en relación con el de final de 1999, en unos 5.690 millones de euros.

Resultado de esta política financiera es un crecimiento del 4 % del saldo nominal de la deuda pública anotada. Este aumento se reduce al 1 % si se descuenta el mencionado exceso de financiación que ha ido a engrosar la cuenta corriente del Tesoro en el Banco de España. El efecto de los canjes y recompras de deuda realizados en 2000 ha supuesto una

GRÁFICO II.3

Emisiones netas mensuales de deuda Distribución por instrumentos



emisión nominal neta negativa de deuda de unos 4.201 millones de euros.

Como consecuencia de lo dicho hasta el momento, la actividad del Tesoro en el mercado primario en 2000 ha vuelto a ser inferior a la del año precedente. Si en 1999 la emisión bruta había disminuido hasta 89.000 millones de euros, desde cerca de 100.000 el año anterior, el monto nominal de valores colocados en 2000 ha ascendido a 79.578 millones de euros, incluyendo en ese importe los 6.810 millones de euros derivados de los canjes.

Consideración especial merece la cuenta corriente que el Tesoro mantiene en el Banco de España, aunque no tanto por su evolución cuantitativa como por los preparativos de cambio en la misma que se han estado elaborando en 2000. En efecto, desde un punto de vista cuantitativo los gráficos II.1 y II.2 muestran que, un año más, el Tesoro ha obtenido una financiación bruta superior a su necesidad de endeudamiento bruto, por lo que el saldo de la cuenta corriente que mantiene en el Banco de España se ha incrementado hasta los 20.536 millones de euros que alcanzaba al finalizar el año. Sin embargo, en la segunda mitad del año 2000 han culminado los preparativos para la que será una importante modificación de la composición de los activos líquidos del Tesoro en 2001, al posibilitarse un traslado parcial de los saldos de la cuenta corriente del Tesoro hacia depósitos en el sistema bancario (véase capítulo VIII).

Por lo que respecta al perfil temporal de financiación, la financiación obtenida a lo largo

CUADRO II.1

Deuda negociable del Estado Composición a 31 de diciembre de 2000

Millones de euros

	Saldo vivo	Porcentaje sobre el total
TOTAL	291.282,6	100,0
Deuda interior	269.888,4	92,7
Letras del Tesoro	44.664,7	15,3
Bonos del Estado	96.377,9	33,1
Obligaciones del Estado	128.345,8	44,1
Notas cancelables	500,0	0,2
Deuda exterior	21.394,2	7,3
Euros	10.728,2	3,7
Libras esterlinas	97,9	0,0
Dólares estadounidenses	4.606,1	1,6
Yenes japoneses	5.962,3	2,0
PRO MEMORIA:		
Deuda con riesgo de cambio	10.666,3	3,7

Fuentes: Banco de España y Tesoro.

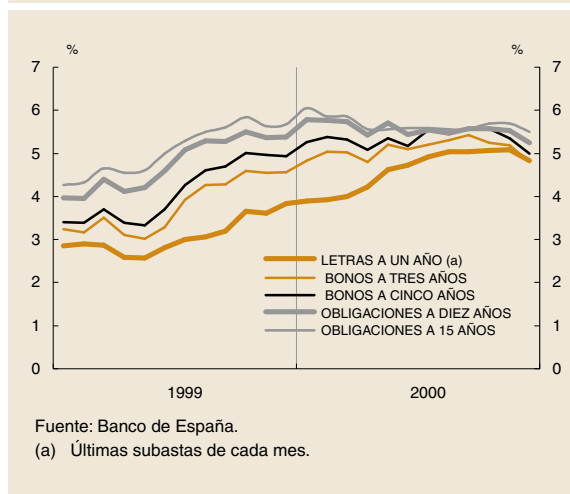
del año 2000 por parte del Tesoro ha seguido una evolución paralela a las necesidades, a excepción del último trimestre del año (véase gráfico II.1), período en el que el Tesoro incrementó sustancialmente el saldo de su cuenta en el banco central. Por otro lado, en el perfil temporal de las emisiones netas por instrumentos (véase gráfico II.3) cabe observar, como hechos destacables, el impacto negativo de las amortizaciones de bonos y obligaciones en marzo y en abril, y, en sentido contrario, el efecto positivo de la emisión especial de obligaciones a diez años que tuvo lugar en septiembre.

En el apartado de financiación en divisas, la emisión neta del Tesoro durante el año 2000 ha sido negativa en 411 millones de euros, como resultado de un volumen de amortizaciones de deuda por un contravalor en euros de 2.141 millones y de unas emisiones brutas que han ascendido a unos 1.730 millones de euros. En este último capítulo, cabe destacar la emisión de un bono global en dólares en julio por un importe de 1.500 millones de la divisa norteamericana.

En cualquier caso, como ha venido ocurriendo con otros tesoros nacionales del área euro, el desarrollo del mercado financiero en la moneda común europea ha relegado a un plano muy secundario los saldos de financiación del Tesoro generadores de riesgo cambiario, los cuales, al finalizar el año 2000, suponían alrededor del 3,7 % del total de su deuda negociable. Sin embargo, el legado de las emisiones de deuda denominadas en divisas precursoras

GRÁFICO II.4

Mercado primario de deuda anotada del Estado Tipos marginales



del euro y no sometidas a redenominación (véase Memoria de 1999) eleva el saldo de deuda emitida en el exterior al 7,3 % de la deuda negociable del Estado. El importe incluido entre las divisas de países de la Unión Monetaria ascendía a 10.728 millones de euros (véase cuadro II.1).

II.2. EVOLUCIÓN DEL MERCADO PRIMARIO

Tras el repunte que experimentaron en 1999 los tipos de emisión, durante el año 2000 el perfil que han seguido los tipos marginales ha sido más estable, en términos generales, como se aprecia en el gráfico II.4.

La emisión bruta de deuda del Estado se redujo en 2000 un 10,9 %, como se aprecia en el cuadro II.2, si bien su distribución entre letras y deuda a medio y largo plazo fue desigual. En el primer caso, se produjo una reducción de hasta el 14,4 %, mientras que las emisiones en los plazos medios y largos sufrieron una caída del 7,6 %. Además, la emisión neta ha registrado en 2000 una disminución del 35,4 % en relación con la de 1999, y ello a pesar de la reducción de las amortizaciones en un 5,1 % y de la continuación de los canjes de deuda, aunque con la contribución favorable del programa de recompra de deuda llevado a cabo.

II.2.1. Financiación a corto plazo

Como en los últimos años, el Tesoro ha continuado con su política de progresiva sustitución de las letras, instrumento básico de mercado en la financiación del Estado desde su crea-

ción en 1987, por los bonos y obligaciones. Esta voluntad del Tesoro de sustituir la financiación a corto plazo por endeudamiento a mayor plazo se ha vuelto a poner de manifiesto en una emisión neta de letras del Tesoro que ha sido negativa en todos los plazos. El año 2000 no ha sido, pues, distinto a los anteriores, registrando la emisión neta de letras un importe negativo de 8.477 millones de euros. De hecho, este importe ha supuesto una intensificación del 28 % en relación con la emisión neta, también negativa, que se produjo en 1999. Como consecuencia de esta evolución, el saldo final de letras del Tesoro se ha reducido en un 16 % respecto al de cierre de 1999.

A diferencia de lo sucedido en 1999, la amortización neta de fondos ha afectado en 2000 especialmente a las letras a 12 meses y a 6 meses, siendo relativamente reducida para las letras a 18 meses. De esta forma, y dada la evolución de la composición de la emisión neta de letras en años anteriores, parece confirmarse que los plazos a 18 y a 12 meses canalizan la financiación del Tesoro en el corto plazo con cierta alternancia, mientras que la emisión en el plazo de 6 meses ha venido acomodando esa estrategia.

Esa alternancia se manifiesta también en las amortizaciones. Así, mientras las amortizaciones de letras a 18 meses han registrado en 2000 una disminución respecto a 1999 del 17,5 %, el vencimiento de letras a un año creció un 4,3 %.

En el plazo de 6 meses, se ha vuelto a producir un año más una fuerte reducción de la emisión bruta, siguiendo la política iniciada en 1998. En conjunto, el año 2000 ha registrado una emisión neta negativa de 2.079 millones de euros, que duplica a la que ya se registrara en 1999. De esta forma, el saldo de este tipo de valores a finales de 2000 ascendió a 806 millones de euros, lo que supone un descenso interanual del 72 % y deja reducida la representación de esta línea de instrumentos al 0,3 % del total de deuda viva anotada. El tipo de interés marginal aumentó 1,24 puntos porcentuales a lo largo del año, hasta el 4,64 % de la última subasta.

En el caso de las letras a 12 meses, la disminución de la emisión bruta ha sido de un 35 % en relación con la registrada en 1999, registrándose en conjunto un importe nominal de 11.832 millones de euros. Con unos vencimientos de letras a 12 meses superiores a esa última cifra, el saldo de valores emitidos a 1 año se ha contraído un 35 % respecto al de cierre de 1999, hasta representar un 4,4 % del total de la deuda viva anotada. El tipo de interés

CUADRO II.2

**Mercado primario de deuda del Estado
Año 2000**

Millones de euros

	Emisión bruta			Amortización			Emisión neta			Saldo		
	2000	1999	%	2000	1999	%	2000	1999	%	2000	1999	%
Total	79.578,5	89.267,4	-10,9	68.659,1	72.355,6	-5,1	10.919,4	16.911,8	-35,4	269.388,4	258.968,3	4,0
Total Letras	36.828,1	43.010,2	-14,4	45.305,4	49.622,7	-8,7	-8.477,3	-6.612,5	-28,2	44.664,7	53.142,0	-16,0
A seis meses	3.736,9	5.215,3	-28,3	5.816,0	6.358,6	-8,5	-2.079,1	-1.143,3	-81,9	805,9	2.885,0	-72,1
A un año	11.832,4	18.189,4	-34,9	18.186,5	17.438,9	4,3	-6.354,1	750,5	-946,7	11.834,9	18.189,0	-34,9
A 18 meses	21.258,8	19.605,5	8,4	21.302,9	25.825,2	-17,5	-44,1	-6.219,7	99,3	32.023,9	32.068,0	-0,1
Total bonos y obligaciones	42.750,4	46.257,2	-7,6	23.353,7	22.732,9	2,7	19.396,7	23.524,3	-17,5	224.723,7	205.826,3	9,2
A tres años	11.297,3	13.844,5	-18,4	9.863,0	10.785,6	-8,6	1.434,3	3.058,9	-53,1	40.725,3	39.291,0	3,7
A cinco años	11.259,6	13.853,6	-18,7	5.069,0	6.398,2	-20,8	6.190,6	7.455,4	-17,0	55.652,6	49.462,0	12,5
A diez años	14.939,2	11.238,9	32,9	8.235,7	5.549,1	48,4	6.703,5	5.689,8	17,8	88.487,5	81.784,0	8,2
A quince años	2.785,8	3.866,9	-28,0	186,0	0,0	—	2.599,8	3.866,9	-32,8	27.665,8	25.066,0	10,4
A treinta años	2.468,5	3.453,3	-28,5	0,0	0,0	—	2.468,5	3.453,3	-28,5	12.192,5	9.724,0	25,4

Fuente: Banco de España.

marginal de estas emisiones se elevó a lo largo del año en un punto porcentual, hasta el 4,82 % de la última subasta de diciembre.

Como se ha dicho anteriormente, las letras a 18 meses han cobrado en 2000 especial protagonismo, siendo el único instrumento del corto plazo cuya emisión bruta ha crecido (8,4 %) en relación con el año anterior. Este hecho, unido al menor volumen de amortizaciones que han tenido lugar, han elevado la emisión neta de esta línea de instrumentos monetarios hasta casi alcanzarse el equilibrio, dado que han faltado apenas 44 millones de euros para que la oferta neta fuera nula. Con esa cifra, el saldo vivo de letras a dieciocho meses se ha visto reducido solo ligeramente, mientras que el peso en el saldo vivo de la deuda anotada ha pasado a ser a finales del año el 11,9 %. El tipo de interés marginal ha registrado un aumento de 0,7 puntos porcentuales, hasta el 4,83 % de cierre de diciembre.

II.2.2. Financiación a medio y largo plazo

La emisión de deuda a medio y largo plazo se ha venido constituyendo en el transcurso del tiempo en el núcleo y referente básico de la financiación del Estado. La primera vertiente de esa afirmación la justifica, a grandes rasgos, la creciente comodidad que ha venido encontrando el Tesoro en los últimos años para financiarse en los plazos más largos de la curva, como consecuencia de los logros en materia de esta-

bilidad macroeconómica. Más recientemente, el papel del largo plazo como referente básico para la emisión de deuda pública en España ha venido dictado, además, por la creciente competencia entre Tesoros nacionales de países pertenecientes al área del euro para financiarse en esos plazos.

En el año 2000, esta política se ha materializado, en términos agregados, en una emisión neta de bonos y obligaciones que, aunque se ha visto reducida un 17,5 % en relación con el año anterior, todavía ha excedido en más de un 75 % a la financiación neta aportada por el conjunto de la emisión de deuda anotada. Expresándolo de forma equivalente, la preferencia por una composición de la deuda en la que predominen los vencimientos más largos ha conducido a que el Tesoro haya acentuado en 2000 su política de financiarse en exceso mediante bonos y obligaciones, para proceder a una amortización neta de letras. Esa actuación ha sido compatible, sin embargo, con el hecho de que la emisión bruta de deuda a medio y largo plazo haya registrado así mismo una reducción del 7,6 %, habida cuenta de las menores necesidades de fondos. En conjunto, esta política de alargamiento de plazos se ha vuelto a traducir en una ampliación de la vida media de la deuda anotada en el conjunto del año, que, aunque ligera (0,2 años), ha permitido superar a cierre de 2000 los 5,5 años.

El peso de la financiación obtenida a medio y largo plazo se ha desplazado al tramo de las

obligaciones a 10 años, y en menor medida a los bonos a 5 años, al tiempo que ha decaído significativamente el recurso neto mediante bonos a tres años y, con menor intensidad, la financiación captada mediante obligaciones a 15 y 30 años. Este último dato, junto con la casi ausencia de amortizaciones naturales en estos segmentos más extremos de la curva de rentabilidades, supone que la emisión bruta se haya reducido en relación con 1999. Sin embargo, la continuada acumulación de saldos vivos en estos plazos, producto también de la ausencia de amortizaciones, garantiza su liquidez. De hecho, el interés del Tesoro por mantenerse activo en el más largo plazo ha quedado puesto de manifiesto por el lanzamiento de una nueva referencia de 30 años a comienzos de 2001.

El desplazamiento de la financiación neta a favor de las obligaciones a diez años debe ser valorado en el contexto de las transformaciones que están experimentando los mercados de deuda pública de los países europeos integrados en la UME. La competencia entre emisores nacionales para atraer o mantener a los inversores ha suscitado que, con el objeto de favorecer la liquidez de los bonos en emisión, se haya producido una ampliación generalizada de los tamaños de las líneas abiertas. En este mismo sentido, cabe observar que en septiembre el Tesoro llevó a cabo con la colaboración de los creadores de mercado una subasta especial de una nueva referencia a diez años en la que la colocación alcanzó 3.030 millones de euros, más del triple del tamaño medio de las subastas previas del año.

La emisión bruta de deuda a medio y largo plazo ha registrado una disminución (7,6 %) más moderada que la que ha correspondido a la emisión neta. El crecimiento del 2,7 % en las amortizaciones de deuda en el año 2000, en relación con las del año anterior, explica esa moderación registrada en las colocaciones brutas. En este punto, conviene recordar que, conforme viene siendo criterio habitual, las cifras de amortizaciones y emisión bruta recogen el impacto de los canjes y recompras de deuda, de modo que el importe reflejado en el cuadro II.2 no incorpora exclusivamente los vencimientos naturales.

De hecho, el Tesoro ha llevado a cabo en el año 2000 un nuevo programa de canjes de deuda superior, en cuanto a nominal amortizado, al que se efectuó en 1999. Pero, además, a lo largo de la segunda mitad de 2000 también se procedió a amortizar anticipadamente, mediante recompras, un conjunto de bonos que vencían en el año 2001 por un importe nominal de 4.859 millones de euros. El apartado II.2.3 describe con más detalle estas operaciones.

Por lo que a los tipos de interés se refiere, se han producido aumentos en el primario, aunque hayan sido moderados (30 puntos básicos), en los bonos a 3 años, el segmento de la deuda a medio y largo plazo contiguo al que forman las letras. Precisamente, contrastando con la evolución ascendente de los tipos marginales de estas últimas, y como reflejo de la «torsión» que registró la curva de rentabilidades en 2000, el tipo de corte de las subastas de obligaciones a diez años se ha mantenido estable en términos generales (gráfico II.4), mientras que los tipos marginales para las obligaciones a 30 años registraron una reducción de alrededor de 50 puntos básicos en el conjunto del año.

En un análisis más detenido por plazos, el segmento de 10 años ha constituido, en línea con lo apuntado anteriormente, el centro de la actividad del Tesoro en el mercado primario. El elevado crecimiento de las amortizaciones totales (48,4 %) y la política de emisión descrita anteriormente, que persigue elevar el saldo vivo de la deuda de referencia para los mercados, han determinado, conjuntamente, que la emisión bruta de obligaciones a diez años creciera en 2000 casi un 33 %. Como resultado, el saldo de obligaciones a diez años ascendía a cierre de 2000 a 88.487 millones de euros, lo que supone un aumento del 8,2 % respecto al saldo de finales de 1999 y un peso del 32,8 % dentro del conjunto de la deuda anotada. Dos han sido las obligaciones objeto de emisión durante 2000: hasta septiembre, la obligación de cupón 4 %, con vencimiento en enero de 2010, y desde ese mes la obligación de cupón 5,4 %, que vence en julio de 2011. Este último valor constituye un buen ejemplo de la nueva política que el Tesoro ha puesto en marcha en 2000, de acelerar la acumulación de saldos vivos de la deuda de referencia. Así, a los ya referidos 3.030 millones de euros de esa obligación emitidos, hay que añadir los 2.049 millones de euros de la misma que también se pusieron en circulación, esta vez a través de canjes.

Aproximadamente al mismo nivel, en lo que se refiere a las colocaciones brutas, se han situado los bonos a tres y cinco años, con 11.297 y 11.259 millones de euros emitidos en términos nominales. Aunque este resultado también supone una reducción interanual semejante para la emisión bruta en ambos segmentos, en torno al 18 %, su desglose difiere en uno y otro caso. Mientras la emisión de bonos a 3 años ha disminuido, fundamentalmente, por un menor recurso neto a esta línea de instrumentos, la reducción en la emisión bruta de bonos a cinco años ha recogido también el efecto del menor volumen de amortizaciones que, en relación con el registrado en 1999, se han producido du-

rante el año 2000 en ese segmento. En conjunto, los saldos vivos de bonos a 3 y a 5 años han crecido, en relación con los de cierre de 1999, un 3,7 % y un 12,5 %, respectivamente, adquiriendo de esta forma un peso en el saldo vivo de la deuda anotada que asciende al 15,1 % y al 20,7 %, respectivamente.

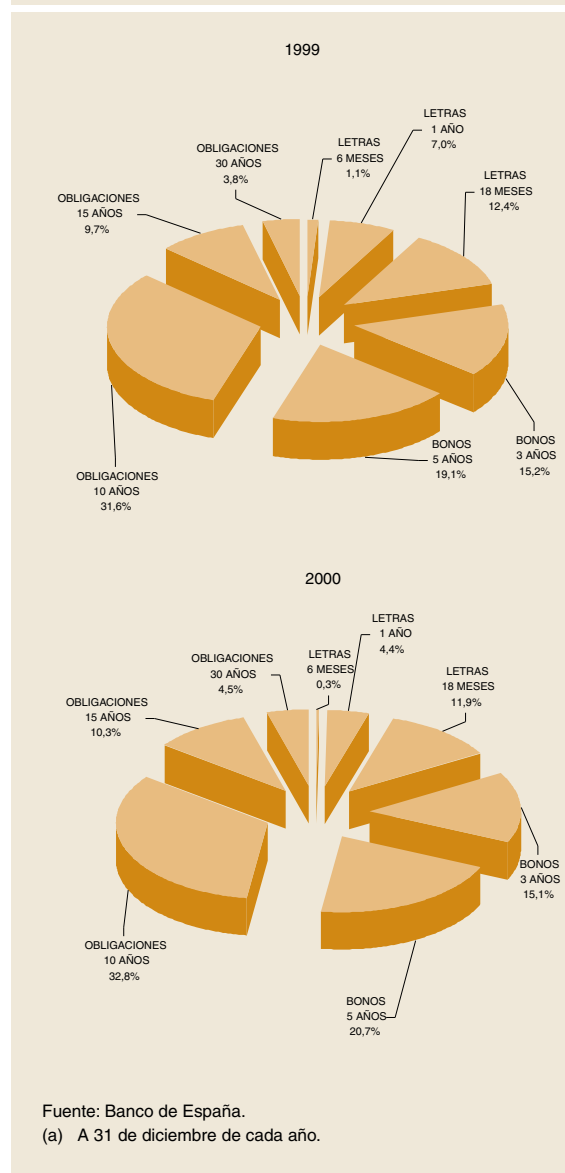
Por lo que respecta a los tipos de emisión en estos tramos intermedios de la curva de rentabilidades, cabe observar que la ligera «torsión» que en esta se ha producido en 2000 ha tenido al tramo de 3 años como punto de pivote. Así, mientras los tipos marginales a la emisión en ese segmento más corto han acabado el 2000 al mismo nivel al que tuvo lugar la primera subasta del año, para el segmento de cinco años esa misma comparación se salda con una reducción de 25 puntos básicos. Los bonos que fundamentalmente han canalizado la actividad emisora en 2000 en los plazos de 3 y 5 años han sido, respectivamente, los bonos de cupones 4,6 % y 4,95 %, cuyo primer tramo se abrió para ambos en febrero. Con ellos, se cerraba en enero la emisión de los bonos de cupón 3 % y 3,25 %, los cuales han acabado acumulando un saldo vivo de 9.595 y 8.893 millones de euros, respectivamente. Al igual que lo mencionado anteriormente para el desglose de la emisión bruta a diez años, la aportación de las operaciones de canje al crecimiento en el saldo de las nuevas referencias en emisión a 3 y 5 años ha sido apreciable, ascendiendo a 2.258 y 2.503 millones de euros, respectivamente.

La colocación de valores emitidos a 15 y a 30 años ha registrado una reducción notable y similar en el año 2000. De todas formas, los moderados saldos vivos acumulados hasta el momento para estas obligaciones de mayor duración han permitido que el saldo bruto emitido de las mismas en 2000 se haya traducido en crecimientos significativos de sus saldos respectivos a cierre de año, los cuales han ascendido un 10,4 %, para las obligaciones a 15 años, y un 25,4 %, para las obligaciones a 30 años. De esta forma, su peso respectivo dentro del conjunto de la deuda anotada ascendía a cierre de 2000 al 10,3 %, para las obligaciones a 15 años, y al 4,5 %, para las obligaciones a 30 años. El significativo peso que acumulan las obligaciones a 15 años en el pasivo del Estado español refleja el interés que siempre ha mantenido el Tesoro por cultivar este tramo, en el cual comparte el liderazgo de liquidez en el primario junto a Italia. Recientemente, el Tesoro francés también ha mostrado su interés por explotar este segmento de la curva a partir de 2001.

Tras su inauguración en 1998, las emisiones a 30 años han cubierto ya una etapa al concluir el año 2000. Con la última subasta a

GRÁFICO II.5

Composición de la deuda anotada (a)

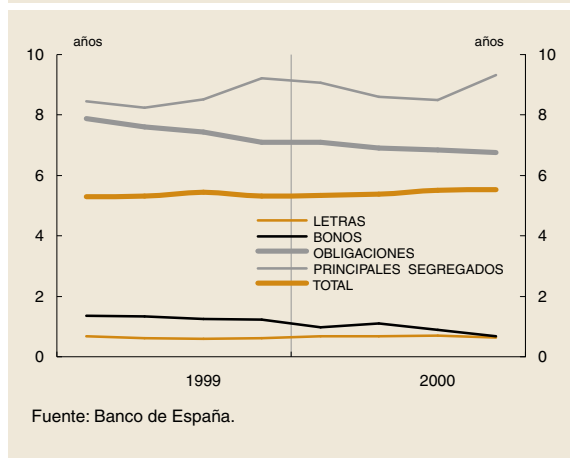


treinta años, se daba por cerrada, con un saldo emitido de 12.193 millones de euros, la que ha sido la primera línea a este plazo, la obligación 6 % de vencimiento en enero de 2029. La emisión realizada mediante este instrumento durante 2000 ha ascendido a 2.469 millones de euros, un 28,5 % inferior a la de 1999. Sin embargo, testimonio del interés del Tesoro por este segmento es el lanzamiento en enero de 2001 de una nueva obligación cuyo cupón es 5,75 %.

Con la política de emisión que se ha venido describiendo, la estructura del saldo de deuda a finales de ejercicio se ha modificado ligeramente respecto a la de cierre de 1999. Como se puede apreciar en el gráfico II.5, continúa el

GRÁFICO II.6

Vida media residual por grupos de instrumentos

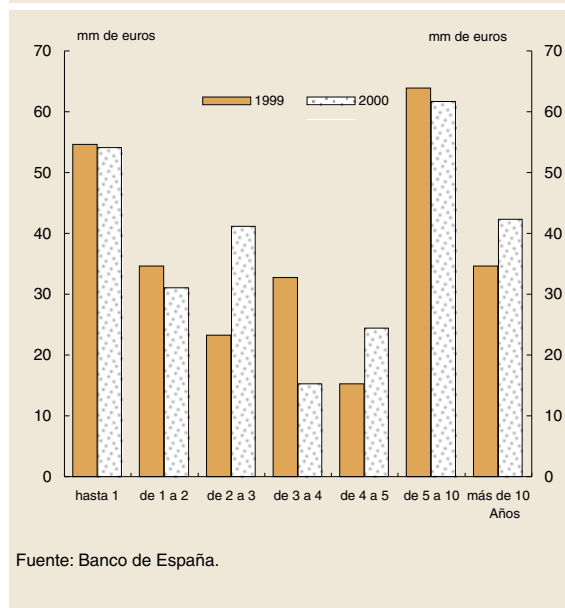


paulatino aumento del peso de la deuda a medio y largo plazo a costa del saldo vivo de letras. En concreto, la proporción de deuda emitida a medio y largo plazo pasa, de algo más del 79 % en 1999, a niveles superiores al 83,4 % en 2000. Por el contrario, como es lógico, en el caso de las letras del Tesoro, la participación en el conjunto del saldo de deuda desciende, a finales de 2000, a niveles de en torno al 16 %, desde niveles superiores al 20 % en 1999, 24 % en 1998, 30 % en 1997 y al 36 % en 1996.

Fruto de este cambio progresivo en la estructura de la deuda ha sido el nuevo aumento de la vida media residual que ya se ha señalado anteriormente y que, dados los niveles alcanzados, es ya más reducido que en años anteriores. Como se puede apreciar en el gráfico II.6, esta ha pasado desde niveles de 5,3 años en 1999 hasta los 5,5 años de 2000. Como es lógico, un alargamiento de la vida media de la deuda presenta, entre otras ventajas, el incremento en el margen de maniobra para refinanciar los saldos vivos de deuda. En este sentido, antes de las operaciones de reestructuración de la deuda efectuadas en 2000, el volumen de vencimientos de bonos que se concentraban en 2001 merecía la consideración de los potenciales riesgos asociados a su refinanciación. Precisamente, con objeto de limitarlos, y dada la comodidad que encontró el Tesoro para obtener financiación en 2000, este procedió a la ejecución de un programa de recompra de bonos cuya descripción se recoge en el apartado siguiente, junto con la relativa a los dos programas de canjes que también se llevaron a cabo. Tras los mismos, el perfil de vencimientos que afronta el Tesoro en 2001 es, como se aprecia en el gráfico II.7, similar al de 2000.

GRÁFICO II.7

Distribución por vencimientos



II.2.3. Canjes y recompras de deuda

Durante el año 2000, el Tesoro ha realizado un total de 13 subastas (1) de canje de deuda del Estado, continuando una política que se viene llevando a cabo año tras año desde 1996. En este ejercicio, la comodidad del Tesoro para cumplir sus objetivos de financiación permitió que la ejecución de las subastas de canje comenzase ya en julio, extendiéndose hasta diciembre. De hecho, el programa, inicialmente dispuesto en Resolución de 21 de junio,

(1) El procedimiento de canje ha sido común a todas las subastas realizadas. En concreto, las ofertas de valores a entregar podían ser competitivas —con un importe mínimo de 1 millón de euros, con múltiplos de un céntimo de euro— o no competitivas —con un importe máximo de 1 millón de euros—. En cada una de las pujas se debía especificar el importe nominal ofrecido en cada una de las emisiones a canjear. En las ofertas competitivas, se debía especificar, además, el precio solicitado, incluido el cupón corrido, en tanto por ciento con dos decimales.

Previamente a cada subasta, el Banco de España hizo público el precio al que se valoraron los valores entregados en el canje.

La resolución de las subastas ha seguido el sistema mixto utilizado en las emisiones habituales de deuda, si bien con la diferencia de que en estas subastas se pujaba por un precio de amortización de valores y no de suscripción. De esta forma, se ordenaron las peticiones de menor a mayor precio y se adjudicaron todas las peticiones competitivas, salvo prorrateo, cuyos precios fueran inferiores o iguales al precio máximo de adjudicación. Las pujas no competitivas se adjudicaron al precio medio ponderado de las competitivas aceptadas. Asimismo, se adjudicaron a este precio las solicitudes competitivas con precios iguales o inferiores al precio medio ponderado, mientras que el resto de las competitivas aceptadas fueron adjudicadas al precio ofertado.

CUADRO II.3

**Efectivo canjeado por bonos a tres y cinco años
Año 2000**

Millones de euros

	Años vida residual en el 11/07	Nuevos bonos entregados			Pro memoria A					
		3 años al 4,6% Vto: 30/07/03	5 años al 4,95% Vto: 30/07/05	Total	Nominal amortizado	Nominal solicitado	Saldo previo a los canjes (11/07)	% del saldo solicitado	% del saldo canjeado	% adj/sol
Total		1.992,2	2.478,6	4.470,8	4339	9542	27.872	34,2	15,5	45,3
B-5 (10,10%)	0,6	1.100,0	—	1.100,0	1229	1654	4.900	33,7	25,0	74,1
O-10 (11,30%)	1,5	465,8	—	465,8	416	754	3.222	23,4	12,9	55,0
O-10 (10,30%)	1,9	426,4	—	426,4	385	598	3.235	18,5	11,8	64,0
B-5 (5,25%)	2,5	—	1.816,9	1.816,9	1756	5359	10.809	49,6	16,2	32,7
O-10 (10,90%)	3,1	—	324,6	324,6	278	574	5.303	10,8	5,2	47,9
O-10 (10,50%)	3,3	—	337,1	337,1	275	603	4.035	14,9	6,7	45,1
PRO MEMORIA B:										
Nominal emitido		2.258,0	2.503,0	4.761,0						
Saldo a 31/12/2000		10.347,0	10.283,0	20.626,0						
% emitido por canjes		21,8	24,3	23,0						

Fuente: Banco de España.

fue objeto de ampliación posteriormente, en noviembre, a tres subastas más. En conjunto, ambas tandas de canjes han cubierto objetivos similares de profundización y mejora de la liquidez del mercado de deuda, aunque haya sido distinto el segmento del mercado al que se han referido una y otra. Así, mientras que en la primera serie de canjes las emisiones entregadas por el Tesoro eran las referencias en proceso de colocación a 3 y 5 años con cupón del 4,6 % y 4,95 %, respectivamente, en la segunda, el valor emitido por el Tesoro a través del canje ha sido la obligación a diez años de cupón 5,4 % inaugurada en septiembre. Sin pretender repetir las ventajas de estos programas de reestructuración del mercado de deuda, ya descritas en otras ediciones de esta memoria, sí conviene poner en contexto la actuación llevada a cabo en 2000 en el segmento de 10 años.

Como se ha venido indicando anteriormente, la conveniencia de concentrar la emisión en un número suficientemente limitado de referencias, de cara a ser más competitivo en la captación de financiación, ha estimulado al Tesoro a acelerar la acumulación de saldo vivo de la nueva referencia a 10 años no solo mediante colocaciones de mayor tamaño, sino también mediante canjes por obligaciones antiguas con

cupones desfasados respecto a las condiciones actuales de mercado. En concreto, un 23,9 % del saldo vivo a cierre de 2000 de la obligación 5,4 % se ha puesto en circulación mediante este procedimiento.

Como en años anteriores, los canjes de deuda han posibilitado un adelanto en la asunción de costes financieros por parte del Tesoro, aunque el importe de este efecto ha sido inferior al de años anteriores, toda vez que la elevación de las rentabilidades ocurrida en 1999 ha estrechado la diferencia entre los cupones de las referencias a amortizar y los de las que se emitían en canje. Sobra con esto decir que la coyuntura presupuestaria del Estado en 2000, con un notable superávit primario, ha permitido proceder a ese inferior adelanto de intereses.

En los cuadros II.3 y II.4 se presenta un resumen global de los resultados de las subastas de canje referidas a bonos a 3 y 5 años, por un lado, y a las obligaciones a 10 años, por otro. En la primera columna, se recogen las emisiones susceptibles de canje en cada uno de los casos, ordenadas de forma creciente según su vida residual (columna siguiente), previa al inicio de esta tanda de subastas en julio. Las emi-

CUADRO II.4

**Efectivo canjeado por bonos a diez años
Año 2000**

Millones de euros

	Años vida residual en el 21/11	Nuevo bono entregado		Pro memoria A				
		10 años al 5,4% Vto: 30/07/01	Nominal amortizado	Nominal solicitado	Saldo previo a los canjes (21/11)	% del saldo solicitado	% del saldo canjeado	% adj/sol
Total		1.980,9	4.508	4.508	24.153,0	18,6	6,7	36,0
O-10 (10,00%)	4,3	278,4	1.179	1.179	5.036,0	18,6	4,3	19,0
O-10 (10,15%)	5,2	296,4	724	724	3.823,0	18,6	5,9	31,0
O-10 (8,80%)	5,4	550,3	790	790	3.437,0	18,6	13,1	57,0
O-10 (7,35%)	6,4	617,8	806	806	4.238,0	18,6	12,5	66,0
O-15 (8,20%)	8,3	174,5	486	486	5.808,0	18,6	2,4	29,0
O-15 (8,70%)	11,3	63,5	523	523	1.811,0	18,6	2,6	9,0
PRO MEMORIA B:								
Nominal emitido		2.049,0						
Saldo a 31/12/2000		8.558,0						
% emitido por canjes		23,9						

Fuente: Banco de España.

siones nuevas con carácter segregable se incluyen en las dos columnas siguientes. En la zona sombreada del cuadro se recogen los importes efectivos canjeados de las correspondientes emisiones representadas en las respectivas filas y columnas, además de los totales parciales, recogidos en negrita.

De esta forma, a medida que nos situamos más cerca del extremo superior izquierdo, el canje efectuado indica un cambio de referencias antiguas por nuevas, con una duración corta y similar. Por el contrario, en el extremo inferior derecho, el canje se refiere a emisiones con duración mayor que en el caso anterior.

El resto del cuadro, representado como dos pro memorias, incluye la correspondencia en términos nominales de los importes efectivos recogidos en la zona sombreada. De esta forma, en las siguientes columnas se incluyen (pro memoria A), sucesivamente, los importes nominales aceptados y, por tanto, amortizados de cada emisión antigua canjeada, los importes nominales solicitados al canje, los saldos nominales vivos previos a los canjes, los porcentajes solicitados respecto al saldo existente, los porcentajes aceptados del saldo vivo previo y la proporción entre lo solicitado y adjudicado de cada referencia.

De forma equivalente, en las 3 últimas filas de la parte inferior del cuadro (pro memoria B), se recogen, sucesivamente, los importes nominales emitidos de cada una de las emisiones segregables, el saldo a final del ejercicio y la proporción del saldo final emitida a través de los canjes.

Como se puede apreciar en el cuadro II.3, y al igual que sucediera en 1999, la concepción del programa de canjes a 3 y 5 años ha respetado, dentro de los términos naturales al canje, la estructura temporal de pasivos del Tesoro. Expresado de otra manera, los participantes tan solo han tenido la opción de intercambiar bonos de duración similar. En conjunto, se han llevado a cabo canjes de bonos por un montante efectivo de 4.470 millones de euros, que representan una amortización nominal de 4.339 millones de euros y una emisión de 4.761 millones de euros, asimismo en términos nominales. Como ya ocurriera en 1999, y debido básicamente a la continuidad que vienen teniendo estos programas, los importes de bonos a tres y cinco años canjeados han experimentado una nueva reducción. De entre las referencias que se canjearon en 1999, cuatro han seguido siendo amortizadas por intercambio de deuda a 3 y 5 años en 2000; en concreto, las obligaciones

CUADRO II.5

**Recompras de deuda
Año 2000**

Millones de euros

	Años vida residual en el 27/07	Pro memoria						% rec/ofe
		Efectivo	Nominal recomprado	Nominal ofertado	Saldo previo a las recompras (27/07)	% del saldo ofertado	% del saldo recomprado	
Total		5.058,0	4.859	15.708	28.617	54,9	16,9	30,9
B-3 (5,00%)	0,5	2.864,3	2.770	11.277	13.136 (a)	85,5	21,1	24,5
B-5 (8,40%)	0,7	1.535,4	1.466	3.628	5.167	70,2	28,3	40,4
B-5 (5,25%)	2,5	658,3	623	803	10.314	7,8	6,0	77,5

Fuente: Banco de España.
(a) Incluye el principal segregado.

de cupones 11,3 %, 10,3 %, 10,9 % y 10,5 %. Sin embargo, el bono con una amortización por canjes de mayor volumen en 2000 ha sido el de cupón 5,25 %, intercambiado por otro de cupón y plazo similar, el 4,95 %.

El interés por esta última operación ha correspondido a los inversores más que al Tesoro, como demuestra el que en términos porcentuales sobre el saldo previo a los canjes, la demanda de amortización del bono 5,25 % haya sido la máxima, con casi un 50 %. Sin embargo, la relación entre saldos adjudicados y solicitados demuestra que el interés natural del Tesoro en los canjes se centra en las referencias desfasadas respecto a las condiciones de mercado. En conjunto, tomando como criterio el porcentaje que han supuesto los saldos de los bonos ofrecidos en canje, en relación con los vivos previos a los mismos, demuestra el nuevo éxito del programa, al pasar de un 29,9 % en 1999 al 34,2 % en 2000. Además, la tasa de adjudicación también ha crecido, hasta el 45,3 % de media.

En el cuadro II.4 se resume información similar a la que se viene describiendo hasta ahora, esta vez para las operaciones de canje efectuadas en el segmento de diez años. Con un importe efectivo de 1.981 millones de euros, las tres subastas celebradas entre noviembre y diciembre han permitido intercambiar seis obligaciones, con cupones relativamente distantes de las condiciones de mercado actuales, por la nueva referencia a 10 años. En total, la obligación 5,4 % ha acumulado 2.049 millones de eu-

ros por esta vía de emisión. Aunque este programa también se ha saldado con un éxito en términos de los saldos ofrecidos por los inversores en los canjes (en media, 18,6 % sobre los previos), los saldos vivos tras estas operaciones permitirán la ejecución de nuevos programas.

El cuadro II.5 resume lo que ha sido una novedad del año 2000 en lo referente a operaciones de reestructuración del mercado. La concentración de vencimientos que se suele producir a finales de los meses de enero, debido a exigencias de diseño para los programas de *strips*, y, más concretamente, la que se iba a producir en el primer trimestre de 2001, aconsejó aliviar los riesgos de refinanciación asociados, mediante la recompra de los bonos que vencían. Así, en un conjunto de diez subastas se procedió, por un importe efectivo de 5.058 millones de euros, a la recompra de los bonos de cupón 5 % y 8,4 % que vencen en 2001, además del bono de cupón 5,25 % con vencimiento en enero de 2003. En relación con el desarrollo de estas subastas, cabe observar que la mayor parte del saldo vivo de los bonos que vencían en 2001 fue puesta en oferta para la amortización anticipada por parte del Tesoro, aunque la valoración con que se realizaron las pujas limitaron que el interés para este último alcanzara la misma medida, razón por la cual la tasa de adjudicación en los bonos más cortos fue inferior a aquella a la que tuvo lugar la recompra del bono de cupón 5,25 %. Sin embargo, el grueso de las amortizaciones anticipadas se concentró en los dos primeros bonos.

III. Mercado secundario de deuda anotada del Estado

III.1. DESCRIPCIÓN GENERAL

Frente a la reducción experimentada por la contratación en el mercado de deuda anotada del Estado en 1999, primer año de la Tercera Fase de la Unión Monetaria, resulta destacable la recuperación observada en el año 2000, por dos motivos. En efecto: por un lado, la negociación, que alcanzó los 13,8 billones de euros, creció un 5,3 %, con lo que se puede afirmar que este mercado se ha afianzado en el nuevo entorno más competitivo propiciado por la moneda común; por otro, frente a un ligero descenso de la contratación de terceros, los volúmenes negociados entre titulares —agentes que, en principio, responden rápidamente a las citadas variaciones en su marco de actuación— crecieron un 31 %. Así, tanto el aumento de la negociación como su composición suponen un respaldo notable para el mercado español de deuda.

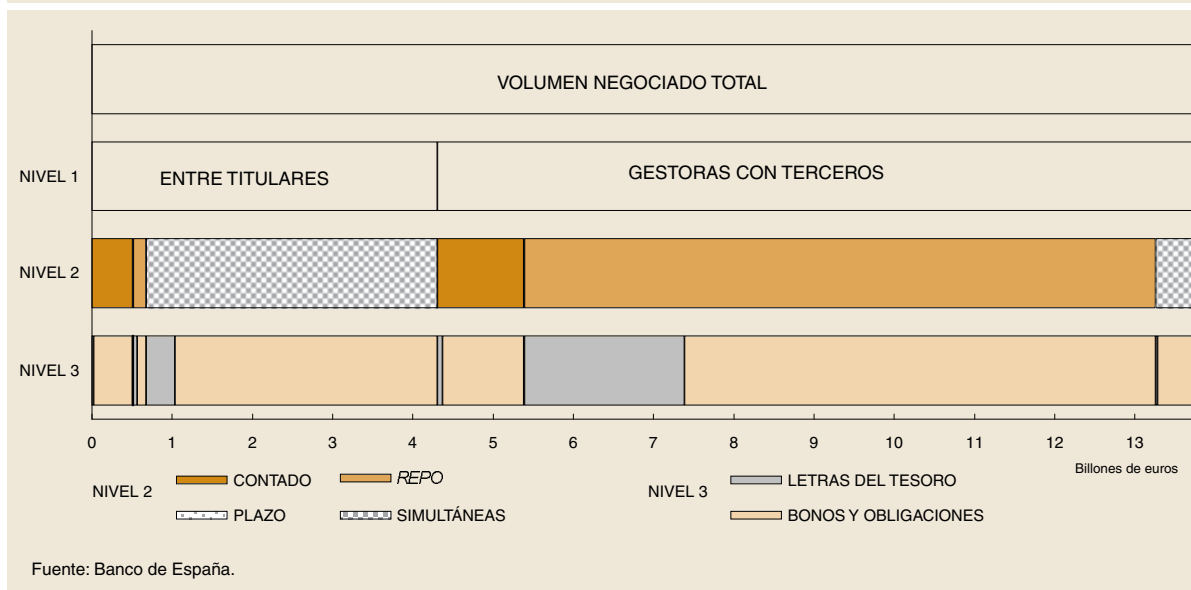
Como en ediciones anteriores de esta publicación, resulta conveniente realizar dos consideraciones sobre la información que se ofrece en este capítulo. En primer lugar, las cifras utilizadas para su elaboración tienen cierto grado de provisionalidad, de manera más acusada en el tramo de negociación con terceros; no obstante, teniendo en cuenta los grados habituales de revisión, las posibles desviaciones respecto a las cifras definitivas son poco relevantes para la descripción general de la evolución del mercado de deuda pública anotada.

En segundo lugar, en este capítulo no está incluida la negociación realizada en el ámbito bursátil, que alcanzó los 5,8 mm de euros, de los que 2,1 mm correspondieron a bonos y obligaciones y el resto a letras del Tesoro. Como puede apreciarse, se trata de cifras ciertamente reducidas y que carecen de importancia en el conjunto del mercado de deuda; además, es preciso puntualizar que no puede hablarse estrictamente de negociación, puesto que generalmente se trata de operaciones extrabursátiles que se recogen en el sistema bursátil para su registro y liquidación.

La negociación entre titulares se situó en los 4,3 billones de euros en el 2000, lo que supuso el citado crecimiento del 31 % respecto a los volúmenes cruzados en 1999 (3,3 billones). Por su parte, la negociación con terceros registró un nuevo descenso, cifrado en el 3,4 %, y alcanzó los 9,5 billones de euros. Con estas evoluciones de signo contrario, la negociación entre titulares gana un mayor peso cuantitativo en el mercado de deuda anotada, del que ya supone el 31 % de la contratación.

En lo que se refiere a los instrumentos negociados, en el año 2000 la negociación con

Mercado secundario de deuda anotada 2000



letras del Tesoro supuso el 18 % de los volúmenes cruzados, mientras que el resto de la contratación, a excepción del 0,7 % correspondiente a principales y cupones segregados, se realizó con bonos y obligaciones.

Atendiendo al tipo de operación contratada, hay que señalar que los *repos* siguen suponiendo casi el 60 % de la negociación, mientras que las operaciones simultáneas superan ligeramente el 30 %. Dado que la negociación a plazo es poco significativa, las operaciones al contado representan aproximadamente el 10 % restante del mercado.

En el gráfico III.1 se muestra el desglose de la contratación del mercado de deuda anotada entre los segmentos de titulares y de terceros («Nivel 1»), entre los distintos tipos de operaciones («Nivel 2») y entre los distintos instrumentos contratados (1) («Nivel 3»).

Como nota especialmente destacada en la descripción del mercado de deuda anotada cabe mencionar el protagonismo adquirido durante el pasado año por los titulares no residentes en la negociación al contado de bonos y obligaciones.

III.2. NEGOCIACIÓN ENTRE TITULARES

La negociación entre titulares ascendió en el año 2000 a 4,3 billones de euros, lo que supo-

(1) Dado su reducido volumen, la contratación de principales y cupones segregados se ha sumado a la correspondiente a bonos y obligaciones para evitar un excesivo número de divisiones en el último nivel del gráfico.

ne un crecimiento del 30,9 % desde los 3,3 billones contratados en el año inmediatamente anterior. Este avance es todavía más significativo si se considera que los volúmenes cruzados en este tramo del mercado se mantenían casi estables desde 1997.

La composición de esta variación no es homogénea, ya que frente a un crecimiento del 36,9 % en la actividad con bonos y obligaciones —que alcanza los 3,9 billones de euros—, la negociación de letras del Tesoro se redujo en un 5,4 %, hasta los 0,4 billones, y la correspondiente a instrumentos segregados en un 8,5 %, con unos volúmenes cruzados de tan solo 11 mm de euros.

Respecto al tipo de operación, las operaciones simultáneas crecieron en 2000 un 36,6 %, mientras que las operaciones al contado, que en los últimos años se han caracterizado por una gran estabilidad, aumentaron un 2,6 %. Por su parte, las operaciones a plazo cayeron en un 10,4 % y totalizaron unos muy reducidos volúmenes de negociación (8,6 mm de euros), mientras que las operaciones *repo*, que acumularon una negociación de 155 mm de euros, registraron un aumento del 24,3 %.

De este modo, la contratación de bonos y obligaciones supuso en el año 2000 el 89,8 % de los volúmenes negociados en este tramo del mercado, mientras que el resto corresponde básicamente a la negociación con letras del Tesoro. Atendiendo al tipo de operación, las simultáneas acumularon en el pasado año el 84,3 % de

CUADRO III.1

**Negociación entre titulares
Año 2000**

mm de euros

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total	
	Volumen	Variación s/ 1999 (%)	Volumen	Variación s/ 1999 (%)	Volumen	Variación s/ 1999 (%)	Volumen	Variación s/ 1999 (%)	Volumen	Variación s/ 1999 (%)
Total	512,1	2,6	8,6	-10,4	154,7	24,3	3.636,3	36,6	4.311,7	30,9
Ciego	221,6	14,7	0,0	—	0,0	—	0,0	—	221,6	14,7
2º Escalón	290,6	-5,0	8,6	-10,4	154,7	24,3	3.636,3	36,6	4.090,2	31,9
Letras del Tesoro	21,8	-30,9	1,7	-15,4	42,4	-43,7	362,2	5,4	428,2	-5,4
Ciego	0,0	—	0,0	—	0,0	—	0,0	—	0,0	—
2º Escalón	21,8	-30,9	1,7	-15,4	42,4	-43,7	362,2	5,4	428,2	-5,4
Bonos y obligaciones	484,3	5,5	6,8	-0,2	112,2	128,4	3.269,2	41,2	3.872,6	36,9
Ciego	218,6	15,4	0,0	—	0,0	—	0,0	—	218,6	15,4
2º Escalón	265,7	-1,4	6,8	-0,2	112,2	128,4	3.269,2	41,2	3.654,0	38,4
Principales y cupones	6,0	-27,5	0,1	-89,7	—	—	4,9	66,3	11,0	-8,5
Ciego	3,0	-20,6	0,0	—	—	—	0,0	—	3,0	-20,6
2º Escalón	3,0	-33,4	0,1	-89,7	—	—	4,9	66,3	8,0	-2,9

Fuente: Banco de España.

la contratación, mientras que las operaciones al contado supusieron el 11,9 %.

En el cuadro III.1 se muestra el desglose de la negociación entre titulares, por tipo de operación e instrumento, junto con las variaciones porcentuales en relación con la contratación de 1999; en el cuadro III.2 se detallan las correspondientes cuotas de negociación para los años 1999 y 2000; por último, el gráfico III.2 muestra la estructura de la negociación entre titulares (2). Estos dos cuadros y este gráfico sirven de apoyo a la lectura de esta sección.

Dada la poca importancia cuantitativa de las operaciones a plazo, el resto de la sección se dedica a comentar los otros tres tipos de operaciones, esto es, las operaciones al contado, las operaciones *repo* y las operaciones simultáneas.

III.2.1. Operaciones simples al contado

La negociación al contado, que creció un 2,6 %, ascendió a 512 mm de euros en el año 2000, de los que 484 mm se cruzaron con bonos y obligaciones, 22 mm con letras del Tesoro y 6 mm con principales y cupones segregados.

En el caso de la contratación con bonos y obligaciones cabe señalar que son ya varios los años en que la negociación en el segundo es-

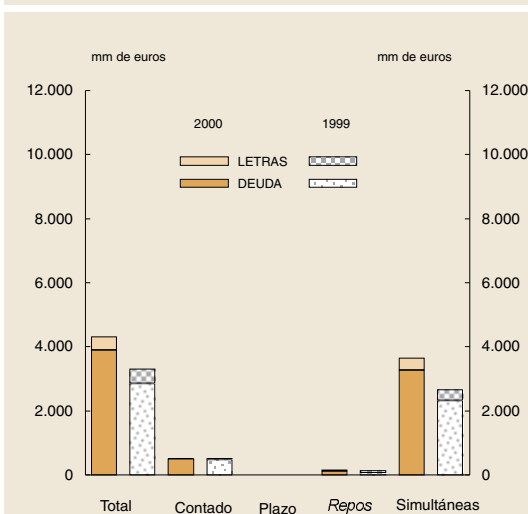
(2) Con el objetivo de facilitar las comparaciones, la escala de este gráfico es idéntica a la utilizada en el gráfico III.6, dedicado a la negociación con terceros.

calón supera claramente a la registrada en el tramo ciego. En efecto: en el 2000, en este último ámbito del mercado se cruzó el 45 % de los volúmenes contratados en este tipo de operaciones.

En la parte superior del gráfico III.3 se representan las rentabilidades negociadas en opera-

GRÁFICO III.2

Negociación entre titulares (a)



Fuente: Banco de España.

(a) Con el fin de facilitar las comparaciones, la escala utilizada en este gráfico es idéntica a la del gráfico III.6 referente a la negociación con terceros.

CUADRO III.2

Cuotas de negociación entre titulares (a)

%

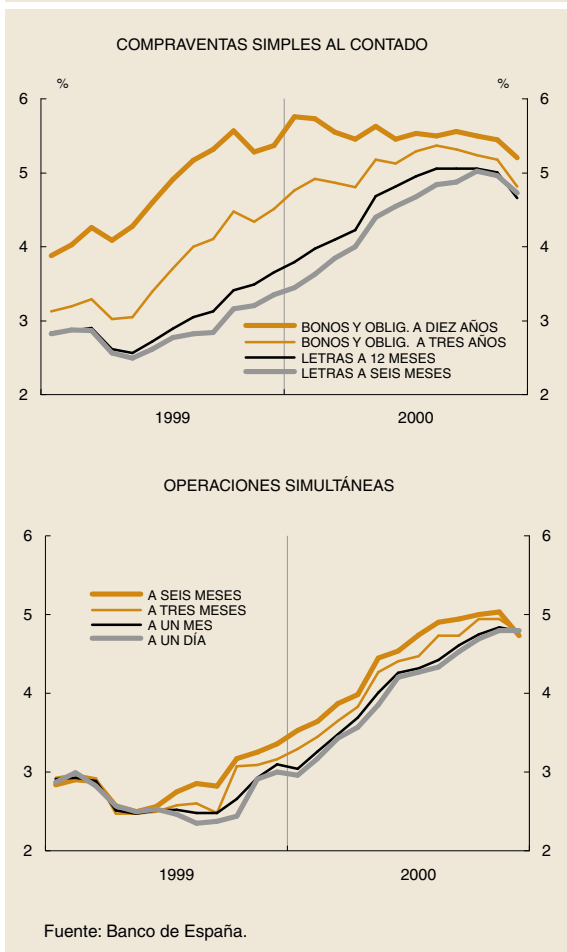
	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total	
	1999	2000	1999	2000	1999	2000	1999	2000	1999	2000
Total	15,1	11,9	0,3	0,2	3,8	3,6	80,8	84,3	100,0	100,0
Ciego	5,9	5,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,9	5,1
2º Escalón	9,3	6,7	0,3	0,2	3,8	3,6	80,8	84,3	94,1	94,9
Letras del Tesoro	1,0	0,5	0,1	0,0	2,3	1,0	10,4	8,4	13,7	9,9
Ciego	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2º Escalón	1,0	0,5	0,1	0,0	2,3	1,0	10,4	8,4	13,7	9,9
Bonos y obligaciones	13,9	11,2	0,2	0,2	1,5	2,6	70,3	75,8	85,9	89,8
Ciego	5,8	5,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,8	5,1
2º Escalón	8,2	6,2	0,2	0,2	1,5	2,6	70,3	75,8	80,1	84,7
Principales y cupones	0,2	0,1	0,0	0,0	—	—	0,1	0,1	0,2	0,3
Ciego	0,1	0,1	0,0	0,0	—	—	0,0	0,0	0,1	0,1
2º Escalón	0,1	0,1	0,0	0,0	—	—	0,1	0,1	0,1	0,2

Fuente: Banco de España.

(a) Porcentajes sobre la negociación total entre titulares.

GRÁFICO III.3

Mercado entre titulares
Tipos de interés



ciones al contado a diferentes plazos. Puede observarse un comportamiento diferenciado, en los diez primeros meses del año 2000, en la evolución de dichas rentabilidades en función del plazo, de forma que cuanto más corto es el plazo mayor tendencia creciente ha registrado la rentabilidad correspondiente. De hecho, en el plazo de diez años, este comportamiento alcista no existe.

Por el contrario, en los dos últimos meses del año las rentabilidades, independientemente del plazo, evolucionan claramente a la baja. Gracias a este recorte, la rentabilidad a diez años en el conjunto del año 2000 registró un ligero recorte y cerró el año en torno al 5,20 %.

Así, la curva de rendimientos al acabar el año 2000 se había aplanado significativamente, desde la situación en que comenzó dicho ejercicio, gracias a la elevación de los tipos a corto plazo.

Nuevamente, al igual que sucedió en 1999, la contratación de bonos y obligaciones experimentó un moderado avance, cifrado en el 5,5 %, para situarse, como se ha mencionado más arriba, en los 484 mm de euros. Este crecimiento se produjo a pesar de un ligero descenso, 1,4 %, en la negociación en el segundo escalón y gracias al aumento del 15,4 % de la contratación en el mercado ciego.

La concentración de la negociación al contado en varias referencias, característica común a todos los mercados desarrollados de deuda pública, se ha reducido ligeramente en relación con el año 1999. No obstante, las tres

emisiones más negociadas acumularon el 45 % de los volúmenes contratados y el 46 % de las operaciones; estas emisiones fueron la obligación con cupón 4 % y vencimiento en enero de 2010, el bono con cupón 3 % y vencimiento en enero de 2003 y el bono con cupón 3,25 % y vencimiento en enero de 2005. En concreto, la contratación en la primera de las referencias citadas supuso un 27 % de la negociación al contado entre titulares con bonos y obligaciones.

Respecto a la participación de los distintos grupos de agentes en este tramo del mercado, como ya se ha adelantado en la descripción general del mercado, la nota más destacada es la notable presencia de los titulares no residentes, que con su actividad han restado protagonismo a los bancos residentes. En efecto: mientras que en 1999 los bancos residentes suponían algo más del 60 % de los volúmenes contratados, tanto en el lado vendedor como en el comprador, en 2000 su participación se redujo hasta el entorno del 37 %. Por el contrario, los titulares no residentes han aumentado su cuota en este tramo del mercado desde el 6 % hasta cerca del 36 %, con lo que su peso es comparable al de los bancos residentes.

Por su parte, las cajas de ahorros mantienen su participación en el mercado, en términos de volúmenes cruzados, alrededor del 20 %, mientras que las sociedades de valores han visto reducida su cuota desde el 9 % hasta las cercanías del 6,5 %.

En la parte izquierda del gráfico III.4 se representa la información facilitada anteriormente. Por un lado, el gráfico superior recoge los desgloses del lado comprador y del lado vendedor de este segmento de contratación; por otro, el gráfico inferior muestra los porcentajes de participación de cada grupo de entidades, calculados como la suma de los volúmenes comprados y vendidos dividida por el doble de la negociación total.

Por lo que respecta a las letras del Tesoro, hay que reseñar que en el año 2000 se produjo un nuevo descenso en su contratación al contado entre titulares; con una reducción del 30,9 %, los volúmenes cruzados alcanzaron solamente los 21,8 mm de euros. La composición de este tramo de negociación se halla representada en la parte derecha del gráfico III.4 y no ha registrado novedades en relación con 1999. Los bancos, con una cuota del 65 %, son el grupo más activo; detrás de ellos se encuentran las cajas de ahorros y los titulares no residentes, con unas participaciones respectivas del 24 % y del 4 %.

Finalmente, en este apartado hay que recoger que las apreciaciones efectuadas en la edición del año anterior respecto a la negociación de principales y cupones segregados se han visto confirmadas, puesto que se ha producido un descenso superior al 27 % en la contratación de estos instrumentos, de forma que las operaciones cruzadas tan solo han totalizado 6 mm de euros.

III.2.2. Operaciones *repo*

La contratación en *repo* creció en el año 2000 un 24,3 % y se situó en los 155 mm de euros, de los que 112 mm se cruzaron con bonos y obligaciones y el resto con letras del Tesoro. Se trata de volúmenes muy reducidos de actividad, lo que hace que la negociación entre titulares sea cada vez de forma más nítida un tramo de operaciones al contado y, fundamentalmente, de operaciones simultáneas.

Los plazos de estas operaciones son muy cortos: los volúmenes negociados a un día con bonos y obligaciones suponen el 94 %, mientras que en el caso de las letras del Tesoro esta cifra se sitúa en el 93 %. Los volúmenes negociados a plazos superiores al mes no alcanzan, independientemente del instrumento negociado, el 1 % de la contratación en operaciones *repo*.

El hecho más característico en la negociación de operaciones *repo*, con independencia del instrumento utilizado, es que el lado vendedor se halla dominado casi en exclusiva por los bancos, mientras que en el lado comprador se encuentran sociedades de valores y, fundamentalmente, fondos de inversión.

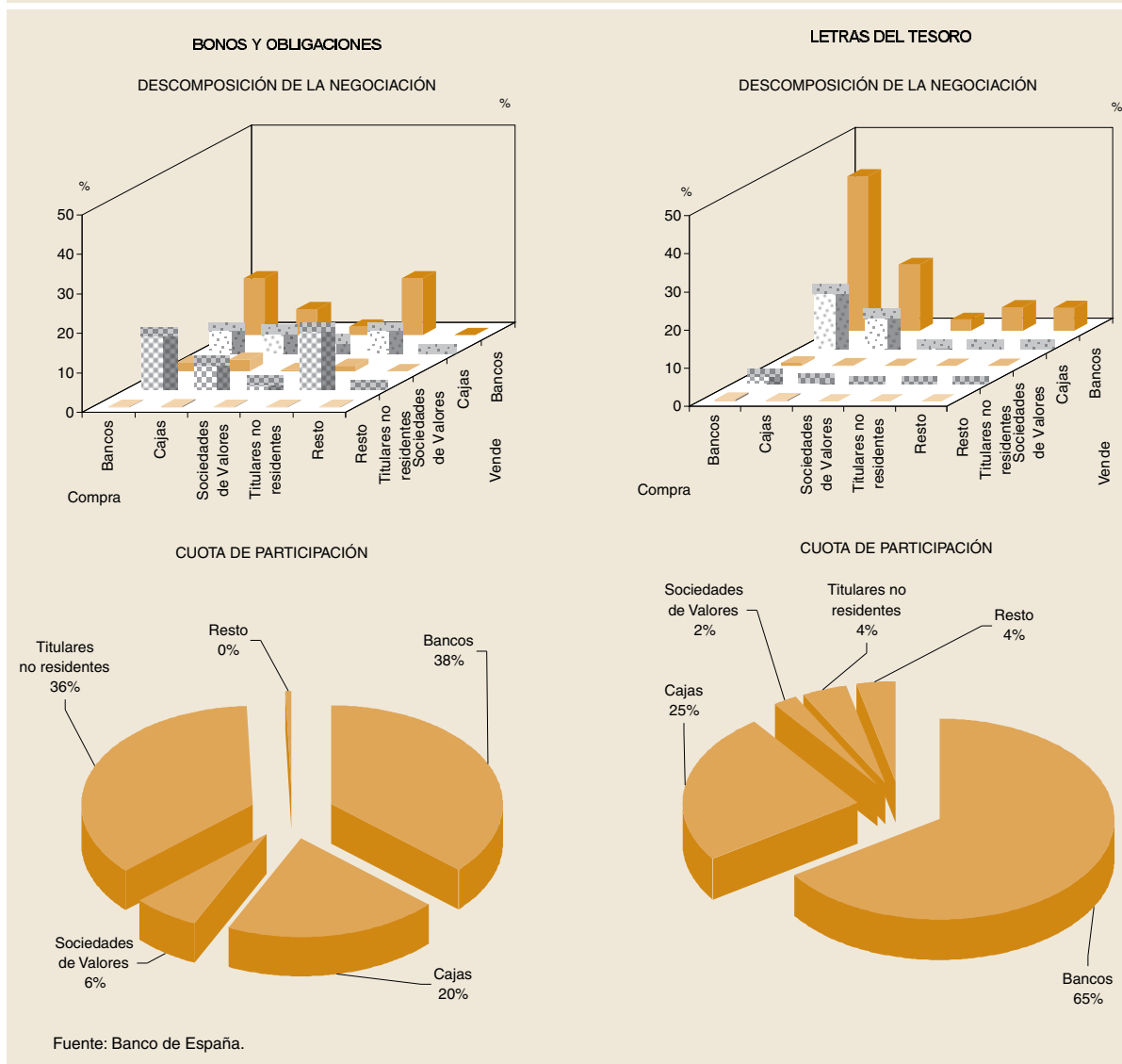
III.2.3. Operaciones simultáneas

La contratación entre titulares de operaciones simultáneas experimentó el pasado año un notable crecimiento, cifrado en el 36,6 %, y alcanzó los 3,6 billones de euros. De ellos, 3,3 billones correspondieron a bonos y obligaciones —con un crecimiento del 41,2 %— y 0,3 billones, a letras del Tesoro —con un avance más moderado del 5,4 %—. Por su parte, y a pesar del aumento que experimentó, la negociación con instrumentos segregados, que alcanzó los 4,9 mm de euros, volvió a mantenerse en niveles muy reducidos.

Dentro del tramo de titulares, las operaciones simultáneas supusieron en el año 2000 un 84,3 % de la contratación y, en concreto, las realizadas con bonos y obligaciones superaron li-

GRÁFICO III.4

Operaciones al contado



geramente más de las tres cuartas partes del mercado.

Las operaciones simultáneas, al igual que lo que sucede con las operaciones *repo*, tienen plazos muy cortos de ejecución. En efecto: en el caso de las realizadas con bonos y obligaciones, el 73,6 % de los volúmenes se contratan a un día, y los importes negociados a más de un mes no alcanzan el 2 %. Cuando son las letras del Tesoro el instrumento intercambiado, estas cifras se sitúan, respectivamente, en 79 % y 4 %.

En la parte inferior del gráfico III.3 puede observarse la evolución de las rentabilidades negociadas en operaciones simultáneas a los plazos de un día, un mes, tres meses y seis meses. Resulta evidente que estas cuatro ren-

tabilidades, y en especial la correspondiente al plazo más corto, han ido recogiendo a lo largo del año las seis subidas que el BCE decidió para su tipo de referencia, desde el 3 % hasta el 4,75 % en que acabó el ejercicio pasado.

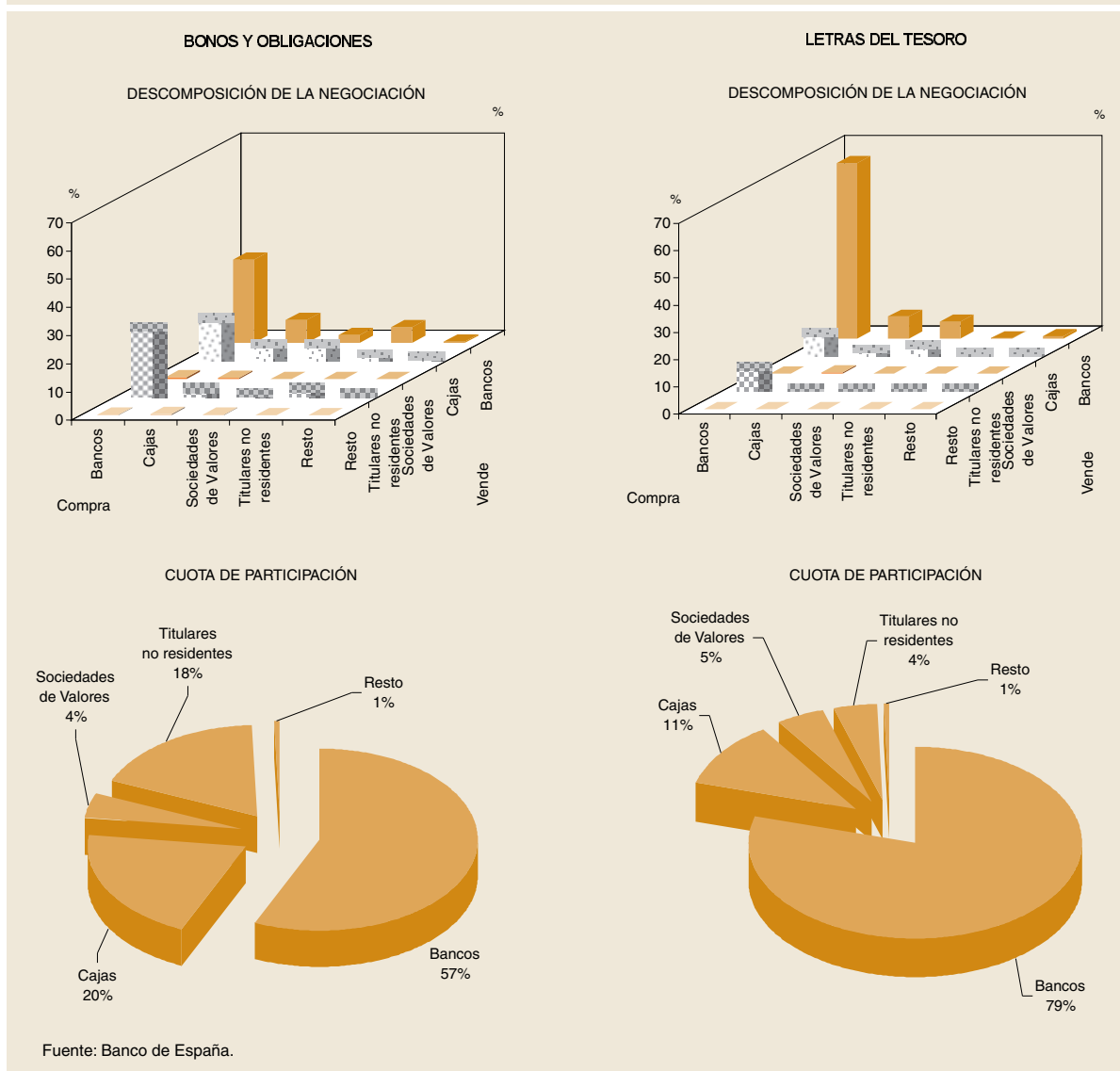
El gráfico III.5, elaborado con los mismos criterios del gráfico III.4 (3), ilustra la descomposición por grupos de agentes de la contratación de operaciones simultáneas con bonos y obligaciones y con letras del Tesoro.

En el caso de simultáneas con bonos y obligaciones, los bancos suponen el 67 % del lado

(3) Únicamente hay que tener en cuenta que los conceptos de comprador y de vendedor hacen referencia a la primera compraventa de la operación.

GRÁFICO III.5

Operaciones simultáneas



comprador, seguidos por las cajas de ahorros, con un 15 % de cuota, y por los titulares no residentes, con un 9 %. Los bancos, con una participación del 46 %, son también los principales actores en el lado vendedor; tras ellos se sitúan los titulares no residentes y las cajas de ahorros, con cuotas del 27 % y del 25 %, respectivamente.

En la negociación con letras del Tesoro, el dominio de los bancos es mayor, puesto que acumulan casi el 80 % tanto del lado comprador como del vendedor. El resto del lado comprador corresponde a cajas de ahorros, con una participación del 10 %, y a sociedades de valores, con una cuota del 9 %; por su parte, en el resto del lado vendedor se hallan las cajas y los titulares no residentes, con cuotas respectivas del 12 % y del 8 %.

III.2.4. Transferencias de valores

Las transferencias de valores, aunque originadas por operaciones de terceros, suponen trasposos entre las cuentas de valores de los titulares de cuentas o entidades gestoras. Las transferencias de valores son necesarias cuando se producen, bien operaciones entre terceros que tienen sus saldos anotados en distintas gestoras, bien cuando un tercero opera con un titular de cuenta, gestora o no, distinto a la entidad gestora en la que el tercero mantiene sus saldos de deuda anotada.

En el año 2000 se ha quebrado la tendencia de los últimos años, ya que se ha producido un notable aumento del número de transferencias realizadas. En efecto: frente a las 125.716

transferencias efectuadas en 1999, en el año 2000 se realizaron 185.894, lo que supone un aumento del 48 %.

Asimismo, se produjo un aumento muy considerable en los volúmenes transferidos, que pasaron de los 571 mm de euros en 1999 hasta los 1.503 mm en el año 2000.

En los últimos años se ha mantenido una constante como es el aumento del importe medio por transferencia. En el caso de las transferencias de letras del Tesoro, el importe medio ha pasado de 1,9 millones de euros en 1999 hasta los 2,6 millones en el año 2000; en el caso de los bonos y obligaciones, el importe medio ha crecido desde los 5,7 millones de euros hasta los 10,9 millones. Por último, en el caso de los instrumentos segregados, principales y cupones, el importe medio por transferencia ascendió en el año 2000 a 16,1 millones de euros, desde los 5,3 millones en que se situaba en 1999.

En el pasado año, las transferencias de bonos y obligaciones recuperaron la importancia cuantitativa de años anteriores, ya que supusieron el 87 % de los volúmenes transferidos y el 65 % del total de transferencias realizadas. Atendiendo al tipo de transferencia, las realizadas con orden de retorno siguen siendo mayoritarias en número, puesto que suponen el 72 % del total de transferencias; sin embargo, en términos de volúmenes transferidos son las realizadas a vencimiento las más importantes, puesto que suponen el 79 % del total.

III.3. NEGOCIACIÓN CON TERCEROS

La negociación con terceros volvió a registrar un descenso en el año 2000, si bien más moderado que el experimentado en 1999. En efecto: frente a la caída del 12,7 % del año 1999, durante el pasado ejercicio la reducción fue de tan solo el 3,4 %. Con esta evolución, los volúmenes cruzados se situaron en los 9,5 billones de euros.

Por tipo de instrumento, la negociación aumentó en el tramo de las letras del Tesoro en un 1,4 % y sus volúmenes contratados se situaron en los 2,1 billones de euros. También se registró un avance en la contratación de principales y cupones segregados, que totalizó los 82 mm de euros. Por el contrario, la negociación con bonos y obligaciones, que sumó 7,3 billones de euros, registró una caída del 5,6 %.

Tras estas variaciones, la cuota de la negociación de bonos y obligaciones en la contratación total con terceros descendió ligeramente y

se situó en el 77,2 %. Por el contrario, la participación de la negociación con letras del Tesoro aumentó un punto y supone el 21,9 %, mientras que la contratación de instrumentos segregados paso de una cuota del 0,2 % en 1999 al 0,9 % en el año 2000.

Por tipo de operación, tanto la negociación al contado como las operaciones simultáneas registraron considerables descensos: 18,6 % y 39,1 %, respectivamente. Todavía mayor, en términos porcentuales, fue el experimentado por las operaciones a plazo, que cayeron más de un 70 %; sin embargo, esta evolución, dados los bajos niveles de negociación (8,4 mm de euros), es menos significativa que las anteriores. Finalmente, las operaciones *repo*, única forma de negociación que registró aumentos en los volúmenes contratados, creció un 3,5 %.

En este ámbito de negociación, son estas últimas operaciones las que dominan el mercado, con una cuota del 83 %, mientras que las operaciones al contado y las simultáneas se sitúan a gran distancia, con participaciones del 11,3 % y del 5,6 %, respectivamente.

Los cuadros III.3 y III.4 recogen la misma información para este ámbito de negociación que la que facilitaban los cuadros III.1 y III.2 para la contratación entre titulares; del mismo modo, el gráfico III.6 se ha construido con los mismos criterios que el gráfico III.2.

Tal y como se ha comentado en ediciones anteriores de esta memoria, a pesar de que se dispone de la información relativa a los diferenciales que las entidades gestoras cargan a sus clientes en relación con las operaciones registradas en el ámbito de titulares, la carencia de datos sobre comisiones cobradas en las operaciones impide la realización de una valoración del coste efectivo para los clientes.

III.3.1. Operaciones simples al contado

La contratación al contado, que se concentró en bonos y obligaciones, totalizó 1,1 billones de euros. Los volúmenes cruzados con letras del Tesoro y con instrumentos segregados fueron muy reducidos: 58 mm y 10 mm de euros, respectivamente. Esta negociación supone en conjunto una reducción del 18,6 % en esta operativa, con lo que su participación sobre el conjunto de la negociación con terceros desciende desde el 13,4 % de 1999 hasta el 11,3 % en el año 2000.

En la negociación de letras del Tesoro y de principales y cupones segregados, las entidades gestoras dan contrapartida en nombre pro-

CUADRO III.3

**Negociación con terceros
Año 2000**

mm de euros

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total	
	Volumen	Variación s/ 1999 (%)	Volumen	Variación s/ 1999 (%)	Volumen	Variación s/ 1999 (%)	Volumen	Variación s/ 1999 (%)	Volumen	Variación s/ 1999 (%)
Total	1.073,3	-18,6	8,4	-70,2	7.865,0	3,5	530,5	-39,1	9.477,2	-3,4
Letras del Tesoro	57,7	19,7	0,4	-62,0	1.993,2	0,0	28,8	299,8	2.080,2	1,4
Bonos y obligaciones	1.005,9	-19,9	7,5	-71,6	5.803,1	3,8	498,4	-42,2	7.314,9	-5,4
Principales y cupones	9,7	-29,2	0,5	-33,3	68,7	347,0	3,2	131,3	82,1	162,9

Fuente: Banco de España.

pio a sus clientes en, aproximadamente, el 80 % de los volúmenes contratados; en el 20 % restante se trata de operaciones registradas por orden conjunta de las partes. Estos porcentajes son notablemente diferentes en el caso de las operaciones con bonos y obligaciones: 65 % y 35 %, respectivamente. En la actuación más especializada en la negociación de bonos y obligaciones por parte de los inversores institucionales reside la explicación de este comportamiento diferenciado.

La actividad de este tipo de inversores operando entre sí y comunicando sus operaciones a una gestora para que esta las registre se ve confirmada también por los volúmenes medios de las operaciones, que, independientemente del instrumento negociado, son mayores en las operaciones registradas por orden conjunta de las partes que en aquellas en que la entidad gestora da contrapartida en nombre propio. En el primer tipo de intermediación los importes medios se sitúan en 14,7 millones de euros en bonos y obligaciones, 12,5 millones de euros en letras del

Tesoro y 4,5 millones de euros en instrumentos segregados; estas cifras, para el caso en que la gestora da contrapartida en nombre propio, se sitúan, respectivamente, en 8,4 millones de euros, 1,5 millones de euros y 2,5 millones de euros.

Finalmente, en la negociación al contado con terceros también existe un elevado grado de concentración por emisiones, si bien es inferior al observado en la negociación entre titulares. A modo de ilustración, basta con decir que mientras que la referencia más negociada entre titulares suponía el 27 % de la negociación al contado en ese ámbito, en el tramo de terceros la referencia más intercambiada acumulaba el 15 % de la contratación.

III.3.2. Operaciones repo

La contratación de operaciones *repo* con terceros creció un 3,5 % en el año 2000 y totalizó 7,9 billones de euros. Como ya se ha

CUADRO III.4

Cuotas de negociación con terceros (a)

%

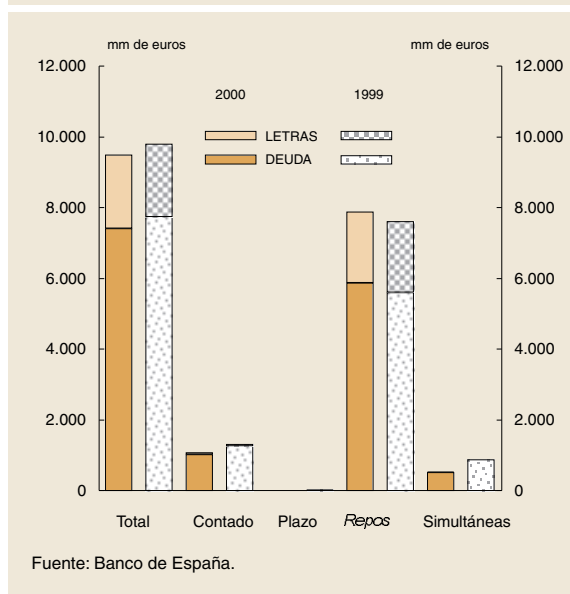
	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total	
	1999	2000	1999	2000	1999	2000	1999	2000	1999	2000
Total	13,4	11,3	0,3	0,1	77,4	83,0	8,9	5,6	100,0	100,0
Letras del Tesoro	0,5	0,6	0,0	0,0	20,3	21,0	0,1	0,3	20,9	20,9
Bonos y obligaciones	12,8	10,6	0,3	0,1	56,9	61,2	8,8	5,3	78,8	78,8
Principales y cupones	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,7	0,0	0,0	0,2	0,2

Fuente: Banco de España.

(a) Porcentajes sobre la negociación total con terceros.

GRÁFICO III.6

Negociación con terceros



adelantado, esta operativa, con un 83 % de cuota, domina, desde el punto de vista de los volúmenes cruzados, el ámbito de la negociación con terceros. Esta contratación se realiza en un 74 % con bonos y obligaciones, en un 25 % con letras del Tesoro y en el 1 % restante con principales y cupones segregados.

En esta contratación, las gestoras dan contrapartida en nombre propio en más del 90 % de los volúmenes cruzados, con independencia del instrumento negociado. El importe medio por operación se sitúa en los 2,6 millones de euros en el caso de los bonos y obligaciones, 2 millones en el caso de las letras y 4,9 millones en el caso de los principales y cupones segregados.

Al igual que en el caso de la negociación entre titulares, en este ámbito los plazos de las operaciones *repo* son también muy cortos: a un día se realizó el 87 % de la contratación, mientras que a más de un mes los importes cruzados no alcanzaron el 1 % del total.

III.3.3. Operaciones simultáneas

El importe negociado en operaciones simultáneas con terceros durante el pasado año ascendió a 530 mm de euros; así, se mantiene el rápido descenso en esta operativa, ya que al 50 % de caída registrada en 1999 se añade el recorte del 39 % observado en el año 2000. Con esta evolución, las operaciones simultáneas solo representan el 5,6 % de la contratación con terceros. Esta actividad se desarrolla principalmente con bonos y obligaciones, ya que la negociación con letras del Tesoro y con instrumentos segregados es muy pequeña: 29 mm y 3 mm de euros, respectivamente.

A diferencia de lo que ocurre en el caso de los *repos*, el importe medio por operación simultánea es muy elevado. Concretamente, en el caso de bonos y obligaciones asciende a 34 millones de euros, mientras que en el caso de las letras del Tesoro se sitúa en los 85 millones de euros. Este volumen medio es muy inferior cuando se trata de operaciones realizadas con instrumentos segregados puesto que se halla en casi 7 millones de euros.

En lo que se refiere a los plazos de negociación hay que señalar que las operaciones simultáneas se concentran en los plazos cortos, si bien en menor medida que las operaciones *repo*; en efecto: a un día se cruzó el 53 % de los volúmenes contratados en cualquiera de los instrumentos disponibles en operaciones simultáneas.

IV. Distribución de saldos por grupos de agentes

IV.1. DISTRIBUCIÓN DE SALDOS VIVOS

Durante el pasado año 2000 se han mantenido los rasgos observados en el año 1999, en varios sentidos. Por un lado, las rentabilidades negociadas, salvo en los dos últimos meses, han tenido una tendencia claramente alcista. Por otro, el saldo vivo de letras del Tesoro ha experimentado una nueva reducción, cifrada en 8,4 mm de euros, mientras que el correspondiente a bonos y obligaciones ha aumentado en 18,4 mm y el relativo a deuda segregada ha crecido 1,6 mm.

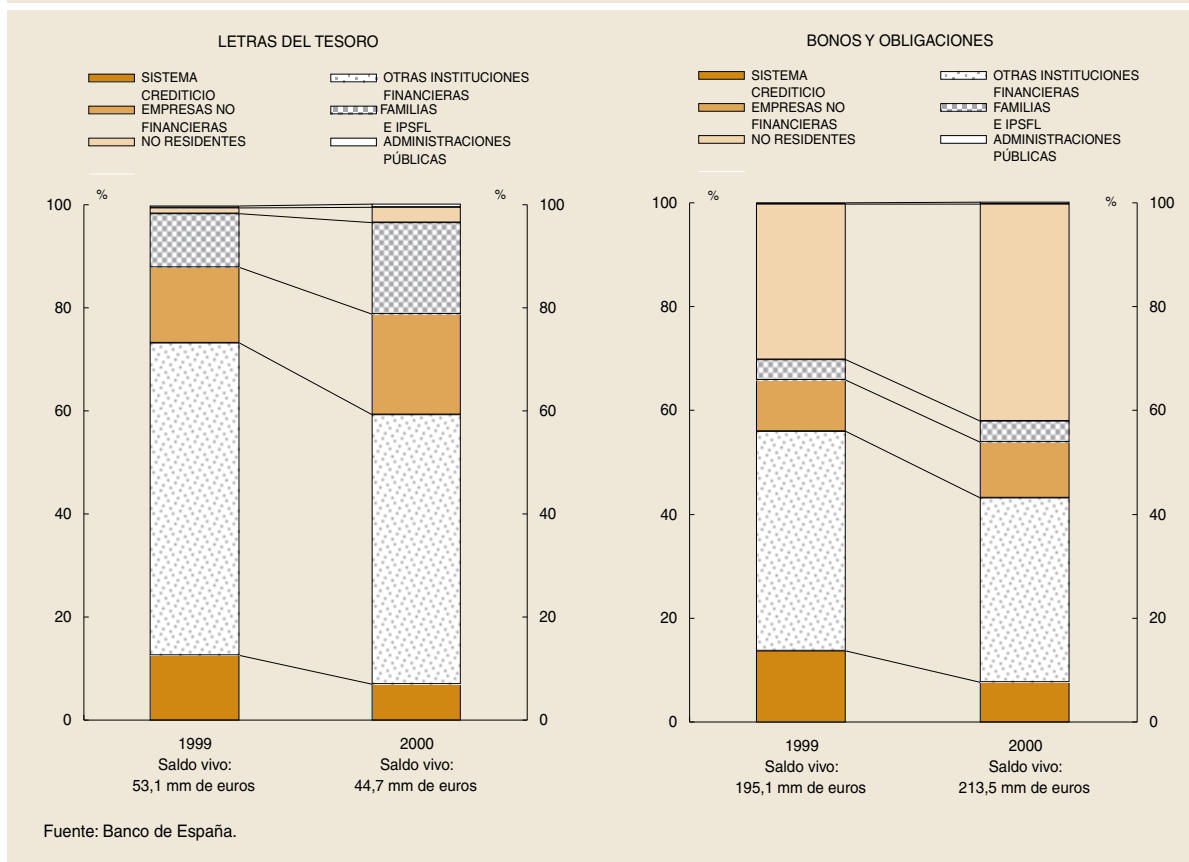
Finalmente, se han mantenido la actitud claramente inversora por parte de los no residentes y la evolución de sentido contrario en los fondos de inversión. Para ilustrar el primero de los hechos basta con decir que las tenencias de bonos y obligaciones en poder de no residentes alcanzan el 41,9 % del saldo vivo de bonos y obligaciones, con un aumento de casi doce puntos porcentuales respecto a 1999; respecto al segundo, los fondos de inversión redujeron su inversión en este tipo de activos desde el 27,3 % del saldo en 1999 hasta el 21,5 % del saldo en el año 2000, lo que significa una desinversión absoluta de 9,2 mm de euros.

Esta desinversión por parte de los fondos también se ha producido en el caso de las letras del Tesoro. En efecto: con una caída de 10,2 mm en sus tenencias, los fondos de inversión mantenían al cierre del año 2000 el 37,3 % del saldo de letras del Tesoro en sus carteras, frente al 50 % que tenían al concluir 1999.

Si a este grupo de agentes se le añaden los fondos de pensiones, las empresas de seguros y las entidades de previsión social, las sociedades de valores y los fondos de garantía de depósitos, sus tenencias se situarían en el 52,4 % del saldo vivo de letras del Tesoro y en el 35,6 % del saldo de bonos y obligaciones. Este conjunto de otras instituciones financieras registró en el año 2000 una caída global menos acusada que la de los fondos de inversión, puesto que el resto de agentes incluidos en este grupo han tenido una actitud moderadamente inversora.

Aunque con carteras mucho más reducidas, se puede señalar que se han producido ligeros aumentos en las carteras de las empresas no financieras y de las familias: 3,8 mm y 3,7 mm de euros, respectivamente, en el conjunto de instrumentos. Finalmente, el sistema crediticio, dada su actividad intermediadora, ha servido de contrapartida al resto de movimientos y, por tanto, ha registrado descensos en sus tenen-

Deuda anotada del Estado Distribución porcentual de saldos registrados



cias: 3,6 mm en letras del Tesoro, 10,5 mm en bonos y obligaciones y 0,7 mm en instrumentos segregados.

Las variaciones comentadas anteriormente se pueden observar en el gráfico IV.1, en el que se representan las carteras registradas de letras del Tesoro y de bonos y obligaciones de cada grupo de agentes, para los años 1999 y 2000, como porcentajes de los correspondientes saldos vivos. En el apéndice estadístico, el cuadro A.16 recoge las carteras registradas de letras del Tesoro, bonos y obligaciones, y principales y cupones segregados, mientras que el cuadro A.17 recoge, para los mismos tipos de activos, las carteras a vencimiento (1).

En el gráfico IV.2 se muestran, también en porcentajes de los saldos vivos de 1999 y

(1) Frente a ediciones anteriores de la Memoria de la Central de Anotaciones, se ha optado este año por agrupar bajo el epígrafe de instrumentos segregados a los principales y a los cupones. Dada la poca importancia cuantitativa de estos instrumentos, parece conveniente esta agregación, que, por otro lado, permite la reducción de cuadros en el apéndice estadístico, sin que por ello se pierda información relevante.

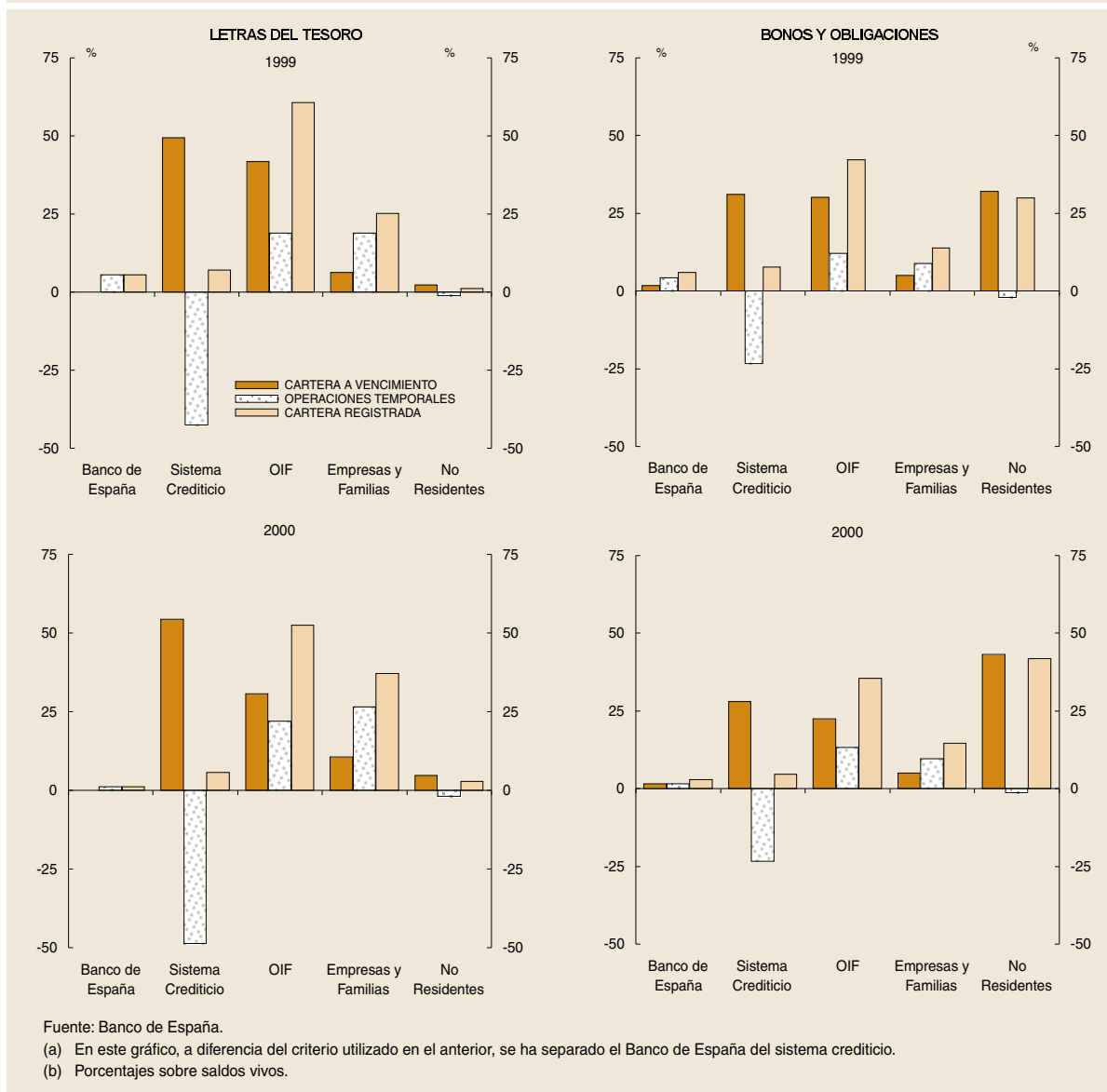
2000, las carteras a vencimiento, las operaciones temporales netas y las carteras registradas de los diferentes grupos de agentes. En él se comprueba el mantenimiento de las formas de actuación de los distintos grupos y de las tendencias observadas en 1999.

En efecto: resultan evidentes la actitud inversora de los no residentes en bonos y obligaciones, con aumentos tanto de su cartera a vencimiento como de su cartera registrada, y los movimientos en sentido contrario que se observan tanto en el sistema crediticio (que, en este gráfico, no incluye al Banco de España) como en el grupo de otras instituciones financieras (entre las que se hallan los fondos de inversión).

Asimismo, se observa cómo el Banco de España no tiene letras del Tesoro a vencimiento y mantiene una reducida cartera a vencimiento de bonos y obligaciones. Por ello, su cartera registrada en ambos instrumentos proviene fundamentalmente de la adquisición temporal de valores públicos como vía de financiación al sistema bancario en el marco de la instrumentación monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales.

GRÁFICO IV.2

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



Por su parte, el sistema bancario, que actúa básicamente como intermediario en este mercado, mantiene abultadas carteras a vencimiento, que refinancia mediante operaciones temporales con otros agentes. Al cierre del año 2000, el sistema bancario tenía 59,6 mm en su cartera a vencimiento de bonos y obligaciones, mientras que en su cartera registrada solo mantenía 9,9 mm; estas cifras en porcentajes del saldo vivo suponían un 27,9 % y un 4,6 %, respectivamente. Como puede comprobarse también en el gráfico IV.2, su actividad en el caso de las letras del Tesoro sigue el mismo patrón.

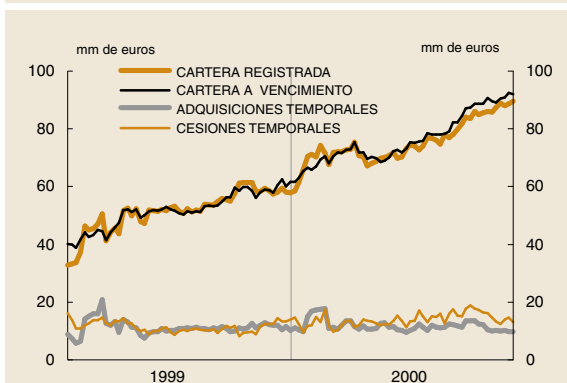
El grupo de otras instituciones financieras está dominado por la actuación de los fondos de inversión, que son los que tienen, en conjun-

to, un horizonte temporal de inversión más corto dentro de este grupo de agentes. Por ello, el gráfico IV.2 refleja básicamente, en relación con este grupo de otras instituciones financieras, la actuación de los fondos de inversión. Así, resultan muy significativas las adquisiciones temporales, tanto de letras del Tesoro como de bonos y obligaciones, en las carteras registradas.

Sin embargo, cuando se observa la actuación de fondos de pensiones y empresas de seguros en su inversión en bonos y obligaciones se perciben diferencias claras en la composición de sus carteras registradas en relación con los fondos de inversión, derivadas de su horizonte más dilatado de inversión. En efecto:

GRÁFICO IV.3

Posición de los no residentes en el mercado de deuda (a)



Fuente: Banco de España.

(a) Incluye bonos y obligaciones no segregados.

mientras que los fondos de pensiones mantienen a vencimiento el 77 % de sus tenencias y en las empresas de seguros esta cifra supera ligeramente el 88 %, los fondos de inversión solo tienen a vencimiento el 49 % de sus carteras registradas.

Finalmente, las empresas no financieras y las familias comparten la misma forma de actuación, ya que sus tenencias de valores públicos son adquiridas principalmente en operaciones temporales.

IV.2. POSICIÓN DE NO RESIDENTES

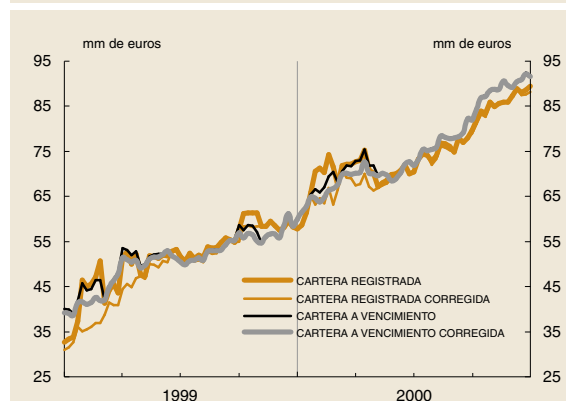
En el año 2000 los inversores no residentes aumentaron considerablemente sus tenencias de valores emitidos por el Tesoro español. Así, sus carteras registradas de letras del Tesoro pasaron de 0,6 mm en 1999 a 1,3 mm de euros en el año 2000, las correspondientes a instrumentos segregados crecieron desde los 2,8 mm a los 4,7 mm y las carteras de bonos y obligaciones, valores en los que se concentra la inversión no residente, crecieron desde los 58,5 mm de 1999 hasta los 89,5 mm de 2000.

Se mantiene, de este modo, la recuperación de la inversión en valores públicos españoles por parte de este grupo de agentes. En concreto, en el caso de los bonos y obligaciones, los inversores no residentes poseían al cierre del año 2000 el 41,9 % del saldo vivo, lo que supone un incremento de casi doce puntos respecto al porcentaje que mantenían al concluir el año 1999.

Su cartera registrada de bonos y obligaciones creció 31 mm en el año 2000, lo que supone un aumento del 53 %. Esta expansión se

GRÁFICO IV.4

Carteras de no residentes (a) Estimación del efecto «lavado de cupón»



Fuente: Banco de España.

(a) Incluye bonos y obligaciones no segregados.

concretó fundamentalmente en el crecimiento en 29,7 mm de la cartera a vencimiento, ya que las operaciones temporales, tanto de compra como de venta, registraron muy ligeras reducciones, que, en términos netos, supusieron un descenso del saldo cedido de 1,3 mm de euros (véase gráfico IV.3).

Como se puede apreciar en dicho gráfico y en el ya comentado gráfico IV.2, en los dos últimos años las operaciones temporales de los no residentes tienen una importancia muy limitada en relación con las carteras registrada y a vencimiento. Con cautela, este hecho puede considerarse como un indicador del alto grado de confianza que los inversores no residentes depositan en los valores públicos españoles así como en su mercado y sistemas de liquidación.

Finalmente, el gráfico IV.4 viene a confirmar, tal y como se apuntaba en la edición anterior de esta memoria, que el proceso de lavado de cupón, consistente en el traspaso a inversores no residentes de bonos y obligaciones con anterioridad al pago de cupón con el objetivo de eludir la correspondiente retención fiscal, ya no tiene gran importancia cuantitativa. En el mencionado gráfico se observa este hecho en la cercanía entre las carteras registrada y a vencimiento y sus correspondientes carteras corregidas del efecto del lavado de cupón (2).

(2) Las diferencias no desaparecen totalmente, puesto que la estimación del efecto «lavado de cupón» no es exacta sino que se trata de una aproximación. Aunque su forma de cálculo ha sido descrita en todas las ediciones de la Memoria de la Central de Anotaciones desde la correspondiente a 1995, se recuerda aquí, nuevamente:

Se calculan los saldos de las carteras registrada y a vencimiento en poder de no residentes en el cuarto día posterior al pago de cupón, suponiendo que este es el saldo depurado del efecto lavado de cupón; en el caso de emisio-

IV.3. EL BANCO DE ESPAÑA COMO ENTIDAD GESTORA

Con la paulatina subida de rentabilidades observada en el año 2000, los saldos mantenidos en las Cuentas Directas del Banco de España registraron un aumento de 882 millones de euros, hasta situarse, en el último día hábil de dicho año, en 3.210 millones. El aumento fue más considerable en el caso de las letras

nes que se amortizan coincidiendo con el pago de cupón, se toma como dicho saldo el existente 45 días antes de la fecha de pago del cupón. A continuación, se supone que todos los saldos de las carteras registrada y a vencimiento, en los 44 días previos y en los tres posteriores al pago de cupón, están sobrevalorados por la diferencia existente entre estos y el obtenido en el paso anterior, siempre que dicha diferencia sea positiva.

del Tesoro (792 millones) que en el caso de bonos y obligaciones (90 millones).

Con los crecimientos citados, el saldo de letras del Tesoro, que asciende a 2.457 millones de euros, supone el 77 % de los saldos mantenidos en las Cuentas Directas, mientras que el correspondiente a bonos y obligaciones representa, con un volumen de 753 millones de euros, el 23 % restante.

Al cierre del año 2000, el Banco de España era la decimoquinta entidad gestora por tamaño de los saldos registrados. En el caso de las letras del Tesoro, el Banco de España se sitúa en la quinta posición, mientras que en el caso de los bonos y obligaciones, con una actividad mucho más reducida, el Banco de España se halla en la trigesimonovena plaza.

V. Otros emisores

El mercado de deuda anotada en la Central de Anotaciones por otros emisores distintos del Estado confirmó en el año 2000 la tendencia hacia una disminución de su actividad que ya apuntara en 1999.

En el mercado primario, el conjunto de emisores distintos del Estado inscribió en la Central 2.609 millones de euros, lo que representa un 9 % menos que el año anterior. No obstante, las Comunidades Autónomas incrementaron su emisión bruta un 12 %, de modo que la disminución de la emisión bruta del mercado se debió en realidad al descenso de la actividad emisora del Instituto de Crédito Oficial (ICO).

La negociación en el mercado secundario se cifró en 46.550 millones de euros, un 27 % menos que en 1999. Ya ese año había disminuido con respecto al anterior, de modo que se confirma que el volumen de contratación del mercado alcanzó su máximo en 1998. La negociación entre titulares, que, tras la práctica desaparición de la operativa en *repos* y simultáneas ocurrida en 1999, tiene su centro de gravedad en la operativa simple al contado, representó apenas un 3 % de la negociación total. El núcleo del mercado secundario fue, por tanto, la negociación entre gestoras y terceros, particularmente mediante operaciones *repo* a un día, cuyo volumen de contratación alcanzó el 54 % de la negociación total.

Por otra parte, la participación de inversores no residentes en el saldo anotado de deuda de otros emisores se incrementó, desde el 23 % del cierre de 1999, hasta el 31 % al cierre del año 2000, convirtiéndose así este grupo de inversores en el tenedor de la mayor cartera de deuda de otros emisores, en términos relativos, de entre los diferentes grupos de agentes. Por el contrario, el colectivo de otras instituciones públicas disminuyó el peso relativo de sus tenencias, durante el año 2000, del 35 % al 27 %, mientras que la participación de los demás agentes económicos en la distribución del saldo anotado total no sufrió variaciones significativas.

V.1. MERCADO PRIMARIO

La inscripción de deuda de Comunidades Autónomas y otras instituciones públicas en la Central de Anotaciones durante el año 2000 (véase cuadro V.1) fue de 2.609 millones de euros, lo que supone un 9 % menos que el año anterior. Ese descenso de la emisión bruta se reparte, sin embargo, de forma desigual, ya que las Comunidades Autónomas emitieron 2.540 millones de euros, un 12 % más que un año antes, mientras que el resto de institucio-

**Otros emisores. Mercado primario
Año 2000**

Millones de euros

	Emisión bruta por plazo (años) (a)					Amortización	Emisión neta
	Total	De 1 a 4	De 4 a 7	De 7 a 12	Más de 12		
COMUNIDADES AUTÓNOMAS	2.540	945	179	1.095	321	1.366	1.174
Total bonos y obligaciones	1.809	214	179	1.095	321	635	1.174
Andalucía	716	214	102	400	—	341	375
Aragón	127	—	—	—	127	—	127
Canarias	127	—	27	40	60	48	79
Cantabria	50	—	50	—	—	—	50
Castilla y León	85	—	—	85	—	—	85
Castilla-La Mancha	50	—	—	50	—	—	50
Galicia	250	—	—	250	—	126	124
Madrid	210	—	—	210	—	—	210
Murcia	92	—	—	—	92	—	92
Navarra	102	—	—	60	42	120	-18
Total pagarés	731	731	—	—	—	731	0
Andalucía	639	639	—	—	—	639	0
Canarias	92	92	—	—	—	92	0
OTRAS INSTITUCIONES PÚBLICAS	69	60	—	9	—	952	-883
Total bonos y obligaciones	69	60	—	9	—	946	-877
ICO	69	60	—	9	—	845	-776
INI	—	—	—	—	—	53	-53
RTVE	—	—	—	—	—	48	-48
Total pagarés	—	—	—	—	—	—	—
ICO	—	—	—	—	—	6	-6

Fuente: Banco de España.

(a) El plazo de emisión ha sido obtenido como diferencia entre la fecha de amortización y la de emisión.

nes públicas disminuyeron su emisión bruta en un 88 %, reduciéndola a tan solo 69 millones de euros desde los 602 millones de 1999.

Las emisiones de Comunidades Autónomas se concentraron sobre todo en los plazos de uno a cuatro años, donde la mayor parte de los activos emitidos son pagarés de la Junta de Andalucía, y de siete a doce años, en donde la mayor parte de las Comunidades concentran sus emisiones.

Las amortizaciones de deuda autonómica del año 2000 se cifraron en 1.366 millones de euros, una cifra algo inferior a la de 1999, de modo que la emisión neta creció más que la bruta. En concreto, los 1.174 millones de euros de emisión neta de deuda autonómica en la Central representan un 66 % más que la de 1999.

La emisión bruta de bonos y obligaciones de la Junta de Andalucía fue de 716 millones de euros, es decir, un 40 % de la del conjunto de las Comunidades. Prácticamente la mitad de esa emisión estuvo destinada a atender amortizaciones, mientras que el resto —concretamente 375 millones de euros— fue emisión neta. Si se

atiende a la estructura por plazos de las emisiones de la Junta, el peso de estas se concentra en el plazo de siete a doce años, en el que emitió 400 millones de euros, más de la mitad de su emisión bruta total de bonos y obligaciones. Por otra parte, sus emisiones instrumentadas en pagarés se elevaron a 639 millones de euros, casi tanto como lo emitido en bonos y obligaciones. Esta cifra igualó la amortización de pagarés de la Junta, por lo que la emisión neta en este instrumento fue nula.

Atendiendo al volumen de emisión neta de deuda anotada durante el año 2000, la segunda Comunidad Autónoma fue la de Madrid, que emitió 210 millones de euros a un plazo de entre siete y doce años. A continuación Aragón, que emitió 127 millones de euros a más de doce años, y Galicia, que si bien emitió 250 millones de euros a entre siete y doce años, también afrontó amortizaciones por importe de 126 millones, por lo que su emisión neta quedó en 124 millones de euros.

El resto de las Comunidades Autónomas emitieron en la Central, neto de amortizaciones, importes inferiores a 100 millones de euros. Así, Murcia emitió 92 millones, Castilla y León

CUADRO V.2

**Saldo en circulación por vidas residuales
(31.12.2000)**

Millones de euros

	Hasta 1 año	De 1 a 2	De 2 a 4	De 4 a 7	De 7 a 12	Más de 12	Total
COMUNIDADES AUTÓNOMAS	979	855	1.187	2.163	3.330	1.091	9.605
BONOS Y OBLIGACIONES:							
Andalucía	169	417	651	850	1.078	270	3.435
Aragón	—	—	—	—	66	197	263
Baleares	—	—	—	—	166	—	166
Canarias	30	38	105	27	75	125	400
Cantabria	—	—	—	50	—	—	50
Castilla y León	139	—	96	77	140	—	452
Castilla-La Mancha	—	—	—	—	238	—	238
Galicia	84	—	—	198	769	275	1.326
Madrid	150	—	240	355	510	—	1.256
Murcia	—	—	30	—	168	92	289
Navarra	35	42	65	252	120	132	647
Valencia	56	337	—	354	—	—	747
PAGARÉS:							
Andalucía	316	21	—	—	—	—	336
OTRAS INSTITUCIONES PÚBLICAS	1.164	699	1.385	1.075	564	195	5.083
BONOS Y OBLIGACIONES:							
CSI	—	—	180	—	—	—	180
ICO	931	429	935	1.075	264	195	3.829
INI	233	270	270	—	120	—	894
RTVE	—	—	—	—	180	—	180

Fuente: Banco de España.

85, Canarias 79, instrumentados en bonos y obligaciones —emitió también 92 millones en pagarés, los cuales se amortizaron antes del cierre del año—, y Castilla-La Mancha y Cantabria 50 millones, cada una. De esta manera, Cantabria se incorporaba al conjunto de Comunidades Autónomas que mantienen deuda anotada en la Central. Por su parte, la emisión bruta de Navarra, que se elevó a 102 millones de euros, fue inferior al volumen de deuda navarra amortizado durante el transcurso del año, quedando la emisión neta de esta comunidad en –18 millones de euros. Finalmente, las comunidades de Baleares y Valencia, aunque mantienen deuda anotada en la Central, no estuvieron presentes en el mercado primario durante el año 2000.

En lo que se refiere al resto de instituciones públicas con saldos de deuda anotados en la Central, es de destacar el descenso de la actividad del ICO en el mercado primario, dado que anotó tan solo 69 millones de euros, una cifra muy inferior a los 594 millones que había anotado en bonos y obligaciones en 1999. Puesto que el volumen de deuda del ICO que se amortizó durante el año 2000 fue de 845 millones, el saldo neto de emisiones del ICO ese

año resultó de –776 millones de euros. A ello se añade la desaparición de esta institución del mercado de pagarés, ya que no ha emitido este tipo de activos durante el año 2000, dejando amortizarse los 6 millones de euros de saldo con que empezó el año, sin cubrirlos con nuevas emisiones. De este modo, solo la Junta de Andalucía alcanzó el cierre del año 2000 con saldo vivo de pagarés en la Central de Anotaciones. Finalmente, durante dicho año se amortizaron también 53 millones de euros de deuda del Instituto Nacional de Industria (INI) y 48 millones de Radiotelevisión Española (RTVE).

En conjunto, las Comunidades Autónomas mantenían inscritos en la Central de Anotaciones 9.605 millones de euros al cierre del año 2000, es decir, un 14 % más que el año anterior (véase cuadro V.2). Más de la tercera parte de ese saldo, en concreto 3.330 millones de euros, tenía una vida residual de entre siete y doce años. En un plazo de entre cuatro y siete años vencían 2.163 millones, mientras que 1.091 millones tenían una vida residual de más de doce años. Eso significa que el grueso de la deuda autonómica anotada en la Central, concretamente el 68 %, tiene una vida residual de más de cuatro años, quedándole al restante

32 % plazos más cortos para su vencimiento. Así, 1.187 millones de euros vencen entre dos y cuatro años, 855 millones entre uno y dos y 979 millones vencerán en el año 2001, los cuales incluyen 316 millones de la Junta de Andalucía instrumentados en pagarés.

Por Comunidades, es la andaluza la que presenta un saldo anotado más cuantioso, puesto que era titular de 3.771 millones de euros al cierre del año 2000, lo que representa el 39 % del saldo del conjunto de las Comunidades. De dicho saldo, ya se ha comentado que 336 millones se instrumentaban en pagarés. Los restantes 3.435 millones tenían vida residual repartida entre todas las subdivisiones que se muestran en el cuadro, si bien con un claro centro de gravedad en el plazo que va de siete a doce años, en el que vencen 1.078 millones de euros, lo que supone un 31 % del saldo anotado total en bonos y obligaciones de deuda de la Junta de Andalucía. La vida residual del resto del saldo anotado se resume así: 850 millones de deuda andaluza vencen entre cuatro y siete años, 651 entre dos y cuatro, 417 entre uno y dos —además de 21 millones formalizados en pagarés—, 270 en más de doce años, y finalmente 169 millones en bonos y obligaciones y 316 millones en pagarés emitidos por la Comunidad andaluza vencen en el presente año.

Otras dos Comunidades Autónomas tenían al cierre del año 2000 un saldo de deuda anotada en la Central que superaba los 1.000 millones de euros. Se trata de la Comunidad de Galicia, de cuyos 1.326 millones un 60 % tienen vencimiento entre siete y doce años, y la Comunidad de Madrid, cuya deuda anotada, que se elevaba a 1.256 millones de euros, tiene vidas residuales menos concentradas, si bien un 41 % vencía también en ese mismo plazo.

Con respecto a las restantes Comunidades Autónomas, Valencia mantenía anotados 747 millones de euros al cierre del año 2000, el mismo importe que un año antes, debido tanto a su nula actividad en el mercado primario como a la ausencia de amortizaciones durante el año; Navarra era titular de deuda anotada por importe de 647 millones de euros, y las demás Comunidades mantenían anotados saldos inferiores a 500 millones de euros: 452 Castilla y León, 400 Canarias, 289 Murcia, 263 Aragón, 238 Castilla-La Mancha, 166 Baleares y 50 Cantabria.

El saldo de deuda anotada en la Central por otras instituciones públicas era, al final del año 2000, de 5.083 millones de euros, lo que significa una disminución del 15 % con respecto a 1999. En efecto, a las amortizaciones de 53 mi-

llones de euros del INI y de 48 millones de RTVE durante el año 2000 —tras las cuales, sus saldos anotados se cifraban en 894 y 180 millones de euros, respectivamente— se añade la política de emisiones del ICO, que, como se ha comentado, se tradujo en una emisión neta negativa de 766 millones de euros. Como consecuencia, la deuda anotada del ICO disminuyó un 17 % en el año 2000, situándose al cierre del año en 3.829 millones de euros, más de la mitad de los cuales tenían vida residual en los plazos que van de cuatro a doce años. Finalmente, la Corporación Siderúrgica Integral (CSI) mantenía al cierre del año 180 millones de euros anotados en la Central, idéntica cifra a la del año anterior.

V.2. MERCADO SECUNDARIO

El volumen de negociación en el mercado secundario de deuda de otros emisores, que ya había entrado en una tendencia decreciente en 1999, confirmó esa tendencia en el año 2000, en el que disminuyó un 27 %. Como resultado, la negociación quedó en 46.550 millones de euros, una cifra que apenas supera a la de 1996 (véase cuadro V.3).

La negociación entre titulares disminuyó un 54 %, quedando en 1.261 millones de euros. Por su parte, la negociación entre gestoras y terceros, que en 1999 había mantenido todavía la tendencia creciente de años anteriores, en el año 2000 perdió pie por primera vez, y disminuyó un 26 %, hasta 45.289 millones de euros. Ese año, por tanto, no solo se confirmó la evolución decreciente de la negociación en el mercado secundario apuntada un año antes, sino que, de hecho, fue el primer año en que los volúmenes contratados disminuyeron en todos los segmentos de negociación. Por otra parte, si la operativa entre titulares fue en 1998 de poco menos de la mitad de la cruzada entre gestoras y terceros, en 1999 —tras la caída del volumen cruzado en simultáneas entre titulares que se comentó en la Memoria correspondiente a ese año— aquella representó tan solo un 4 % de la negociación de terceros; en el año 2000, esa relación disminuyó aún más, pues supuso menos del 3 %, de modo que el mercado secundario de deuda de otros emisores se confirmó como plenamente centrado en el segmento de gestoras con terceros.

Atendiendo a la naturaleza del emisor, en un 86 % de la operativa total se cruzó deuda emitida por Comunidades Autónomas, frente a un 84 % en 1999. El 14 % restante se repartió a partes prácticamente iguales entre bonos y obligaciones emitidos por otras instituciones públicas y pagarés.

CUADRO V.3

Deuda de las Comunidades Autónomas y otras instituciones públicas
Volúmenes negociados (a)
Año 2000

Millones de euros

	Conjunto del mercado	Entre titulares					Gestoras con terceros				
		Total	Contado	Plazo	Repos	Simultáneas	Total	Contado	Plazo	Repos	Simultáneas
1993	5.884	2.711	1.484	144	1.064	18	3.173	2.061	12	1.100	—
1994	14.418	6.449	2.260	397	2.037	1.755	7.969	3.678	270	3.792	228
1995	27.238	8.354	3.913	505	—	3.937	18.884	4.652	523	12.693	1.016
1996	44.932	16.985	6.551	841	6	9.586	27.947	9.093	853	15.266	2.735
1997	61.363	22.033	4.472	499	1.412	15.650	39.330	9.352	1.298	24.377	4.303
1998	77.519	24.028	2.681	397	397	20.555	53.490	8.805	709	35.027	8.949
1999	63.661	2.740	1.766	65	3	906	60.921	4.829	475	53.999	1.618
2000:											
Total	46.550	1.261	957	48	—	256	45.289	4.132	15	40.693	449
Bonos y obligaciones de CC.AA.	40.169	878	630	15	—	233	39.291	2.620	6	36.537	128
Bonos y obligaciones de otras instituciones públicas	3.149	313	257	33	—	23	2.836	1.054	9	1.452	321
Pagarés	3.232	70	70	—	—	—	3.162	458	—	2.704	—

Fuente: Banco de España.

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

La negociación entre titulares se cifró, pues, en 1.261 millones de euros en el año 2000, lo que supone, como se ha comentado, no solo un mantenimiento de la tendencia decreciente iniciada el año anterior, sino también la confirmación de que, atendiendo al volumen de negociación, es un sector marginal del mercado. Con deuda autonómica, los titulares negociaron 878 millones de euros, es decir, un 56 % de los 1.571 millones cruzados en 1999. Más acusada fue la disminución de la contratación con deuda de otras instituciones públicas, que fue en el año 2000 de 313 millones de euros, es decir, un 27 % de los 1.139 millones negociados en 1999.

La operativa simple al contado entre titulares fue de 957 millones de euros, es decir, un 76 % de la contratación total entre titulares, y por tanto su centro de gravedad. De ese importe, en 630 millones se cruzó deuda autonómica, mientras que 257 millones fueron operaciones con deuda de otras instituciones públicas. En contraste, la operativa en *repos* y simultáneas entre titulares confirmó su práctica desaparición, algo que ya se comentó en la Memoria correspondiente a 1999.

En el cuadro V.4 se puede apreciar un desglose por vidas residuales de la operativa simple al contado con bonos y obligaciones. En él se observa un patrón diferente de la operativa

entre titulares, según se trate de deuda autonómica o de deuda emitida por otras instituciones públicas. En efecto, el grueso de la negociación simple entre titulares con deuda autonómica se centra en deuda con vida residual mayor de seis años, con la que se cruzaron 357 millones de euros, lo que representa un 57 % del volumen cruzado total. Por el contrario, en las operaciones con deuda de otras instituciones públicas los volúmenes más significativos se cruzaron con deuda cuyo plazo de vencimiento era más corto. En concreto, se cruzaron 226 millones de euros, un 88 % del total, con deuda de vida residual inferior a cuatro años.

La negociación de *repos* y simultáneas entre titulares se detalla en los cuadros V.5, para deuda autonómica, y V.6, para deuda emitida por otras instituciones públicas. En ellos se aprecia la completa desaparición de la operativa en *repos* entre titulares, así como un desglose por plazos de la negociación en simultáneas, cuyo importe fue también poco significativo.

La operativa entre gestoras y terceros es, por tanto, el pilar en que se sustenta la negociación del mercado secundario de otros emisores. De los 45.289 millones de euros cruzados en ese segmento del mercado, 40.693 millones se instrumentaron en *repos*, de modo que, si esta forma de negociación ha desaparecido por

CUADRO V.4

Mercado secundario
Bonos y obligaciones. Operaciones simples al contado
Distribución por vidas residuales. Año 2000

Volúmenes en millones de euros

	Comunidades Autónomas				Otras instituciones públicas			
	Entre titulares		Gestoras con terceros		Entre titulares		Gestoras con terceros	
	Volumen	TIR	Volumen	TIR	Volumen	TIR	Volumen	TIR
Total	630	—	2.620	—	257	—	1.054	—
VIDA RESIDUAL:								
Hasta un año	58	4,88	380	4,86	56	4,70	318	4,74
De uno a dos años	35	5,09	107	5,04	42	5,11	178	4,56
De dos a tres años	37	5,18	257	5,15	75	4,95	175	5,12
De tres a cuatro años	62	5,15	120	5,17	53	5,29	130	5,44
De cuatro a seis años	80	5,20	342	5,46	11	5,52	47	5,60
De seis a diez años	266	5,78	872	5,64	14	5,91	180	5,34
Más de diez años	91	5,87	542	5,94	5	6,34	25	6,14

Fuente: Banco de España.

completo del mercado entre titulares, concentra en cambio un 90 % de la que mantienen las gestoras y sus clientes. De hecho, la negociación en *repos* en el segmento de terceros representa un 87 % del mercado secundario total de deuda de otros emisores, por lo que no es exagerado considerarlo su núcleo. No obstante, esa cifra de negociación supone también una disminución del 25 % con respecto a los 53.999 millones de euros que en 1999 se negociaron en *repos* en este mismo segmento del mercado. Similarmente, los 4.132 millones de euros de negociación simple al contado suponen una disminución del 14 % respecto al año anterior, mientras que la negociación de terceros en si-

multáneas cayó un 72 %, situándose en 449 millones de euros.

Si se atiende a la distribución de la deuda negociada en función de su emisor, la contratación entre gestoras y terceros de deuda autonómica fue de 39.291 millones de euros en el año 2000, un 24 % menos que el año anterior, en el que esa contratación se había elevado a 52.031 millones. Por su parte, la de deuda emitida por otras instituciones públicas cayó un 66 %, desde 8.332 millones de euros en 1999 hasta 2.836 millones en el año 2000. Por tanto, en un 87 % de la negociación de terceros del año 2000 se cruzaron bonos y obligaciones

CUADRO V.5

Mercado secundario. Comunidades Autónomas
Bonos y obligaciones. Repos y simultáneas al contado
Distribución por plazos. Año 2000

Volúmenes en millones de euros

	Entre titulares				Gestoras con terceros			
	Repos		Simultáneas		Repos		Simultáneas	
	Volumen	TIR	Volumen	TIR	Volumen	TIR	Volumen	TIR
Total	—	—	233	—	36.537	—	128	—
PLAZO:								
Día a día	—	—	88	4,61	25.164	4,08	—	—
De dos a cinco días	—	—	7	4,79	1.659	4,21	—	—
Una semana	—	—	10	4,84	3.351	4,04	—	—
Un mes	—	—	96	4,22	4.442	4,12	118	3,88
De uno a tres meses	—	—	15	3,38	1.162	4,11	11	4,60
Más de tres meses	—	—	17	4,08	759	4,38	—	—

Fuente: Banco de España.

CUADRO V.6

**Mercado secundario. Otras instituciones públicas
Bonos y obligaciones. Repos y simultáneas al contado
Distribución por plazos. Año 2000**

Volúmenes en millones de euros

	Entre titulares				Gestoras con terceros			
	Repos		Simultáneas		Repos		Simultáneas	
	Volumen	TIR	Volumen	TIR	Volumen	TIR	Volumen	TIR
Total	—	—	23	—	1.440	—	321	—
PLAZO:								
Día a día	—	—	13	4,80	743	3,93	—	—
De dos a cinco días	—	—	0	2,75	65	4,28	14	4,45
Una semana	—	—	—	—	255	3,99	13	4,00
Un mes	—	—	10	3,05	179	3,79	278	3,97
De uno a tres meses	—	—	—	—	91	4,15	16	3,17
Más de tres meses	—	—	—	—	108	4,17	—	—

Fuente: Banco de España.

emitidos por Comunidades Autónomas. Merece la pena señalar también que la negociación de pagarés se incrementó de forma notable, hasta 3.162 millones de euros.

En el cuadro V.4 se puede ver que la distribución por vidas residuales de las operaciones simples al contado entre gestoras y terceros tuvo una estructura similar a la desarrollada entre titulares, tanto en operaciones con deuda autonómica como en lo que se refiere a operativa con deuda emitida por otras instituciones públicas. Así, se observa que hubo operaciones con deuda autonómica de vida residual superior a seis años por importe de 1.414 millones de euros, un 54 % del total, mientras que 801 millones de euros, de los 1.054 millones negociados con deuda de otras instituciones públicas, tenían vida residual inferior a cuatro años.

El desglose por vidas residuales de la negociación de *repos* y simultáneas al contado entre gestoras y terceros con deuda autonómica y con deuda de otras instituciones financieras, que se detalla, respectivamente, en los cuadros V.5 y V.6, permite apreciar cómo la operativa en *repos* es la más cuantiosa de este mercado, y, dentro de ella, la operativa a un día. Así, el importe cruzado en *repos* a un día entre gestoras y terceros con deuda autonómica se elevó a 25.164 millones de euros, es decir, un 54 % del total del volumen negociado en el mercado de otros emisores durante el año 2000. Sin embargo, esa cifra representa también una disminución del 36 % con respecto a los 39.125 millones de euros que se negociaron en *repos* a un día con deuda autonómica entre gestoras y terceros en 1999.

Similarmente, los 743 millones de euros de negociación en *repos* a un día en el segmento de terceros con deuda de otras instituciones públicas suponen una disminución del 79 % con respecto a los 3.526 millones contratados un año antes. Por otra parte, es necesario comentar que, al tratarse de *repos* y simultáneas al contado, los 1.440 millones de euros del volumen total de *repos* negociados con deuda de otras instituciones públicas entre gestoras y terceros, recogidos en el cuadro V.6, no incluyen 12 millones de euros en *repos* a la vista que sí están incluidos en los 1.452 millones que figuran en el cuadro V.3, dado que este cuadro hace referencia a la negociación total.

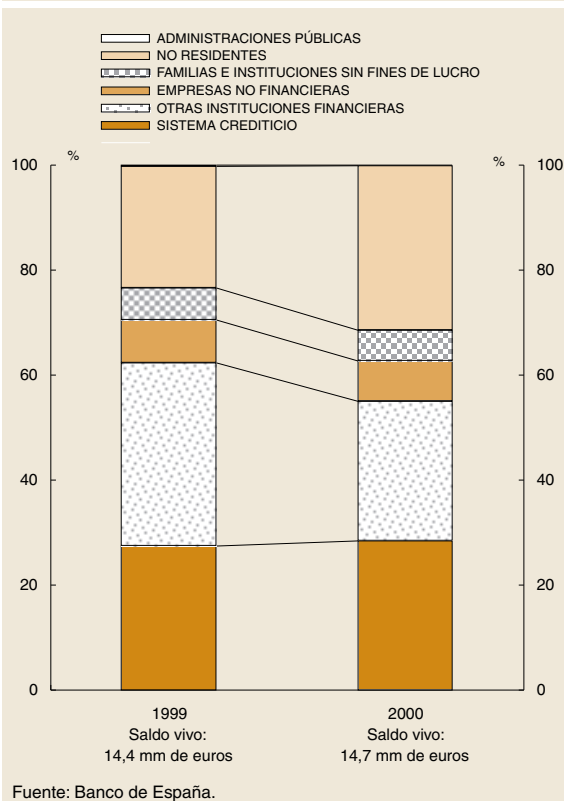
En definitiva, en el año 2000 se confirmó la tendencia decreciente iniciada el año anterior en el tamaño, por volumen negociado, del mercado secundario de deuda anotada de otros emisores. La negociación entre titulares se centró en la operativa simple al contado, pero representó un importe menor en relación con el volumen alcanzado por la negociación de gestoras con terceros, el cual, a su vez, tenía su núcleo en la operativa en *repos* a un día, cuyo importe, de hecho, supuso un 54 % de la negociación total del mercado.

V.3. DISTRIBUCIÓN POR INVERSORES

La distribución del saldo registrado de deuda de Comunidades Autónomas y otras instituciones públicas entre los distintos grupos de inversores se representa en el gráfico V.1, para el cierre de los años 1999 y 2000. En él se aprecia cómo el grupo de inversores no residentes ganó

GRÁFICO V.1

Deuda de CCAA y otros emisores Distribución porcentual de saldos registrados

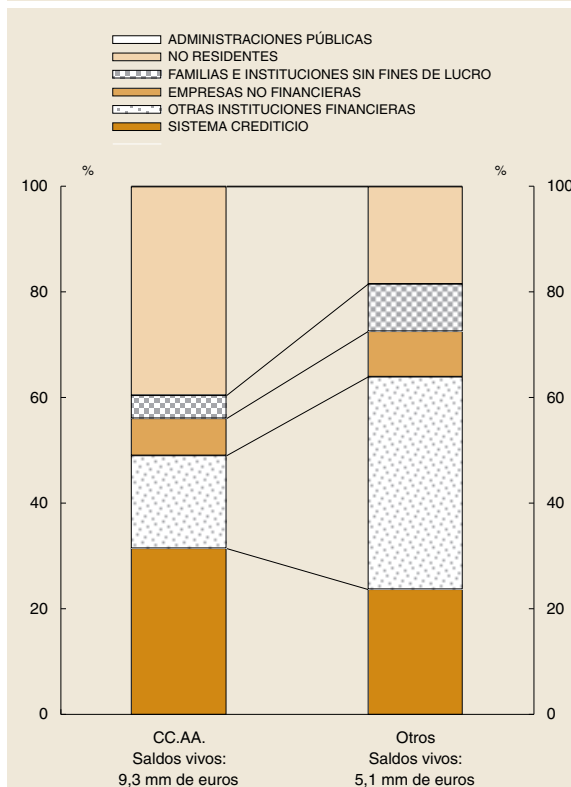


peso de manera significativa durante el año 2000, a costa del peso de las tenencias en manos de otras instituciones financieras. En efecto, al cierre de dicho año los agentes no residentes eran titulares del 31,32 % del saldo total de deuda de otros emisores registrada en la Central, frente al 23,13 % de un año antes. Por su parte, el peso de las carteras registradas por otras instituciones financieras disminuyó durante el año 2000 del 34,91 % al 26,68 % del total. Eso significa que, por primera vez, son los agentes no residentes los que mantienen una cartera registrada más abultada entre los diferentes grupos de inversores.

Las variaciones durante el año 2000 del peso de las carteras registradas por los demás agentes económicos son comparativamente menores. La cartera registrada por el sistema crediticio en su conjunto representaba al cierre de ese año el 28,36 % de la deuda anotada total de otros emisores, frente al 27,44 % del año anterior. El peso de las tenencias de empresas no financieras frente al total disminuyó del 8,15 % al 7,67 %; el de familias e instituciones sin fines de lucro, del 6,10 % al 5,83 %, y el de las tenencias de las Administraciones Públicas —cuyo pequeño volumen hace que apenas se

GRÁFICO V.2

Deuda de CCAA y otros emisores (a) Distribución porcentual de saldos registrados



(a) No se incluyen pagarés.

aprecie en el gráfico— disminuyó también, del 0,26 % al 0,14 %.

Por otra parte, si se atiende a las carteras a vencimiento, la participación del sistema crediticio en las tenencias de deuda anotada de otros emisores es más elevada que atendiendo a la distribución por saldos registrados. Concretamente, las carteras a vencimiento en poder del sistema crediticio representaban un 36,7 % de la deuda anotada de otros emisores, al cierre del año 2000. Por el contrario, la participación de cada uno de los demás grupos de inversores es mayor en términos de cartera registrada que si se contemplan las carteras a vencimiento. Eso significa que el sistema crediticio mantenía abierta, frente al resto de inversores en su conjunto, una posición abierta de venta temporal, neta de compras temporales, de algo más del 8 % del saldo anotado total, es decir, alrededor de 1,22 millones de euros.

La correspondiente posición de compra temporal se encontraba distribuida de forma muy homogénea entre el resto de los agentes. Así, la participación del grupo de otras instituciones

financieras en el saldo anotado total en términos de saldos a vencimiento, que era del 22,96 % al cierre del año, implica una posición de compra temporal, neta de ventas temporales, del 3,72 % del saldo total. Las empresas no financieras mantenían unas compras temporales del 2,69 % de dicho saldo total, y las familias e instituciones sin fines de lucro, del 1,76 %. Por su parte, el colectivo de agentes no residentes mantenía unas carteras a vencimiento que representaban el 31,22 % del total; por tanto, de sus carteras registradas del 31,32 %, un 0,1 % del saldo anotado total había sido adquirido temporalmente. Finalmente, las carteras a vencimiento en manos de las Administraciones Públicas representaban el 0,07 % del saldo anotado total, lo que significa que la mitad de sus saldos registrados había sido adquirida de forma temporal.

En el gráfico V.2. se aprecia cómo se mantiene la heterogeneidad, ya comentada en años anteriores, en la distribución de las tenencias de deuda de otros emisores, según se trate de deuda autonómica o de deuda emitida por otras instituciones públicas. Las tenencias de deuda de los inversores no residentes se encuentran sesgadas hacia deuda autonómica, dado que representan un 39,53 % del saldo total de esta, frente a solo un 18,43 % en el caso de deuda del resto de emisores. Lo mismo ocurre con las tenencias del sistema crediticio, que suponen un 31,37 % de la deuda autonómica anotada, y solo un 23,62 % de la del resto de emisores. Es el grupo de otras instituciones financieras el que compensa la situación, dado que sus carteras de deuda emitida por el resto de inversores representan un 40,2 % del total, frente a solo un 17,69 %.

VI. Mercados derivados

Los mercados financieros europeos están alcanzando un considerable grado de integración, debido principalmente al cambio provocado sobre el comportamiento de los participantes en el mercado por la introducción de la moneda única, que ha incrementado el grado de competencia entre unos mercados nacionales con productos altamente sustitutivos.

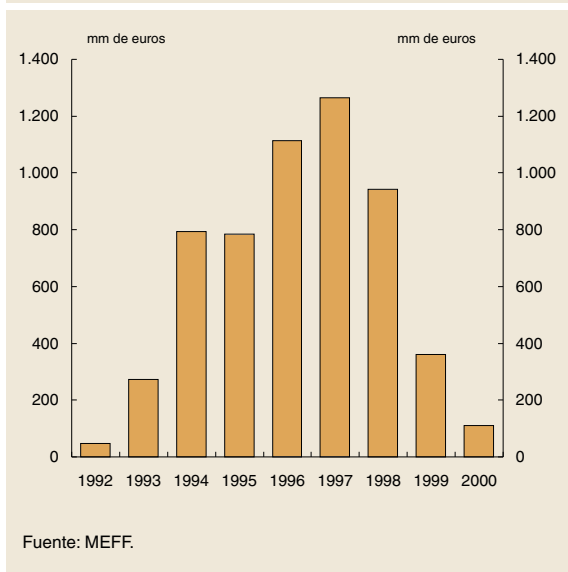
A lo largo del año 2000, en la evolución de los mercados europeos de derivados de la deuda pública estos cambios se han materializado en una evidente redistribución de la actividad, acentuándose algunas de las tendencias que se observaban en 1999. Así, mientras en MEFF (1) el volumen de contratación del futuro sobre el bono nacional a diez años se redujo un 70 % (véase gráfico VI.1) —lo cual implica una disminución acumulada de un 89 % en los dos últimos años—, en EUREX se incrementó un 25 %. Sin embargo, para MATIF este año ha supuesto un punto de inflexión. Tras la introducción del programa de creación de mercado Matif Intervention Bancaire, la evolución de la contratación de este producto ha pasado de la notable contracción experimentada en 1999 a un incremento espectacular de un 656 %, producido principalmente en los primeros meses del año. A este respecto es de obligada mención la polémica suscitada acerca de si este repentino repunte de la contratación se sostendrá en el tiempo o simplemente constituyó un intento de relanzar un mercado en claro retroceso.

En MEFF, mientras la negociación de productos derivados de renta variable registró una notable expansión, la renta fija sufrió un descenso del volumen contratado. La negociación de opciones sobre bonos, que ya había sufrido una gran reducción en 1999 limitándose a un pequeño volumen para el bono a diez años, ha confirmado esta tendencia en el año 2000, llegando a la total extinción de este tipo de productos del mercado (véase cuadro VI.1). En el segmento de los futuros financieros ha ocurrido algo similar. En febrero de 2000 se acordó la suspensión de la negociación de futuros sobre bonos a cinco y treinta años, que habían finalizado 1999 con un volumen en posiciones abiertas nulo. De este modo, la operativa con futuros sobre productos de renta fija se limita ya únicamente al bono nacional a diez años, que también ha experimentado un retroceso considera-

(1) MEFF, EUREX, MATIF y MONEP son, respectivamente, Mercado Español de Futuros Financieros, European Financial Futures Exchange, Marché à Terme International de France y Marché des Options Negociables de Paris. Por su parte, CME, SGX-DT, BM&F, ME y BVLP representan a Chicago Mercantile Exchange, Mercado de Derivados de la Bolsa de Singapur, Bolsa de Mercaderías y Futuros de Brasil, Bolsa de Montreal y Mercado Portugués de Derivados.

GRÁFICO VI.1

Volumen de negociación del futuro sobre el bono a diez años

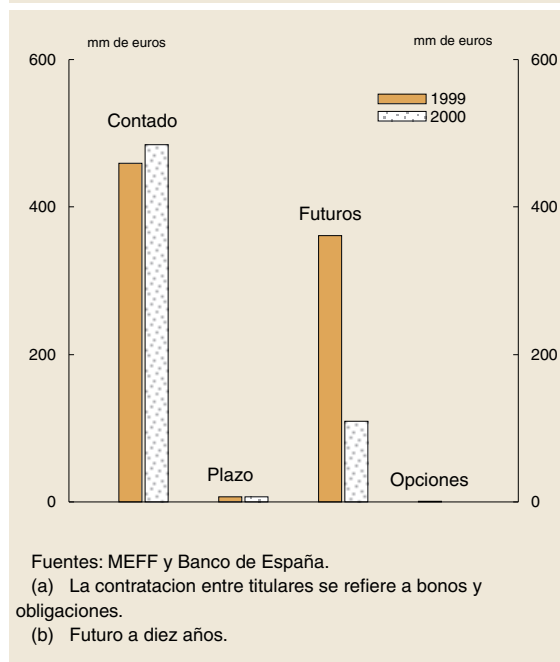


ble y parece continuar esa tendencia, ya que sus volúmenes de contratación han ido disminuyendo progresivamente a lo largo del año. Todo esto ha ocurrido a pesar del aumento en la negociación de bonos y obligaciones entre titulares, que suponía un impulso potencial para el mercado de derivados, pero se ha desaprovechado tal posibilidad al desviarse la liquidez hacia el mercado alemán, acentuándose así la pérdida de peso relativo del mercado de futuros en el conjunto de la actividad general de la deuda pública española (véase gráfico VI.2).

En un intento de relanzar el futuro sobre el bono a diez años, MEFF puso en marcha en abril un plan de actuación con el objetivo de mejorar su liquidez y aumentar su demanda. Así, dispuso que un grupo de miembros utilizara los nuevos terminales BONOQuote, que generan cotizaciones automáticas en el bono, basadas en cotizaciones de otros activos europeos como el *bund* alemán o el *notionnel* francés. Se estableció también un sistema de incentivos para los miembros, en función de su contribución a la ganancia de liquidez de los contratos del bono, como se hizo en MATIF. Asimismo, se puso en marcha una serie de acciones encaminadas a ilustrar las posibilidades existentes en la contratación de este producto, ejemplo de lo cual son los gráficos continuos en la *web* de MEFF del diferencial entre el *bund* y el bono, identificándose las mejores operaciones posibles intradía y el beneficio obtenido. Hay que mencionar también la creación en agosto de la figura del «cliente especialista», que puede acceder a tarifas más atractivas y a los programas de creación del mercado para el Ibex-

GRÁFICO VI.2

Mercado entre titulares (a) y de derivados (b) Volúmenes anuales negociados



35, opciones sobre acciones y bono nacional a diez años. Para acceder a esta condición, pensada para los clientes de Miembros de MEFF especialistas en creación de mercados, es necesario ser cliente de un miembro liquidador o negociador de MEFF, alcanzar los niveles de actividad mínimos establecidos y operar únicamente por cuenta propia o demostrar la absoluta separación de sus actividades de cuenta propia y de clientes.

Por otro lado, MEFF hizo esfuerzos por internacionalizarse y competir con los mercados europeos. Entre las iniciativas llevadas a cabo se pueden destacar las siguientes:

- 1. Puesta en marcha durante el segundo trimestre del proyecto UTUL (un terminal-una liquidación) para todos los miembros. De esta forma se facilitaba la operativa en productos de renta fija y renta variable al introducir un único terminal para todas las transacciones.
- 2. Entrada en septiembre en la Alianza GLOBEX, a la que pertenecen también el CME, ParisBourseSBFSA, SGX-DT, BM&F y ME. En esta Alianza, los miembros de cada uno de los mercados tienen derecho de negociación y acceso directo al resto de mercados integrados en la misma, pudiendo beneficiarse además de ventajas como la compensación cruzada de garantías. De este modo pueden acceder a la gran mayoría de los

CUADRO VI.1

Negociación de derivados (a)

Millones de euros

	Futuros				Opciones			
	Negociación		Posición abierta		Negociación		Posición abierta	
	Volumen	Variación s/ 1999 (%)	Volumen	Variación s/ 1999 (%)	Volumen	Variación s/ 1999 (%)	Volumen	Variación s/ 1999 (%)
Total	109.454,8	-70	1.590,1	54	0,0	-100	—	—
A cinco años	0,0	-100	—	—	0,0	0	—	—
A diez años	109.454,8	-70	1.590,1	54	0,0	-100	—	—
A treinta años	0,0	-100	—	—	0,0	0	—	—
DEBS	0,0	-100	—	—	0,0	0	—	—

Fuente: MEFF Renta Fija.

(a) En porcentaje, la tasa de crecimiento sobre el año anterior. En el caso de la posición abierta, la cifra corresponde a 31 de diciembre de cada año.

productos financieros derivados más negociados en el mundo, al mismo tiempo que se internacionalizan los productos de MEFF.

- I De forma paralela y también en septiembre, se firmó un acuerdo con el CME y Standard & Poor's para la comercialización, negociación y liquidación de contratos de futuros y opción basados en los índices bursátiles europeos S&P Euro, S&P Europe 350 y tres sectoriales del S&P Europe 350 (Financiero, Tecnología de la Información y Telecomunicaciones). Este acuerdo se materializó en la obtención por parte de MEFF de una sublicencia del CME para negociar los índices citados, a la vez que adquirió la condición de «miembro liquidador especial» de la Cámara de Compensación del CME para dichos productos, de modo que las operaciones realizadas por sus miembros se liquidan a través de MEFF. Se crearon así, por primera vez, productos derivados negociados en un mercado europeo (MEFF) y liquidados en los Estados Unidos (Cámara de Compensación del CME). También se concedió acceso a estos contratos a los miembros de la Alianza GLOBEX.

- I Anuncio en noviembre del inminente inicio de negociación de contratos de futuros sobre acciones —a partir de enero de 2001—, con características equivalentes a las opciones sobre acciones ya existentes.

Mientras estos proyectos y los iniciados en años previos —entre los que cabe citar la interconexión de MEFF con MATIF y MONEP, la entrada de EuroMEFF en EUREX como miembro del mercado o el acuerdo de interconexión mutua con BVLP— se han reflejado en un impulso de la negociación de productos de renta variable, no ha ocurrido lo mismo en cuanto a renta fija se refiere. De hecho, una vez integrada en 1999 la gestión de las sociedades MEFF Renta Fija y MEFF Renta Variable, ha sido el creciente volumen de negociación de la renta variable lo que ha compensado el notorio retroceso del segmento de renta fija. Los productos derivados de renta fija en este mercado parecen estar condenados a desaparecer y, mientras esto ocurre, EUREX sigue concentrando la mayor parte de la liquidez de los futuros sobre bonos denominados en euros, debido parcialmente al uso del *bund* como *benchmark* europeo.

VII. Supervisión del sistema

VII.1. SERVICIOS DE INSPECCIÓN

La Ley 24/1988, del Mercado de Valores, atribuye al Banco de España las facultades de supervisión e inspección sobre los miembros del mercado de deuda pública en anotaciones, así como sobre las actividades relacionadas con ese mercado realizadas por las entidades de crédito inscritas en sus registros. Por otra parte, en caso de confluencia de competencias entre la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y el Banco de España, ambas instituciones deben coordinar sus actuaciones, bajo el principio de que la tutela de la solvencia de las entidades financieras afectadas recaiga sobre la institución que mantenga el correspondiente Registro, mientras que la del funcionamiento de los mercados de valores corresponde a la CNMV.

Así, cabe distinguir tres casos en cuanto a la extensión de las tareas de inspección realizadas por el Banco de España. En primer lugar, en el caso de entidades de crédito en general, las investigaciones se pueden realizar con detalle, ya que las competencias del Banco de España abarcan la totalidad de la actividad, y se pueden utilizar las amplias facultades otorgadas por la normativa sobre supervisión prudencial de este tipo de entidades. En segundo lugar, para los miembros del mercado con estatuto jurídico de Agencia o Sociedad de Valores, sujetos a la supervisión prudencial de la CNMV, las actuaciones del Banco de España se circunscriben a la investigación de su actividad con instrumentos negociables en el mercado. Finalmente, el ámbito de actuación del Banco de España en lo que se refiere a sucursales en España de entidades de crédito extranjeras con sede central en la Unión Europea es similar al desarrollado para entidades de valores, ya que estas entidades están sujetas al régimen de supervisión prudencial de su país de origen.

Durante el año 2000 se practicaron inspecciones completas a siete entidades gestoras del mercado de deuda pública en anotaciones, una de las cuales era aspirante a creador de mercado. A 31 de diciembre de 2000, los saldos anotados por cuenta de terceros por las gestoras inspeccionadas representaban un 4,5 % del saldo de terceros del total de entidades gestoras existentes a la fecha.

El Banco de España considera primordial para el buen funcionamiento del mercado de deuda pública en anotaciones la existencia en las entidades de una organización con medios técnicos y humanos adecuados para la actividad que desarrollan, así como la implantación de procedimientos de control interno eficaces. En consecuencia, durante las visitas de los ser-

vicios de inspección a las entidades se dedica una especial atención a la verificación de sus sistemas de control. En dos de las entidades inspeccionadas durante 2000 se detectaron algunas deficiencias en esta área, las cuales consistían básicamente en la escasez de medios técnicos y humanos en relación con su volumen de operativa.

En una de ellas, la falta de conocimiento suficiente de la normativa al respecto y la inadecuación de las herramientas informáticas produjeron errores en las comunicaciones a la Central de Anotaciones y la imposibilidad de obtener perfiles de saldos de la cuenta propia a fechas pasadas. La entidad estaba en proceso de elaboración de una aplicación informática que pudiera solventar los problemas.

El otro caso consistía, además de en una insuficiencia de medios técnicos, en la falta de información de gestión, establecimiento de límites concretos, análisis y medición de riesgos, así como en la carencia de auditoría interna y en una falta de independencia jerárquica del departamento de control de área. La entidad está en proceso de adquisición de nuevas herramientas informáticas que puedan solventar parte de estas deficiencias, y manifestó su disposición para que exista un control auténtico de la actividad.

En lo que se refiere al área de aspectos registrales y comunicaciones a la Central de Anotaciones, se ha observado, en general, un adecuado cumplimiento por parte de las entidades gestoras inspeccionadas, si bien algunas presentaron ciertas deficiencias que vale la pena reseñar.

Así, entre los diversos problemas que tenía una de las entidades gestoras destacan la comunicación de operaciones en que solo se cedía la nuda propiedad como si se tratase de cesiones normales, errores en la comunicación de efectivos de las cesiones y comunicación de operaciones a plazo con terceros como operaciones al contado en la fecha valor. En otra de las entidades se detectaron deficiencias como errores en la comunicación de traspasos entre terceros, o diferencias respecto a las anotaciones de terceros de la Central de Anotaciones motivadas por el proceso de redenominación al euro.

Otros incumplimientos relativos a aspectos registrales y comunicaciones a la Central de Anotaciones fueron los siguientes. En una entidad se detectó la existencia de cuentas globales (cuentas *ómnibus*), en las que, en una única cuenta, se anotan los saldos de diversos terceros, los cuales mantienen contratos fiduciarios

con el tercero titular de la cuenta *ómnibus*; esta práctica, equivalente a la apertura de un tercer nivel de registro, no está permitida, dado que la normativa del mercado exige que la gestora mantenga identificados a los terceros propietarios de deuda pública. Por otro lado, en dos de las entidades inspeccionadas se detectó la existencia de saldos de clientes anotados en el libro de registro de otra entidad gestora, lo cual conlleva un incumplimiento de la orden del cliente que elige la gestora en la que quiere tener anotados los saldos de deuda. Se detectaron también comunicaciones de operaciones de cesión temporal con pacto de recompra como dos operaciones simples, así como errores en el campo de código de intermediación y en el de código de actividad, que revisten una importancia menor.

Las prácticas comerciales analizadas se encontraron, en general, correctas, aunque cabe señalar algunos incumplimientos, como la utilización de resguardos de formalización de la anotación en cuenta diferentes del homologado; falta de la firma de clientes o errores en la especificación del tipo de operación, en algunos contratos; falta de comunicación de la TAE al cliente, cálculo incorrecto de esta, o cobro de comisiones que, aunque pactadas en el contrato, no figuraban en el folleto de tarifas, entre otras.

En cuanto a las obligaciones exigidas a las entidades en su papel de depositarias de fondos de inversión, se detectaron dos casos de incumplimiento de las obligaciones de control, por parte de los depositarios, de la información remitida por las gestoras a la CNMV, referente a la garantía de fondos garantizados.

En lo que se refiere a aspectos contables, algunas de las deficiencias observadas fueron la contabilización de operaciones de cesión o adquisición temporal con pacto de recompra o reventa como dos operaciones a vencimiento de signo contrario, la falta de periodificación financiera de la prima de adquisición de activos financieros, errores en el reconocimiento de intereses de la cartera como resultado de operaciones financieras o, en el caso de una entidad, errores derivados de un plan de cuentas poco claro y con exceso de cuentas internas.

Por último, los servicios de inspección han continuado realizando el proceso de circularización de saldos de terceros, mediante el cual se coteja el registro de terceros de las entidades gestoras con la información facilitada por los propios clientes, a los que se consulta por vía postal. Para este muestreo estadístico se enviaron 138 cartas, obteniéndose unos niveles de contestación del 38 %. No se detectaron dis-

conformidades entre el contenido de los registros de las entidades gestoras y la información facilitada por sus clientes.

VII.2. SERVICIO DE RECLAMACIONES

Durante el año 2000 se recibieron en el Servicio de Reclamaciones del Banco de España veintiuna reclamaciones relacionadas con deuda pública anotada. De ellas, once eran relativas a entidades de crédito, mientras que las diez restantes estaban relacionadas con el propio Banco de España, bien como consultas, bien propiamente como reclamaciones.

De las diez dirigidas al Banco de España, una fue motivada por una discrepancia con la rentabilidad de bonos del Estado, que se aclaró proporcionando información detallada al reclamante; otra, debida a un error en la tramitación de la cuenta de efectivo designada por la demandante, se resolvió con la modificación de la cuenta domiciliataria, proporcionándose además información detallada sobre otros aspectos indicados en la reclamación; una reclamación motivada por la discrepancia con una liquidación de deuda pública de la que la reclamante no era titular ni apoderada se contestó recordando la confidencialidad de los datos; otra reclamación hacía alusión a un error en la tramitación de una operación de reinversión de letras del Tesoro, el cual se subsanó puntualmente; se dirigió también al Banco de España una reclamación relacionada con otra entidad gestora, en la que el reclamante tenía depositada su deuda; se remitió la reclamación a esa gestora, añadiendo además la normativa aplicable; finalmente, hubo cinco solicitudes de información que fueron debidamente atendidas.

Con respecto a las once incidencias referidas a entidades de crédito, se distribuyeron de la siguiente forma.

Dos de ellas fueron motivadas por discrepancias en el cobro de comisiones, en el momento de la suscripción de la deuda en un

caso, y en el de abono de intereses, en otro. Una de estas incidencias se resolvió con informe favorable al reclamante, mientras que la otra permanece sin resolver a la fecha de elaboración de esta Memoria.

Hubo otras dos incidencias relativas a la gestión de deuda pública. En una de ellas, la reclamación se refería a la falta de reintegro de fondos invertidos en deuda pública con pacto de recompra; en la otra, a la inversión en deuda pública por importe inferior al solicitado. Una se resolvió con informe favorable a la entidad; en el otro caso no se consideró procedente la elaboración de informe.

Relativas a información y documentación hubo tres incidencias. De ellas, en dos se solicitaba información sobre pagarés del Tesoro no abonados a su vencimiento; la tercera se refería a la falta de información dada por la entidad al realizar una inversión en deuda pública. Una de estas incidencias dio lugar a informe favorable a la entidad, de otra se consideró que no pertenecía al ámbito de competencias del Banco de España, y la tercera permanece sin resolver.

Hubo otras cuatro reclamaciones motivadas por causas diversas. Tres de ellas hacían referencia a discrepancias con ventas de deuda pública, y la otra a una disconformidad con la liquidación en operaciones de cesión de deuda pública. Una de estas incidencias se resolvió con informe favorable al reclamante, otra con el allanamiento de la entidad y las dos restantes permanecen sin resolver.

En resumen, de las once reclamaciones relacionadas con entidades de crédito, dos se resolvieron con informe favorable al reclamante, otras dos con informe favorable a la entidad, dos no dieron lugar a informe –bien por no ser competencia del Banco de España, bien por considerarse improcedente-, una dio lugar al allanamiento de la entidad y cuatro permanecen sin resolver.

VIII. Innovaciones y temas pendientes

VIII.1. INTRODUCCIÓN

Varias son las novedades de interés introducidas en el mercado en el año 2000. En efecto: dentro de la tendencia de integración del mercado de deuda pública anotada en el ámbito europeo, cabe destacar el comienzo de la actividad de una nueva plataforma de negociación, así como la constitución de SENAF (1) como el primer sistema organizado de negociación en este mercado.

Otras modificaciones que merecen atención fueron la revisión de los derechos y obligaciones de los creadores y negociantes del mercado de deuda pública, la equiparación de los procedimientos de pago de intereses exceptuados de retenciones fiscales de la deuda de las Comunidades Autónomas y de los Entes Locales con el régimen de la deuda del Estado, y, ya a comienzos de 2001, el nuevo sistema de gestión de los saldos del Tesoro, que, en su mayor parte, una vez realizados los pagos y cobros del día, son traspasados a cuentas bancarias privadas para volver a primera hora del día siguiente a las cuentas del Banco de España.

En el año 2001 se está tramitando la Ley de Modernización del Sistema Financiero (en adelante, LMSF), que altera la regulación de los sistemas de compensación y liquidación españoles, y, en particular, modifica las labores actualmente asignadas al Banco de España en este ámbito.

Por otro lado, la LMSF modificará la regulación de un grupo muy variado de instituciones del sistema financiero español y regulará la creación de un nuevo instrumento financiero, similar a las actuales Cédulas Hipotecarias, gracias al cual las entidades podrán movilizar sus créditos frente a las Administraciones Territoriales.

VIII.2. INNOVACIONES

VIII.2.1. Nuevas plataformas de negociación: BrokerTec

En noviembre de 2000, la empresa de servicios de inversión BrokerTec, con domicilio en el Reino Unido, y supervisada por la Financial Services Authority, recibió de la CNMV la autorización para operar en España en régimen de libre prestación de servicios. Esta sociedad ha sido creada por un grupo de bancos activos en los mercados de deuda europeos, entre los que

(1) Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros.

se encuentra una entidad española. BrokerTec se califica a sí mismo como un sistema electrónico organizado de contratación, que actúa únicamente por cuenta ajena y se abstiene de realizar labores de liquidación de las operaciones contratadas a través de su sistema. Aunque no realice directamente labores de liquidación, ello no implica que la empresa no participe en la elaboración de los procedimientos correspondientes e incluso imponga un determinado procedimiento a sus participantes.

El acuerdo entre BrokerTec y el Banco de España establece, de una manera similar al convenio firmado con EuroMTS en 1999 (2), que BrokerTec comunicará al Banco de España las operaciones sobre deuda pública del Estado que los participantes en este sistema contratan. Dichas operaciones serán liquidadas, bien en las cuentas de valores y de tesorería de los participantes en el Banco de España, cuando estos dispongan de ellas, bien en la entidad gestora designada por el participante.

VIII.2.2. El Sistema Organizado de Negociación de SENAF

El Consejo de Ministros autorizó el 23 de febrero de 2001 la constitución de SENAF como Sistema Organizado de Negociación (en adelante, SON). SENAF es el sistema de negociación electrónica de deuda pública creado por Infomedas en 1999 y en el cual AIAF tomó una participación del 60,1 % en octubre de 2000, con la que se pretende afianzar la integración de los sistemas de negociación de renta fija en España.

El SENAF.SON, denominación oficial del sistema, se rige por su Reglamento General, según el cual, podrán ser miembros de este sistema todos los miembros de un mercado secundario oficial de renta fija y, en determinadas condiciones, los miembros de mercados de renta fija de otros países. En SENAF.SON puede negociarse una amplia gama de instrumentos financieros, gama que puede ser modificada por el Consejo de Administración. Este organismo director de SENAF.SON está obligado a informar al Banco de España y a la CNMV de cualquier propuesta de cambio en el Reglamento General, estando estos últimos capacitados para dejar sin efecto aquellas regulaciones y decisiones de SENAF.SON que, en su opinión, contravengan la legislación del mercado de valores o perjudiquen la corrección y la transparencia en la negociación y en el proceso

(2) Véase la Memoria de la Central de Anotaciones de 1999.

de formación de precios o reduzcan la protección de los inversores.

Conviene recordar que la figura del SON estaba regulada en la Ley del Mercado de Valores —a partir de su reforma en noviembre de 1998—, que establecía que estos sistemas deberían ser autorizados por el gobierno previo informe de la CNMV. Con esta figura jurídica se pretende regular adecuadamente las nuevas estructuras operativas y tecnológicas que se están implantando en los mercados financieros.

El desarrollo de estos sistemas está muy ligado a los avances tecnológicos, especialmente en el campo de las redes de comunicaciones, que facilitan la configuración de plataformas de negociación independientes de las tradicionales, respaldadas por los participantes y, en gran medida, autorreguladas. Con estas plataformas se ofrece a los grandes participantes del mercado mecanismos de negociación avanzados, muy flexibles y adaptados a sus necesidades.

VIII.2.3. Cambios en la regulación de los creadores de mercado y negociantes del mercado de deuda pública

En abril del año 2000 el Tesoro incorporó algunas modificaciones a las figuras de creador y negociante de deuda pública que habían sido reguladas en 1999. Estas reformas responden a la continua adaptación de los diferentes elementos integrantes del mercado de deuda pública al mercado unificado de deuda pública del área euro, cada vez más armonizado y competitivo.

Para los creadores de mercado, se introducen cambios tanto en los derechos como en las obligaciones, y también en los procedimientos de evaluación utilizados por la DGTPF. En lo relativo a los derechos de los creadores de mercado, la Resolución de 10 de abril permite a la DGTPF una mayor flexibilidad en la emisión de deuda en las segundas vueltas de las subastas. En la nueva regulación, el máximo que se puede emitir en las segundas vueltas tiene un carácter más orientativo, con el fin de que la DGTPF pueda tener en cuenta el sistema de incentivos de los creadores de mercado. Las cantidades que podrá recibir cada creador dependerán de su tasa de participación en las dos últimas subastas, pudiendo la DGTPF aumentar en un 20 % la cantidad resultante de dicho cálculo.

Las obligaciones de los creadores de mercado se modifican al reducirse los diferenciales a los que deben cotizar las emisiones designa-

das como *benchmarks*, aumentándose además las cantidades mínimas que deben cotizar en firme desde cinco millones de euros hasta diez millones de euros para los bonos entre tres y diez años. Tendrán además que cotizar cuatro referencias adicionales en un volumen mínimo de cinco millones de euros y con unos diferenciales máximos. Las obligaciones de cotización de valores se pueden reducir de cuatro a dos emisiones, con diferenciales máximos y volúmenes mínimos, cuando se coticen además dos bonos con vida residual superior a cinco años. La Resolución de 23 de julio de 1999 queda derogada y se extienden las obligaciones de cotización sobre el bono notional de MEFF a diez años a todos los creadores de mercado. Se establecen asimismo dos períodos de cómputo, uno en la mañana, en el que habrán de mantenerse las cotizaciones durante el 70 % del período, y otro en la tarde, en el cual habrán de mantenerse las cotizaciones el 45 % del período. El incumplimiento durante más de cinco meses de las obligaciones de participación en los mercados primario y secundario por parte de los creadores supondrá la pérdida de dicha condición. En la operativa en el mercado secundario, la Resolución regula, además, de manera explícita la necesidad de mantener claramente separadas las fuentes de precios de SENAF y las de la operativa con terceros del mercado.

La evaluación de los creadores se hará sobre su participación en el sistema Infomedas, sucesora de la antigua Red de Mediadores entre Negociantes de Deuda Pública Anotada, aunque la DGTPF podrá considerar el cómputo de la actividad en otras redes electrónicas de negociación en que se negocie deuda pública española. El cómputo de la actividad en otra red requerirá un convenio previo de la red de negociación con la DGTPF y la interconexión de esa red con Infomedas, manteniéndose las mismas condiciones en cuanto a diferenciales y volúmenes cotizados.

Por su parte, los negociantes de deuda pública han visto modificada su anterior regulación de 1999 por una Resolución de la DGTPF de 10 abril de 2000, en la que se establecen como derechos de los negociantes la posibilidad de acceder a la condición de creador de mercado y la de ser valorados como posible contrapartida del Tesoro cuando este realice operaciones tales como permutas financieras u operaciones en divisas. Para ser creador de mercado habrá que ser previamente negociante de deuda pública y mantener un nivel de actividad similar al requerido a los creadores de mercado. Como obligaciones, los negociantes deberán cotizar en la red Infomedas los bonos designados como *benchmark* para los plazos de tres años, cinco

años y diez años en las mismas condiciones que los creadores de mercado. La actividad en el mercado secundario de los negociantes se evaluará mediante las mismas condiciones que las que se aplican a los creadores de mercado. La Resolución de la DGTPF incluye una obligación nueva respecto de la regulación de 1999: el deber de información de los negociantes respecto de la DGTPF en los asuntos relevantes al mercado de deuda pública en general y al grupo de negociantes en particular. Las obligaciones de los negociantes podrán ser dispensadas por la DGTPF en situaciones excepcionales de mercado cuando lo soliciten al menos tres entidades negociantes.

VIII.2.4. Ampliación de la excepción de la necesidad de retención fiscal en el pago de intereses a la deuda de Entes Locales y Comunidades Autónomas

El Real Decreto de 1 de diciembre de 2000 ha equiparado el régimen de retenciones aplicado a la deuda de las Comunidades Autónomas y de los Entes Locales registrada en la Central de Anotaciones al de la deuda del Estado. Este régimen, que requerirá en cada caso la firma de un convenio entre el Banco de España y cada Comunidad Autónoma o Ente Local, permitirá que los procedimientos de pagos de intereses correspondientes a la deuda del Estado registrada en la Central de Anotaciones que, en virtud de la normativa vigente, estén exceptuados de retención sean aplicables a la deuda emitida por la Comunidades Autónomas y las Entidades Locales.

VIII.2.5. Gestión del saldo del Tesoro en el Banco de España

Un desarrollo relevante para el mercado de deuda pública es el cambio que se ha producido a comienzos del año 2001 en la gestión de la liquidez del Tesoro español. Los saldos que el Tesoro mantiene en sus cuentas en el Banco de España responden a la función de tesorero del Estado que ejerce el Banco de España, que implica la prestación de servicios bancarios por parte del Banco de España al Tesoro y, en definitiva, el mantenimiento en las cuentas del Banco de los saldos finales, necesariamente acreedores para el Tesoro (3).

(3) Dada la prohibición de financiación a través del banco central contenida en el artículo 104 del Tratado de la Unión Europea, el artículo 101.3 de la Ley General Presupuestaria y el artículo 13.2 de la Ley de Autonomía del Banco de España, aunque esta financiación o descubierto en las cuentas fuera a ser únicamente temporal.

La gestión de la liquidez del sistema bancario en la Unión Monetaria ha hecho recomendable modificar el esquema anterior, con el fin de evitar que las variaciones de las cuentas públicas en los bancos centrales supusieran una dificultad para la instrumentación monetaria. Así, y aunque la predicción de estas variaciones en el caso español no eran muy problemáticas para la gestión de la liquidez en el área del euro, el Banco de España y el Tesoro han alcanzado un nuevo acuerdo en relación con la gestión de los saldos de este último.

En efecto: durante los últimos meses del año 2000 y comienzos del 2001, el Tesoro y el Banco de España han diseñado un sistema de subasta que permite que esos saldos acreedores del Tesoro en el Banco de España sean traspasados a las entidades, eliminando así los posibles problemas que las variaciones no previstas de esta partida afectarían a la instrumentación monetaria. Esta colocación de los saldos del Tesoro en entidades financieras es habitual en otros países y está contemplada en el artículo 4 bis de la Ley General Presupuestaria.

La instrumentación de estos traspasos de saldos a la banca privada se realiza mediante operaciones simultáneas a un día, y las entidades adjudicatarias de la liquidez del Tesoro, que tendrán que aportar como garantía deuda del Estado registrada en la Central de Anotaciones, se determinan mediante subastas similares a las que realiza el Banco de España en las operaciones regulares de financiación. Para cada período el Tesoro comunicará unas previsiones de la liquidez que desea colocar en el mercado y, basándose en ellas, las entidades efectúan sus pujas. A estas subastas, que inicialmente se realizarán mensualmente, pueden acudir tanto las contrapartidas españolas del BCE como los creadores y negociantes del mercado de deuda pública con cuenta de tesorería abierta en su nombre en el Banco de España. En la subasta las entidades pueden realizar hasta tres pujas, cada una de ellas a un diferencial sobre el tipo EONIA y por una cantidad mínima del 2 % de la liquidez subastada. La subasta será de tipo americano con prorrateos en el caso de que en el precio marginal la demanda acumulada supere el 100 % de la liquidez ofrecida por el Tesoro y habrá una segunda vuelta en caso de que no se consiga colocar toda la liquidez entre las entidades adjudicatarias de la primera vuelta.

Al deshacerse la simultánea, a primera hora de la mañana, los valores volverán a las cuentas de las entidades en la Central de Anotaciones y el Tesoro recuperará su saldo de efectivo más los intereses generados, con los que podrá realizar los cobros y pagos habituales en

sus cuentas del Banco de España. Las operaciones se renovarán cada día, quedando en la cuenta del Tesoro en el Banco de España al final de la jornada únicamente un remanente de 300 millones de euros.

VIII.3. TEMAS PENDIENTES

VIII.3.1. Unificación de los sistemas de compensación y liquidación españoles

España cuenta en la actualidad con seis sistemas de liquidación de valores y cinco Depositarios Centrales de Valores, que son las entidades encargadas de la gestión de dichos sistemas. En concreto, el Banco de España gestiona, por cuenta del Tesoro español, la Central de Anotaciones, que registra y liquida las operaciones del Mercado de Deuda Pública Anotada. El Servicio de Compensación y Liquidación (SCLV, en adelante) compensa, liquida y registra los valores de renta fija privada y de renta variable negociados en las Bolsas españolas, siempre y cuando los valores se negocien en Madrid o en al menos dos Bolsas españolas, y la renta fija privada negociada en AIAF Mercado de Renta Fija, este último con un sistema de liquidación diferente al de los valores negociados en Bolsa. A los dos Depositarios anteriores, de ámbito nacional, hay que sumar los tres autonómicos, SCL Barcelona, SCL Bilbao y SCL Valencia, para valores que se negocien exclusivamente en sus respectivas plazas financieras, y el caso especial de MEFF, que además de depositario es un mercado regulado.

Esta atomización tradicional del registro y liquidación de los mercados de valores en España contrasta con un proceso de consolidación, actualmente en marcha en toda Europa. El proceso de integración de los depositarios centrales de valores ha traspasado las fronteras nacionales con la llegada del euro. A partir de 1999, se han producido dos fusiones transfronterizas, alrededor de los dos depositarios internacionales, Euroclear y Cedel dirigidos a facilitar el registro de valores localizados fuera del país de residencia del inversor. La primera fusión transnacional fue la de Cedel con el Depositario alemán, la Deutsche Börse Clearing (DBC), que formó el grupo Clearstream International. Posteriormente, Euroclear se ha fusionado con los Depositarios Centrales de Francia, Bélgica y Holanda.

Este proceso de unificación hacía necesaria una reorganización, en España, del mapa del registro y liquidación de los mercados de valo-

res. El proceso de integración ha comenzado en junio del año 2000, con la creación de la sociedad «Promotora para la Sociedad de Gestión de los Sistemas Españoles de Liquidación», S.A, Iberclear. El SCLV aporta el 55 % del capital social y el 45 % restante es propiedad del Banco de España. La Promotora tiene como finalidad el estudio, preparación y promoción de los cambios legales, organizativos y técnicos precisos para unificar los sistemas de compensación, registro y liquidación actualmente encomendados a la Central de Anotaciones y al SCLV, de modo que su gestión pase a corresponder a una única entidad nueva. El proyecto está totalmente abierto a los sistemas de compensación y liquidación de ámbito autonómico, así como a MEFF como sistema de liquidación del mercado de derivados.

La creación de la Promotora permite avanzar en un proyecto de unificación en España de las centrales depositarias y sistemas de liquidación. Así, aun cuando la legislación del Mercado de Valores española mantiene, por el momento, una clara división entre los dos registros centrales de los mercados de valores de ámbito nacional, la Sociedad Promotora, por acuerdo de sus socios, y con el visto bueno de las autoridades, actuará como un «depositario central único», especialmente en el ámbito estratégico y representativo, manteniendo el SCLV y la Central de Anotaciones sus actuales competencias en relación con la gestión diaria del registro y liquidación de los valores que tienen legalmente encomendados.

De este modo, la gestión de valores de características similares, renta fija privada y deuda pública, se simplificará, unificando en un solo procedimiento la gestión del registro, compensación y liquidación de la renta fija española, con el fin de suprimir la necesidad de mantener tres procesos informáticos y organizativos internos diferentes.

Iberclear, con el acuerdo del Banco de España y del SCLV, ha escogido la plataforma técnica de la Central de Anotaciones para registrar y liquidar los valores de renta fija negociados en los tres mercados citados anteriormente. La elección se basa en la capacidad de la Central de Anotaciones para operar en tiempo real, por disponer de un mecanismo de provisión de liquidez intradía y por su conexión con el sistema de pagos. Dado que la legislación aún vigente encomienda la gestión de la renta fija privada negociada en el ámbito nacional al SCLV, el Banco de España y el SCLV han firmado a comienzo del año 2001 un acuerdo de prestación de servicios, según el cual el SCLV empleará los medios técnicos de la Central de Anotaciones del Banco de España, y, en con-

secuencia, se liquidarán en esta última las operaciones. Obviamente, el SCLV conservará la responsabilidad legal de la liquidación hasta que la Ley de Modernización del Sistema Financiero, actualmente en elaboración, modifique la Ley del Mercado de Valores.

VIII.3.2. Ley de Modernización del Sistema Financiero

La Ley de modernización del sistema financiero, LMSF, actualmente en fase de Anteproyecto, modificará varias normas con el fin de adaptar diversas instituciones de nuestro sistema financiero a las novedades producidas en los últimos años. Con ella se pretende favorecer la canalización del ahorro hacia la inversión, incrementar la competencia entre los participantes privados, aumentar la eficiencia de los mercados financieros y la transparencia en las operaciones y en las actividades que realizan los diferentes participantes.

El texto afectará al mercado de deuda pública en el segmento de registro, compensación y liquidación, ya que permitirá seguir avanzando en el sentido descrito en la sección anterior. Así, se prevé la creación de una nueva sociedad («Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores») a la que se atribuye las actuales funciones del SCLV y de la Central de Anotaciones y, de forma potencial, la compensación y liquidación de todos los valores de renta fija y variable que se negocian en España, en la medida en que los servicios de compensación y liquidación de carácter autonómico, así como los correspondientes a otros mercados oficiales, pueden integrarse en la citada sociedad.

En este mismo ámbito de la compensación y liquidación, conviene destacar que la LMSF introduce la figura de la entidad de contrapartida central, que se define como aquella entidad de naturaleza financiera que, actuando por cuenta propia, asegura la liquidación de las operaciones contratadas en los mercados de valores. Este aseguramiento se consigue gracias a la interposición de la entidad de contrapartida central en todas las operaciones, de forma que esta entidad asume como propias las obligaciones de ejecución de las distintas órdenes y gestiona los riesgos de esta actuación mediante la exigencia de garantías a los participantes.

Por otro lado, la LMSF desarrolla un nuevo instrumento financiero, similar a las Cédulas Hipotecarias reguladas en la Ley 2/81, reguladora del mercado hipotecario, y en el Real Decreto 685/1982. En efecto: la LMSF permitirá que las entidades de crédito realicen emisiones de va-

lores de renta fija, con la denominación exclusiva de «Cédulas Locales», cuyo capital e intereses estarán especialmente garantizados por los préstamos y créditos concedidos por el emisor al Estado, las Comunidades Autónomas, los Entes Locales, los Organismos Autónomos y a las entidades públicas empresariales o de naturaleza análoga del Espacio Económico Europeo. El importe emitido por cada entidad no podrá ser superior al 70 % de los préstamos y créditos que respaldan globalmente las emisiones.

A las Cédulas Locales no les será de aplicación la regulación de las obligaciones contenida en la Ley de Sociedades Anónimas, ni la Ley 211/1964, que regula la emisión de obligaciones por las sociedades que no revistan la forma de sociedad anónima. Aunque las Cédulas Locales no requerirán de inscripción en Registro Mercantil, sus tenedores serán acreedores preferentes y tendrán título ejecutivo contra la entidad emisora en caso de impago por esta. La inversión en este tipo de activos tiene un atractivo añadido para las entidades de crédito, ya que su ponderación en el cómputo de recursos propios se situará en un 10 %, frente al 20 %

de los valores normales emitidos por entidades de crédito.

La LMSF modifica la Ley del Mercado de Valores en su disposición adicional décima, que regulaba la compensación de operaciones con instrumentos derivados y extiende la cobertura de la Ley a las compensaciones realizadas sobre contratos con instrumentos financieros, los préstamos de valores y cualquier otra operación de garantía que tenga por objeto deuda pública, otros valores negociables o efectivo. Estas compensaciones serán válidas sin más requisitos que su formulación documental privada y la entrega, transmisión o anotación registral de los valores y la transferencia del efectivo. Esto permitirá a los operadores españoles en los mercados financieros un ahorro en los costes de fe pública que hacen actualmente inviables ciertos mecanismos de instrumentación de garantías en los mercados financieros. Asimismo, permite que las entidades españolas utilicen contratos estandarizados como los ISDA, lo que favorece un acceso rápido y con bajo coste a los mercados financieros internacionales por parte de las entidades.

APÉNDICE ESTADÍSTICO

Índice

- A.1. LETRAS DEL TESORO A SEIS MESES
- A.2. LETRAS DEL TESORO A DOCE MESES
- A.3. LETRAS DEL TESORO A DIECIOCHO MESES
- A.4. BONOS DEL ESTADO A TRES AÑOS
- A.5. BONOS DEL ESTADO A CINCO AÑOS
- A.6. OBLIGACIONES DEL ESTADO A DIEZ AÑOS
- A.7. OBLIGACIONES DEL ESTADO A QUINCE AÑOS
- A.8. OBLIGACIONES DEL ESTADO A TREINTA AÑOS
- A.9. EVOLUCIÓN DE LA CONTRATACIÓN DE LETRAS DEL TESORO
- A.10. EVOLUCIÓN DE LA CONTRATACIÓN DE BONOS Y OBLIGACIONES
- A.11. EVOLUCIÓN DE LA CONTRATACIÓN DE DEUDA SEGREGADA
- A.12. DEUDA DEL ESTADO. TRANSFERENCIAS DE VALORES
- A.13. ROTACIÓN DE LA DEUDA ANOTADA DEL ESTADO
- A.14. DIFERENCIALES EN LOS TIPOS DE INTERÉS APLICADOS POR LAS ENTIDADES GESTORAS EN LAS VENTAS A SUS CLIENTES
- A.15. CONTRATACIÓN DE DEUDA PÚBLICA EN EL MERCADO BURSÁTIL
- A.16. DISTRIBUCIÓN POR INVERSORES DE LA DEUDA ANOTADA DEL ESTADO. CARTERAS REGISTRADAS
- A.17. DISTRIBUCIÓN POR INVERSORES DE LA DEUDA ANOTADA DEL ESTADO. CARTERAS A VENCIMIENTO
- A.18. EFECTO «LAVADO DE CUPÓN» SOBRE LAS CARTERAS DE NO RESIDENTES
- A.19. DISTRIBUCIÓN DE TITULARES DE CUENTA POR GRUPOS DE AGENTES

CUADRO A.1

**Letras del Tesoro a seis meses
Año 2000**

Millones de euros

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (a) (%)
Diciembre 1999				2.885,0	
Total 2000	3.736,9	5.816,0	-2.079,1	—	—
Enero	427,5	579,9	-152,4	2.732,6	3,451
Febrero	297,6	776,1	-478,5	2.254,1	3,574
Marzo	725,6	507,3	218,3	2.472,4	3,800
Abril	491,8	194,3	297,5	2.769,9	3,902
Mayo	689,7	292,8	396,9	3.166,8	4,363
Junio	298,8	534,6	-235,8	2.931,0	4,625
Julio	57,3	427,5	-370,2	2.560,8	4,739
Agosto	125,5	297,6	-172,1	2.388,7	4,739
Septiembre	69,0	725,6	-656,6	1.732,1	4,895
Octubre	311,9	491,8	-179,9	1.552,2	4,905
Noviembre	116,5	304,8	-188,3	1.363,9	4,915
Diciembre	125,7	683,7	-558,0	805,9	4,646

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

CUADRO A.2

**Letras del Tesoro a doce meses
Año 2000**

Millones de euros

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (a) (%)
Diciembre 1999				18.189,0	
Total 2000	11.832,4	18.186,5	-6.354,1	—	—
Enero	662,1	2.033,5	-1.371,4	16.817,6	3,896
Febrero	943,7	1.525,9	-582,2	16.235,4	3,928
Marzo	2.028,4	2.580,6	-552,2	15.683,2	3,992
Abril	766,5	1.250,9	-484,4	15.198,8	4,224
Mayo	1.456,0	870,4	585,6	15.784,4	4,627
Junio	1.693,7	1.167,4	526,3	16.310,7	4,730
Julio	826,0	1.515,1	-689,1	15.621,6	4,921
Agosto	904,6	2.407,0	-1.502,4	14.119,2	5,035
Septiembre	667,2	1.390,8	-723,6	13.395,6	5,041
Octubre	739,0	1.543,6	-804,6	12.591,0	5,068
Noviembre	595,6	1.061,3	-465,7	12.125,3	5,084
Diciembre	549,6	840,0	-290,4	11.834,9	4,826

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

CUADRO A.3

**Letras del Tesoro a dieciocho meses
Año 2000**

Millones de euros

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (a) (%)
Diciembre 1999				32.068,0	
Total 2000	21.258,8	21.258,8	-44,1	—	—
Enero	2.264,1	2.264,1	333,3	32.401,3	4,251
Febrero	1.824,5	1.824,5	137,5	32.538,8	3,928
Marzo	3.316,7	3.316,7	782,2	33.321,0	4,431
Abril	2.703,6	2.703,6	147,9	33.468,9	4,420
Mayo	1.224,7	1.224,7	-1.144,0	32.324,9	4,786
Junio	1.287,3	1.287,3	-429,1	31.895,8	4,815
Julio	1.716,3	1.716,3	-91,7	31.804,1	5,061
Agosto	2.015,6	2.015,6	-173,9	31.630,2	5,181
Septiembre	1.511,5	1.511,5	37,0	31.667,2	5,070
Octubre	1.217,9	1.217,9	-86,7	31.580,5	5,109
Noviembre	1.013,5	1.013,5	-168,7	31.411,8	5,095
Diciembre	1.163,1	1.163,1	612,1	32.023,9	4,832

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

CUADRO A.4

**Bonos del Estado a tres años
Año 2000**

Millones de euros

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (%)
Diciembre 1999				39.291,0	
Total 2000	11.297,3	9.863,0	1.434,3	—	—
Enero	918,3	—	918,3	40.209,3	4,834
Febrero	932,1	—	932,1	41.141,4	5,044
Marzo	1.248,1	—	1.248,1	42.389,5	5,018
Abril	732,0	7.093,0	-6.361,0	36.028,5	4,807
Mayo	633,6	—	633,6	36.662,1	5,196
Junio	781,0	—	781,0	37.443,1	5,097
Julio	1.965,8	—	1.965,8	39.408,9	5,197
Agosto	745,0	695,0	50,0	39.458,9	5,307
Septiembre	396,7	931,0	-534,3	38.924,6	5,419
Octubre	1.426,9	498,0	928,9	39.853,5	5,243
Noviembre	806,8	—	806,8	40.660,3	5,187
Diciembre	711,0	646,0	65,0	40.725,3	4,805

Fuente: Banco de España.

CUADRO A.5

**Bonos del Estado a cinco años
Año 2000**

Millones de euros

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (%)
Diciembre 1999				49.462,0	
Total 2000	11.259,6	5.069,0	6.190,6	—	—
Enero	975,6	—	975,6	50.437,6	5,260
Febrero	811,4	—	811,4	51.249,0	5,381
Marzo	745,4	—	745,4	51.994,4	5,321
Abril	912,2	—	912,2	52.906,6	5,076
Mayo	814,9	—	814,9	53.721,5	5,350
Junio	783,8	—	783,8	54.505,3	5,178
Julio	1.433,1	1.075,0	358,1	54.863,4	5,402
Agosto	625,6	—	625,6	55.489,0	5,346
Septiembre	1.082,8	1.531,0	-448,2	55.040,8	5,424
Octubre	963,1	949,0	14,1	55.054,9	5,332
Noviembre	892,8	391,0	501,8	55.556,7	5,355
Diciembre	1.218,9	1.123,0	95,9	55.652,6	4,988

Fuente: Banco de España.

CUADRO A.6

**Obligaciones del Estado a diez años
Año 2000**

Millones de euros

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (%)
Diciembre 1999				81.784,0	
Total 2000	14.939,2	8.235,7	6.703,5	—	—
Enero	908,3	—	908,3	82.692,3	5,785
Febrero	596,6	—	596,6	83.288,9	5,766
Marzo	605,5	5.462,7	-4.857,2	78.431,7	5,734
Abril	1.246,3	—	1.246,3	79.678,0	5,423
Mayo	816,4	—	816,4	80.494,4	5,711
Junio	802,4	220,0	582,4	81.076,8	5,434
Julio	700,0	304,0	396,0	81.472,8	5,539
Agosto	705,7	—	705,7	82.178,5	5,469
Septiembre	3.030,3	194,0	2.836,3	85.014,8	5,575
Octubre	1.348,3	495,0	853,3	85.868,1	5,578
Noviembre	1.824,5	625,0	1.199,5	87.067,6	5,528
Diciembre	2.354,9	935,0	1.419,9	88.487,5	5,240

Fuente: Banco de España.

CUADRO A.7

**Obligaciones del Estado a quince años
Año 2000**

Millones de euros

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (%)
Diciembre 1999				25.066,0	
Total 2000	2.785,8	186,0	2.599,8	—	—
Enero	184,3	—	184,3	25.250,3	6,049
Febrero	357,9	—	357,9	25.608,2	5,851
Marzo	—	—	0,0	25.608,2	—
Abril	381,1	—	381,1	25.989,3	5,563
Mayo	—	—	0,0	25.989,3	—
Junio	329,4	—	329,4	26.318,7	5,584
Julio	—	—	0,0	26.318,7	—
Agosto	439,6	—	439,6	26.758,3	5,551
Septiembre	—	—	0,0	26.758,3	—
Octubre	643,0	—	643,0	27.401,3	5,698
Noviembre	—	55,0	-55,0	27.346,3	—
Diciembre	450,5	131,0	319,5	27.665,8	5,500

Fuente: Banco de España.

CUADRO A.8

**Obligaciones del Estado a treinta años
Año 2000**

Millones de euros

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (%)
Diciembre 1999				9.724,0	
Total 2000	2.468,5	0,0	2.468,5	—	—
Enero	133,8	—	133,8	9.857,8	6,282
Febrero	—	—	0,0	9.857,8	—
Marzo	518,0	—	518,0	10.375,8	6,033
Abril	—	—	0,0	10.375,8	—
Mayo	412,8	—	412,8	10.788,6	5,852
Junio	—	—	0,0	10.788,6	—
Julio	322,7	—	322,7	11.111,3	5,821
Agosto	—	—	0,0	11.111,3	—
Septiembre	497,2	—	497,2	11.608,5	5,676
Octubre	—	—	0,0	11.608,5	—
Noviembre	584,0	—	584,0	12.192,5	5,913
Diciembre	—	—	0,0	12.192,5	—

Fuente: Banco de España.

CUADRO A.9

Evolución de la contratación de letras del Tesoro

mm de euros

	TOTAL	Entre titulares					Gestoras con terceros				
		Total	Contado	Plazo	Repos	Simultáneas	Total	Contado	Plazo	Repos	Simultáneas
1991	1.400,6	334,2	28,7	0,4	305,1	—	1.066,4	57,6	—	1.008,8	—
1992	1.329,2	418,7	26,0	0,0	392,7	—	910,5	52,7	—	857,8	—
1993	1.234,5	421,4	30,7	0,3	390,4	—	813,1	79,3	0,0	713,3	20,5
1994	1.125,4	268,5	30,7	1,3	236,5	—	856,9	62,4	0,2	787,6	6,7
1995	1.110,9	261,5	48,2	1,8	210,4	1,1	849,4	79,0	1,2	758,7	10,5
1996	1.441,8	311,1	50,8	1,7	255,2	3,4	1.130,7	82,2	0,2	1.039,6	8,7
1997	2.445,4	502,9	69,0	2,5	430,4	1,0	1.942,5	100,5	0,8	1.827,3	13,9
1998	1.928,7	348,1	39,8	1,4	284,9	22,0	1.580,6	60,8	0,4	1.515,8	3,6
1999	2.503,1	452,5	31,6	2,0	75,3	343,6	2.050,6	48,2	1,1	1.994,1	7,2
2000	2.508,2	428,1	21,8	1,7	42,4	362,2	2.080,1	57,7	0,4	1.993,2	28,8

Fuente: Banco de España.

CUADRO A.10

Evolución de la contratación de bonos y obligaciones

mm de euros

	TOTAL	Entre titulares					Gestoras con terceros				
		Total	Contado	Plazo	Repos	Simultáneas	Total	Contado	Plazo	Repos	Simultáneas
1991	870,8	296,2	47,7	64,1	139,9	44,5	574,6	72,8	—	501,8	—
1992	1.546,3	555,6	124,7	37,1	203,1	190,7	990,7	186,6	—	804,1	—
1993	3.790,1	1.443,5	308,1	41,9	491,9	601,6	2.346,6	790,2	16,8	1.135,5	404,1
1994	5.508,2	2.009,7	458,0	38,2	422,3	1.091,2	3.498,5	747,3	41,1	1.863,8	846,3
1995	5.586,4	1.673,0	405,5	32,6	186,3	1.048,6	3.913,4	554,6	37,4	2.544,9	776,5
1996	7.354,6	2.370,0	558,9	28,7	227,7	1.554,7	4.984,6	745,2	30,9	3.046,1	1.162,4
1997	9.906,8	2.751,9	495,7	27,6	232,1	1.996,5	7.154,9	1.035,0	43,7	4.730,7	1.345,5
1998	12.505,4	2.868,4	442,6	23,4	142,9	2.259,5	9.637,0	1.168,5	29,0	6.718,4	1.721,1
1999	10.563,0	2.829,5	459,0	6,8	49,1	2.314,6	7.733,5	1.256,6	26,3	5.588,4	862,2
2000	11.187,4	3.872,5	484,3	6,8	112,2	3.269,2	7.314,9	1.005,9	7,5	5.803,1	498,4

Fuente: Banco de España.

CUADRO A.11

Evolución de la contratación de deuda segregada

mm de euros

	TOTAL	Entre titulares					Gestoras con terceros				
		Total	Contado	Plazo	Repos	Simultáneas	Total	Contado	Plazo	Repos	Simultáneas
1998	45,2	19,5	14,0	0,4	—	5,1	25,7	22,1	0,5	—	3,1
1999	43,2	12,0	8,3	0,8	—	2,9	31,2	13,7	0,8	15,3	1,4
2000	93,1	11,0	6,0	0,1	—	4,9	82,1	9,7	0,5	68,7	3,2

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

CUADRO A.12

Deuda del Estado. Transferencias de valores

	A vencimiento		Con orden de retorno		Total	
	2000	1999	2000	1999	2000	1999
NÚMERO DE OPERACIONES						
Total	51.577	29.248	134.317	96.468	185.894	125.716
Letras del Tesoro	5.548	7.207	58.671	32.235	64.219	39.442
Bonos y obligaciones	44.880	21.459	75.355	64.193	120.235	85.652
Deuda segregada	1.149	582	291	40	1.440	622
IMPORTES TRANSFERIDOS (mm de euros)						
Total	1.188,4	190,1	314,3	380,8	1.502,7	570,9
Letras del Tesoro	87,1	6,8	80,3	69,7	167,4	76,5
Bonos y obligaciones	1.078,4	180,1	233,7	311,0	1.312,1	491,1
Deuda segregada	22,9	3,2	0,3	0,1	23,2	3,3

Fuente: Banco de España.

CUADRO A.13

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

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total	
	2000	1999	2000	1999	2000	1999	2000	1999	2000	1999
Total	6,0	7,2	0,1	0,1	30,5	30,4	15,9	13,9	52,5	51,6
Letras del Tesoro	1,6	1,5	0,0	0,1	41,4	40,0	7,9	6,8	50,9	48,4
Bonos y obligaciones	7,4	9,1	0,1	0,2	29,3	30,0	18,7	16,9	55,5	56,2
Deuda segregada	1,3	1,5	0,1	0,1	5,9	1,1	0,7	0,3	8,0	3,0

Fuente: Banco de España.

CUADRO A.14

**Diferencias en los tipos de interés aplicados por las entidades gestoras en las ventas a sus clientes
Medias del año 2000**

%

	COMPRVENTAS SIMPLES AL CONTADO					
	Mercado titulares	Altas en gestoras	Diferencial			
LETRAS DEL TESORO:						
Hasta tres meses	4,03	3,77	0,26			
Entre tres y seis meses	4,30	4,21	0,09			
Entre seis y ocho meses	4,35	4,70	-0,35			
Entre ocho y doce meses	4,62	4,66	-0,04			
Entre doce y dieciocho meses	4,69	4,62	0,07			
BONOS Y OBLIGACIONES:						
Hasta un año	4,62	4,56	0,06			
Entre uno y dos años	4,87	4,92	-0,05			
Entre dos y tres años	5,04	4,77	0,27			
Entre tres y cuatro años	5,14	4,96	0,18			
Entre cuatro y seis años	5,26	5,09	0,17			
Entre seis y diez años	5,52	5,50	0,02			
Más de diez años	5,70	5,75	-0,05			
COMPRVENTAS CON COMPROMISO DE RECOMPRA A FECHA FIJA						
	Letras del Tesoro			Bonos y obligaciones		
	Mercado titulares	Altas en gestoras	Diferencial	Mercado titulares	Altas en gestoras	Diferencial
Día a día	4,01	4,03	-0,02	4,03	3,99	0,04
Entre dos y cinco días	3,95	4,19	-0,24	3,97	4,14	-0,17
Una semana	3,73	3,87	-0,14	4,10	3,93	0,17
Un mes	3,93	3,78	0,15	3,87	3,97	-0,10
Entre uno y tres meses	4,09	3,86	0,23	4,18	4,05	0,13
Más de tres meses	3,91	4,13	-0,22	4,44	4,25	0,19

Fuente: Banco de España.

CUADRO A.15

Contratación de deuda pública en el mercado bursátil
Volúmenes negociados

mm de euros

	Bonos y obligaciones	Letras del Tesoro	Otras deudas públicas	Total deuda Administración Central	Deuda Comunidades Autónomas
Total 1993	3,2	0,2	0,0	3,4	0,0
Total 1994	20,1	0,3	0,1	20,5	0,1
Total 1995	21,2	0,4	0,6	22,2	0,2
Total 1996	49,0	0,6	0,3	49,9	0,1
Total 1997	19,0	0,5	0,0	19,5	0,1
Total 1998	0,4	0,1	0,1	0,6	0,2
Total 1999	6,7	9,0	0,0	15,7	3,0
Total 2000	2,1	3,7	0,0	5,8	0,0
I TR	0,8	1,3	0,0	2,1	0,0
II TR	0,4	0,7	0,0	1,1	0,0
IIITR	0,4	0,6	0,0	1,0	0,0
IVTR	0,5	1,1	0,0	1,6	0,0

Fuente: Banco de España.

CUADRO A.16

Distribución por inversores de la deuda anotada del Estado
Carteras registradas

mm de euros y %

	Letras del Tesoro				Bonos y obligaciones				Principales y cupones			
	1999		2000		1999		2000		1999		2000	
	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%
Total	53,1	100,0	44,7	100,0	195,1	100,0	213,5	100,0	17,1	100,0	18,7	100,0
Sistema crediticio	6,7	12,6	3,1	6,9	26,7	13,7	16,2	7,6	1,3	7,6	0,6	3,2
Banco de España	3,0	5,6	0,5	1,1	11,8	6,0	6,3	3,0	0,2	1,2	0,0	0,0
Bancos	2,4	4,6	1,6	3,6	6,0	3,1	2,9	1,4	0,7	4,1	0,3	1,6
Cajas de ahorros	0,8	1,4	0,6	1,3	4,4	2,2	3,2	1,5	0,3	1,8	0,2	1,1
Cooperativas	0,2	0,3	0,2	0,4	1,3	0,7	1,3	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto	0,4	0,7	0,3	0,7	3,2	1,7	2,5	1,2	0,1	0,6	0,0	0,0
Otras instituciones												
financieras	32,2	60,6	23,4	52,3	82,5	42,3	75,9	35,6	10,6	62,0	10,8	57,8
Fondos de inversión	26,8	50,5	16,6	37,1	53,3	27,3	44,1	20,7	6,7	39,2	6,5	34,8
Fondos de pensiones	1,0	1,8	1,8	4,0	7,4	3,8	8,5	4,0	0,3	1,8	0,4	2,1
Seguros	1,1	2,1	1,3	2,9	20,4	10,4	21,5	10,1	3,6	21,1	3,9	20,9
Resto	3,3	6,2	3,7	8,3	1,4	0,7	1,8	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas no financieras	7,8	14,6	8,7	19,5	19,4	9,9	22,7	10,6	2,2	12,9	1,8	9,6
Familias	5,6	10,5	7,9	17,7	7,7	3,9	8,5	4,0	0,2	1,2	0,8	4,3
Administraciones Públicas	0,3	0,5	0,3	0,7	0,4	0,2	0,6	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
No residentes	0,6	1,1	1,3	2,9	58,5	30,0	89,5	41,9	2,8	16,4	4,7	25,1

Fuente: Banco de España.

CUADRO A.17

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

mm de euros y %

	Letras del Tesoro				Bonos y obligaciones				Principales y cupones			
	1999		2000		1999		2000		1999		2000	
	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%
Total	53,1	100,0	44,7	100,0	195,1	100,0	213,5	100,0	17,1	100,0	18,7	100,0
Sistema crediticio	26,3	49,5	24,2	54,1	63,9	32,8	62,8	29,4	1,9	11,1	1,9	10,2
Banco de España	0,0	0,0	0,0	0,0	3,3	1,7	3,2	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Bancos	17,5	33,0	14,3	32,0	29,5	15,1	28,1	13,2	1,0	5,8	1,0	5,3
Cajas de ahorros	7,8	14,7	8,7	19,5	26,2	13,4	27,9	13,1	0,9	5,3	0,8	4,3
Cooperativas	0,7	1,3	1,0	2,2	2,2	1,1	2,1	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto	0,3	0,6	0,3	0,7	2,7	1,4	1,5	0,7	0,1	0,6	0,0	0,0
Otras instituciones												
financieras	22,2	41,8	13,6	30,4	58,8	30,1	47,7	22,3	10,3	60,2	10,1	54,0
Fondos de inversión	19,1	36,0	10,0	22,4	32,9	16,9	21,6	10,1	6,6	38,6	5,9	31,6
Fondos de pensiones	0,3	0,6	0,4	0,9	5,7	2,9	6,6	3,1	0,3	1,8	0,3	1,6
Seguros	0,2	0,4	0,2	0,4	19,7	10,1	19,0	8,9	3,5	20,5	3,9	20,9
Resto	2,7	5,1	3,0	6,7	0,5	0,3	0,6	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas no financieras	0,9	1,7	1,4	3,1	7,5	3,8	8,2	3,8	2,1	12,3	1,6	8,6
Familias	2,4	4,5	3,4	7,6	2,3	1,2	2,5	1,2	0,1	0,6	0,6	3,2
Administraciones Públicas	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
No residentes	1,2	2,3	2,2	4,9	62,5	32,0	92,2	43,2	2,7	15,8	4,5	24,1

Fuente: Banco de España.

Efecto «lavado de cupón» sobre las carteras de no residentes

mm de euros

	Cartera registrada			Cartera a vencimiento		
	Observada	Efecto "lavado de cupón"	Corregida	Observada	Efecto "lavado de cupón"	Corregida
1/1/1999	32,7	1,8	30,9	40,0	0,9	39,1
8/1/1999	33,3	1,8	31,5	40,0	0,9	39,1
15/1/1999	33,8	1,2	32,6	39,0	0,4	38,6
22/1/1999	37,3	1,3	36,0	41,9	0,5	41,4
29/1/1999	46,4	11,4	35,0	45,8	4,2	41,6
5/2/1999	45,0	9,5	35,5	44,2	3,1	41,1
12/2/1999	45,5	9,5	36,0	44,5	3,1	41,4
19/2/1999	47,1	10,2	36,9	46,4	3,7	42,7
26/2/1999	50,7	13,7	37,0	46,4	4,5	41,9
5/3/1999	41,3	2,5	38,8	42,0	0,0	42,0
12/3/1999	44,2	2,8	41,4	44,8	0,0	44,8
19/3/1999	45,6	4,8	40,8	46,6	0,3	46,3
26/3/1999	43,6	2,7	40,9	48,2	0,4	47,8
2/4/1999	51,6	7,1	44,5	53,6	2,2	51,4
9/4/1999	52,6	7,0	45,6	53,1	2,1	51,0
16/4/1999	50,0	5,1	44,9	52,0	1,6	50,4
23/4/1999	52,2	5,4	46,8	52,9	2,1	50,8
30/4/1999	47,8	0,6	47,2	49,5	0,3	49,2
7/5/1999	47,3	0,5	46,8	50,0	0,3	49,7
14/5/1999	51,8	1,8	50,0	51,7	0,5	51,2
21/5/1999	51,6	1,8	49,8	52,1	0,6	51,5
28/5/1999	51,3	2,0	49,3	52,2	0,6	51,6
4/6/1999	52,0	1,3	50,7	52,3	0,2	52,1
11/6/1999	51,8	1,3	50,5	53,2	0,2	53,0
18/6/1999	52,8	0,1	52,7	51,8	0,0	51,8
25/6/1999	53,3	0,4	52,9	51,3	0,0	51,3
2/7/1999	51,5	0,3	51,2	50,5	0,0	50,5
9/7/1999	50,7	0,3	50,4	49,9	0,0	49,9
16/7/1999	52,4	0,6	51,8	50,8	0,1	50,7
23/7/1999	51,2	0,6	50,6	50,9	0,1	50,8
30/7/1999	52,0	1,2	50,8	51,5	0,1	51,4
6/8/1999	51,5	1,0	50,5	50,9	0,0	50,9
13/8/1999	53,8	1,1	52,7	52,8	0,0	52,8
20/8/1999	53,6	1,4	52,2	53,2	0,2	53,0
27/8/1999	53,7	1,3	52,4	53,2	0,3	52,9
3/9/1999	54,8	0,0	54,8	53,2	0,0	53,2
10/9/1999	55,8	0,0	55,8	54,2	0,0	54,2
17/9/1999	55,3	0,0	55,3	55,3	0,1	55,2
24/9/1999	54,9	0,1	54,8	55,5	0,3	55,2
1/10/1999	57,7	2,8	54,9	58,7	1,8	56,9
8/10/1999	61,2	2,8	58,4	57,5	1,8	55,7
15/10/1999	61,3	2,8	58,5	58,6	1,8	56,8
22/10/1999	61,3	3,0	58,3	58,5	2,0	56,5
29/10/1999	61,4	3,1	58,3	57,1	2,0	55,1
5/11/1999	58,4	0,0	58,4	54,6	0,0	54,6
12/11/1999	58,4	0,0	58,4	56,1	0,0	56,1
19/11/1999	59,5	0,0	59,5	56,6	0,0	56,6
26/11/1999	58,5	0,0	58,5	56,7	0,0	56,7
3/12/1999	57,5	0,0	57,5	55,8	0,0	55,8
10/12/1999	58,0	0,0	58,0	58,5	0,0	58,5
17/12/1999	59,5	0,0	59,5	61,3	0,0	61,3
24/12/1999	58,2	0,0	58,2	58,4	0,0	58,4
31/12/1999	57,8	0,1	57,7	60,0	0,1	59,9

CUADRO A.18

Efecto «lavado de cupón» sobre las carteras de no residentes (continuación)

mm de euros

	Cartera registrada			Cartera a vencimiento		
	Observada	Efecto "lavado de cupón"	Corregida	Observada	Efecto "lavado de cupón"	Corregida
7/1/2000	58,6	0,1	58,5	61,5	0,0	61,5
14/1/2000	61,3	0,4	60,9	62,9	0,1	62,8
21/1/2000	65,9	0,7	65,2	65,5	0,6	64,9
28/1/2000	70,5	7,3	63,2	66,6	2,0	64,6
4/2/2000	71,2	6,6	64,6	65,9	2,1	63,8
11/2/2000	70,3	6,8	63,5	67,0	2,2	64,8
18/2/2000	74,3	7,4	66,9	69,4	3,1	66,3
25/2/2000	71,6	8,4	63,2	70,4	3,6	66,8
3/3/2000	67,6	1,1	66,5	68,2	0,6	67,6
10/3/2000	71,9	1,2	70,7	70,5	0,6	69,9
17/3/2000	72,1	2,9	69,2	71,8	1,7	70,1
24/3/2000	72,1	3,1	69,0	71,7	1,9	69,8
31/3/2000	72,7	5,3	67,4	72,8	2,7	70,1
7/4/2000	72,9	5,2	67,7	73,0	2,7	70,3
14/4/2000	75,3	5,3	70,0	75,4	2,7	72,7
21/4/2000	70,8	3,6	67,2	71,9	1,7	70,2
28/4/2000	70,2	3,9	66,3	71,9	1,8	70,1
5/5/2000	67,1	0,2	66,9	69,5	0,0	69,5
12/5/2000	68,1	0,6	67,5	70,2	0,0	70,2
19/5/2000	68,6	0,8	67,8	69,8	0,1	69,7
26/5/2000	69,8	0,9	68,9	68,6	0,1	68,5
2/6/2000	70,1	0,5	69,6	68,9	0,0	68,9
9/6/2000	70,7	0,5	70,2	70,2	0,1	70,1
16/6/2000	71,9	0,0	71,9	72,2	0,0	72,2
23/6/2000	69,9	0,0	69,9	72,8	0,0	72,8
30/6/2000	70,4	0,0	70,4	71,9	0,0	71,9
7/7/2000	73,2	0,0	73,2	73,2	0,0	73,2
14/7/2000	74,4	0,0	74,4	75,5	0,1	75,4
21/7/2000	74,1	0,1	74,0	75,2	0,1	75,1
28/7/2000	72,8	0,8	72,0	75,7	0,2	75,5
4/8/2000	74,1	0,8	73,3	75,9	0,1	75,8
11/8/2000	76,9	0,8	76,1	78,5	0,1	78,4
18/8/2000	76,6	0,8	75,8	78,2	0,1	78,1
25/8/2000	76,1	0,8	75,3	78,1	0,3	77,8
1/9/2000	74,8	0,0	74,8	78,0	0,0	78,0
8/9/2000	78,0	0,0	78,0	78,3	0,0	78,3
15/9/2000	76,9	0,0	76,9	79,1	0,0	79,1
22/9/2000	78,0	0,0	78,0	82,2	0,0	82,2
29/9/2000	79,7	0,8	78,9	82,2	0,2	82,0
6/10/2000	81,9	0,8	81,1	84,5	0,2	84,3
13/10/2000	84,0	0,8	83,2	87,1	0,2	86,9
20/10/2000	83,5	0,8	82,7	87,5	0,3	87,2
27/10/2000	86,0	0,9	85,1	88,7	0,3	88,4
3/11/2000	84,9	0,0	84,9	88,7	0,0	88,7
10/11/2000	85,7	0,0	85,7	88,7	0,0	88,7
17/11/2000	85,9	0,0	85,9	90,6	0,0	90,6
24/11/2000	85,9	0,0	85,9	89,6	0,0	89,6
1/12/2000	87,3	0,0	87,3	89,1	0,0	89,1
8/12/2000	88,9	0,0	88,9	90,5	0,0	90,5
15/12/2000	88,1	0,6	87,5	90,9	0,1	90,8
22/12/2000	88,7	1,1	87,6	92,4	0,2	92,2
29/12/2000	89,5	1,3	88,2	91,9	0,3	91,6

Fuente: Banco de España

**Distribución de titulares de cuenta por grupo de agentes
Año 2000**

Total miembros	Titulares de cuenta en la Central de Anotaciones									
	Titulares simples				Entidades gestoras de capacidad plena			Entidades gestoras de capacidad restringida		
	Total	De las cuales			Total	De las cuales		Total	Titulares	No titulares
		Nego- ciantes de deuda	De los cuales			Nego- ciantes de deuda	De los cuales			
			Creadores de mercado			Creadores de mercado				
Total	245	149	14	10	79	14	12	17	8	9
Bancos	104	66	—	—	38	9	9	—	—	—
Cajas de ahorros	47	20	—	—	27	4	3	—	—	—
Cooperativas de crédito	27	24	—	—	3	—	—	—	—	—
Sociedades de valores	25	5	—	—	10	1	—	10	8	2
Agencias de valores	7	—	—	—	—	—	—	7	—	7
Entidades no residentes	18	18	14	10	—	—	—	—	—	—
Otras entidades	17	16	—	—	1	—	—	—	—	—

Fuente: Banco de España.

GLOSARIO

ACTIVO SUBYACENTE: Activo al que se refieren los contratos de productos derivados, por lo que su precio condiciona el valor de estos.

ANOTACIÓN EN CUENTA: Registro contable que representa un conjunto de derechos de contenido económico, asociado a un valor. La persona que aparece legitimada en los asientos del registro contable goza de la presunción de titularidad del mismo, no siendo posible la reivindicación a terceros de buena fe que lo hayan adquirido a título oneroso. La transmisión de una anotación en cuenta tiene lugar por transferencia contable, sin que sea necesaria la intervención de fedatario público. La inscripción de la transmisión es oponible frente a terceros y produce los mismos efectos que la tradición de los títulos físicos. La legitimación para la transmisión y para el ejercicio de los derechos derivados de los valores representados por anotaciones en cuenta puede acreditarse mediante la exhibición de certificados expedidos por las entidades encargadas de los registros. Dichos certificados, únicos para los mismos valores y para el ejercicio de los mismos derechos, no tienen más función que la acreditación de la legitimación y no es posible su utilización como título de tradición ni su negociación.

BONO DEL ESTADO: Valor de deuda pública con cupón anual, emitido a un plazo comprendido entre dos y cinco años. Actualmente, se emite mensualmente a unos plazos típicos de tres y cinco años.

BONO NOCIONAL: Bono teórico que se emplea como activo subyacente en los mercados de futuros sobre deuda pública como sustituto de los bonos reales, para favorecer la liquidez de dichos mercados. Sus características actuales, en el mercado MEFF Renta Fija para el plazo a diez años, son las siguientes: emitido a la par al vencer el futuro, con un nominal de 100.000 euros y un cupón anual del 4 %.

BONO SEGREGABLE: Valor negociable con cupones periódicos que son susceptibles de segregación y negociación separada del principal, de modo que un valor con n pagos periódicos de cupón se convierte en n+1 (incluyendo el principal) bonos emitidos a descuento. En lo que al ámbito de la Central de Anotaciones se refiere, la posibilidad de segregación y reconstitución de bonos y obligaciones del Estado y de Comunidades Autónomas que hayan recibido la calificación de segregables requiere autorización del Ministerio de Economía y Hacienda. Las se-

gregaciones, que solo pueden ser realizadas por creadores de mercado, deberán realizarse sobre importes nominales múltiples de 100.000 euros, con un mínimo de 500.000 euros.

CANJE DE DEUDA: Operación en virtud de la cual el Tesoro realiza permutas de valores de deuda pública: los entregados por parte del Tesoro suponen una nueva emisión y los recibidos por él son retirados de la circulación y amortizados. Este intercambio de valores suele instrumentarse en forma de suabasta.

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: Servicio público del Estado, sin personalidad jurídica, que gestiona el Banco de España por cuenta del Tesoro. Asume la llevanza del Registro Central de los valores negociados en este mercado y organiza la compensación y liquidación de las operaciones que en él se realicen.

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

cuando bajan los tipos de interés, y a menores descensos de precios cuando suben los tipos de interés.

CREADORES DE MERCADO: Miembros del mercado de deuda pública cuya función es favorecer su liquidez y cooperar con el Tesoro en la difusión exterior e interior de la deuda del Estado. Participan en la red de mediadores especializados de deuda anotada (MEDAS) y adquieren una serie de compromisos de cotización y negociación en el mercado de deuda anotada, así como en relación con la emisión y colocación de deuda emitida por el Tesoro. Son los únicos autorizados a acudir a las segundas vueltas de las subastas de deuda del Estado y deben intervenir en las operaciones de segregación y reconstitución de valores. El seguimiento de la actividad de los creadores de mercado se realiza mensualmente, de acuerdo con criterios de participación tanto en el mercado primario como en el secundario, si bien la evaluación de su actividad será hecha pública por el Tesoro anualmente.

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

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

CUENTAS DIRECTAS DEL BANCO DE ESPAÑA: Cuentas de valores anotados propiedad de terceros que han elegido como entidad gestora al Banco de España. La operatividad de estas cuentas es limitada.

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

ENTIDADES GESTORAS: Miembros del mercado de deuda pública anotada que han sido autorizados por el Ministerio de Economía 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.

INFOMEDAS: Pantalla de cotizaciones que refleja las mejores cotizaciones firmes comunicadas a los *brokers* del segmento ciego del mercado de deuda pública en anotaciones. Las cotizaciones son por un mínimo de cinco millones de euros y a ellas solo tienen acceso los negociantes de deuda.

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

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

LETRAS DEL TESORO: Valores de deuda pública a corto plazo emitidos a descuento. Actualmente, los plazos típicos de emisión son seis, doce y dieciocho meses, aunque han existido emisiones a tres meses.

MEDIADORES DEL MERCADO: Agentes cuya actividad exclusiva consiste en la puesta en contacto y asesoramiento de los miembros del mercado de deuda pública, sin que su mediación suponga interposición en la operación. Existe un grupo de mediadores, que coincide con el de mediadores del Servicio de Liquidación del Banco de España, que realizan su labor en el segundo escalón del mercado, mientras que un subgrupo del anterior sirve la negociación en el mercado ciego. Los mediadores también son denominados *brokers*.

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

MERCADO CIEGO: Ámbito de negociación donde los participantes, negociantes de deuda, tanto si son creadores de mercado

- como aspirantes a creador, cotizan sus precios de compra y venta en firme, a través de un conjunto de mediadores especializados de deuda anotada (MEDAS) que muestran los mejores precios de compra y de venta. Las operaciones en este ámbito se realizan, por tanto, sin conocimiento de la contrapartida de la operación.
- MERCADO DE FUTUROS:** Mercado derivado, organizado, dotado de una cámara de compensación que se interpone entre las partes, en el que se negocian compraventas a plazos normalizados de un activo subyacente, a un precio fijado en el momento de contratar la operación.
- MERCADO DE OPCIONES:** Mercado derivado en el que se negocia un contrato con liquidación aplazada que otorga al comprador el derecho, pero no la obligación, a la compra (opción de compra) o venta (opción de venta) del activo subyacente. El precio que se pacta en la opción para la compraventa futura se denomina precio de ejercicio.
- MERCADO DERIVADO:** Mercado organizado en el que se negocian productos derivados de un activo subyacente, con liquidación aplazada y características normalizadas.
- NECESIDAD DE ENDEUDAMIENTO:** Concepto que añade a las necesidades de financiación del Estado la variación neta de activos financieros. Supone una valoración de la necesidad neta de captación de recursos por parte del Estado, a través de sus operaciones financieras. En algunas ocasiones se recoge en términos brutos, añadiéndole las amortizaciones que proceden de operaciones financieras de ejercicios anteriores.
- NEGOCIANTE DE DEUDA:** Miembro del mercado de deuda pública que, dadas sus especiales condiciones de solvencia y de participación en la negociación de este mercado, tienen acceso a la red de mediadores especializados de deuda anotada (MEDAS) o ámbito ciego del mercado.
- 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 a medio y largo plazo que está dispuesto a emitir. En España, dicho sistema consta de un mínimo, un máximo y un objetivo previsto. El mínimo está establecido de forma individual para cada instrumento, mientras que el previsto y el máximo, que se fijan para cada subasta, afectan de forma conjunta a los instrumentos subastados un mismo día: bonos a tres años y obligaciones a diez y —si se emiten ese mes— a treinta años, por un lado; y bonos a cinco años y obligaciones a quince años, por otro.
- OBLIGACIÓN DEL ESTADO:** Valor de deuda pública con cupón anual, emitido a un plazo superior a los cinco años. Actualmente, los plazos típicos de emisión son diez, quince y treinta años.
- OPERACIÓN A PLAZO:** En el caso del mercado español de deuda pública, operación simple en la que la transmisión del valor se efectúa en alguna fecha posterior a las cinco hábiles siguientes a la de contratación.
- OPERACIÓN AL CONTADO:** En el caso del mercado español de deuda pública, operación simple en la que la transmisión del valor se efectúa dentro de los cinco días hábiles siguientes a la fecha de contratación. Cuando no se especifica la fecha de la transmisión, se entiende por estipulada la fecha hábil siguiente a la de contratación.
- OPERACIÓN CON PACTO DE RECOMPRA A FECHA FIJA:** Operación en la que el titular de los valores los vende y se compromete a comprarlos a un precio fijo, en una fecha intermedia entre la de la venta y la de la amortización. La venta de valores adquiridos temporalmente mediante este tipo de operación está limitada a la realización de operaciones temporales cuyo vencimiento no exceda de la fecha de vencimiento de la primera operación.
- OPERACIÓN CON PACTO DE RECOMPRA A LA VISTA:** Operación en la que se fija un período durante el cual el comprador tiene la opción de exigir la recompra de los valores por el vendedor inicial en las condiciones establecidas en el momento de la contratación. Dichas condiciones se suelen fijar en términos de rentabilidad interna, independientemente de cuando 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.

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

REPO: Véase operación con pacto de recompra.

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

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

SERVICIO DE LIQUIDACIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA (SLBE): Sistema de pagos gestionado por el Banco de España, a través del cual se liquidan las operaciones del mercado interbancario de depósitos, las del mercado de FRAS y el lado de efectivo de las del mercado de deuda pública entre titulares de cuenta, entre otras. En esta red se precisa, para cada operación, la comunicación de las dos partes contratantes, salvo en el caso del mercado ciego de deuda pública, donde, debido al desconocimiento de la contraparte, la comunicación es triple, pues se requiere la comunicación del *broker* ciego que ha mediado la operación.

SIMULTÁNEA: Véase operación doble

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 vir-

tud 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).

TERCEROS: Participantes en el mercado de deuda anotada, cuyas tenencias se encuentran anotadas en el registro de valores de alguna entidad gestora.

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

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

VALOR CUPÓN CERO: Valor de renta fija emitido a la par, cuya remuneración explícita se percibe íntegramente en el momento de su amortización en forma de una prima de reembolso.

VALOR EMITIDO A DESCUENTO: Valor de renta fija emitido por debajo de la par, cuya remuneración se percibe como diferencia entre el precio de adquisición y el valor nominal al que se amortiza.

VIDA RESIDUAL: Tiempo que falta, en un momento dado, hasta la fecha de amortización de un activo.

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

PUBLICACIONES PERIÓDICAS

INFORME ANUAL (ediciones en español e inglés)

CUENTAS FINANCIERAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (edición bilingüe: español e inglés) (anual)

BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA (ediciones en español e inglés) (anual)

CENTRAL DE ANOTACIONES EN CUENTA (anual)

BOLETÍN ECONÓMICO (mensual)

ECONOMIC BULLETIN (trimestral)

BOLETÍN ESTADÍSTICO (mensual)

BOLETÍN DE ANOTACIONES EN CUENTA (diario)

CENTRAL DE BALANCES. RESULTADOS ANUALES DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS (monografía anual)

CIRCULARES A ENTIDADES DE CRÉDITO

CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA. RECOPILOCIÓN (cuatrimestral)

REGISTROS DE ENTIDADES (anual)

ESTUDIOS ECONÓMICOS (SERIE AZUL)

67. JUAN AYUSO, IGNACIO FUENTES, JUAN PEÑALOSA Y FERNANDO RESTOY: El mercado monetario español en la Unión Monetaria (1999).
68. ISABEL ARGIMÓN, ÁNGEL LUIS GÓMEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y FRANCISCO MARTÍ: El sector de las Administraciones Públicas en España (1999).
69. JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Assessing the benefits of price stability: The international experience (2000).
70. OLYMPIA BOVER Y MARIO IZQUIERDO: Ajustes de calidad en los precios: métodos hedónicos y consecuencias para la Contabilidad Nacional (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
71. MARIO IZQUIERDO Y M^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.)

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA (SERIE ROJA)

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).

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

38. ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999).
39. MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000).
40. ANA CRESPO SOLANA: El comercio marítimo entre Amsterdam y Cádiz (1713-1778) (2000).

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0103 FRANCISCO DE CASTRO, JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-PÁRAMO AND PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Evaluating the dynamics of fiscal policy in Spain: patterns of interdependence and consistency of public expenditure and revenues.
- 0104 CARSTEN KRABBE NIELSEN: Three Exchange Rate Regimes and a Monetary Union: Determinacy, Currency Crises, and Welfare.
- 0105 JUAN AYUSO AND RAFAEL REPULLO: Why Did the Banks Overbid? An Empirical Model of the Fixed Rate Tenders of the European Central Bank.
- 0106 FRANCISCO J. RUGE-MURCIA: Inflation targeting under asymmetric preferences.
- 0107 JOSÉ VIÑALS: Monetary policy issues in a low inflation environment.
- 0108 AGUSTÍN MARAVALL AND ANA DEL RÍO: Time aggregation and the Hodrick-Prescott filter.
- 0109 JORDI GALÍ AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: A new Phillips curve for Spain.

EDICIONES VARIAS (1)

- BANCO DE ESPAÑA: La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales (1997). 500 PTA / 3,01 € (*).
- TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 4.680 PTA / 28,13 € (*).
- JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS AND FERNANDO GUTIÉRREZ (Ed.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (****).
- SERVICIO JURÍDICO DEL BANCO DE ESPAÑA: Legislación de Entidades de Crédito. 4^a ed. (1999). 6.000 PTA / 36,06 € (*).
- VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 884 PTA / 5,31 € (*).
- PEDRO TEDDE DE LORCA: El Banco de San Fernando (1829-1856) (1999)(**).
- BANCO DE ESPAÑA (Ed.): Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal (2000). 2.000 PTA / 12,02 € (*).
- PABLO MARTÍN ACEÑA: El Servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000) (2000). 1.500 PTA / 9,02 € (*).
- TERESA TORTELLA: Una guía de fuentes sobre inversiones extranjeras en España (1780-1914) (2000). 1.560 PTA / 9,38 € (*).

(1) Las publicaciones marcadas con un asterisco (*) son distribuidas por el Banco de España, Sección de Publicaciones. Los precios llevan incluido el 4 % de IVA. Las publicaciones marcadas con dos asteriscos (**) son distribuidas por Alianza Editorial. Las publicaciones marcadas con tres asteriscos (***) son distribuidas por Editorial Tecnos. Las publicaciones marcadas con cuatro asteriscos (****) son distribuidas por Macmillan (Londres).

DISTRIBUCIÓN, TARIFAS Y MODALIDADES DE SUSCRIPCIÓN (1)

Todas las publicaciones pueden adquirirse en el Negociado de Distribución y Gestión (Sección de Publicaciones) del Banco de España, a excepción de aquellos libros en los que se indica otro distribuidor.

Informe anual (ediciones en español e inglés):

- España: 2.080 PTA.
- Extranjero: 3.000 PTA.

Cuentas financieras de la economía española

(ediciones en español e inglés):

- España: 2.080 PTA.
- Extranjero: 3.000 PTA.

Balanza de pagos de España (ediciones en español e inglés):

- España: 2.080 PTA.
- Extranjero: 3.000 PTA.

Central de Anotaciones en Cuenta:

- España: 1.040 PTA.
- Extranjero: 2.000 PTA.

Boletín económico y Boletín estadístico (2):

- España:
Suscripción al *Boletín económico* o *Boletín estadístico*: 20.800 PTA.
Suscripción a ambos boletines: 28.600 PTA.
Ejemplar suelto: 2.080 PTA.
- Extranjero:
Suscripción al *Boletín económico* o *Boletín estadístico*: 31.000 PTA.
Suscripción a ambos boletines: 48.000 PTA.
Ejemplar suelto: 3.000 PTA.

Economic bulletin (2):

- España:
Suscripción anual: 7.488 PTA.
Ejemplar suelto: 2.080 PTA.
- Extranjero:
Suscripción anual: 14.250 PTA.
Ejemplar suelto: 3.000 PTA.

Boletín estadístico y Boletín económico (en disquetes, mensual) (3):

- España:
Suscripción anual: 67.280 PTA.
Disquete suelto: 3.480 PTA.
- Extranjero:
Suscripción anual: 70.000 PTA.
Disquete suelto: 4.500 PTA.

Indicadores económicos:

- España: suscripción anual: 79.716 PTA.
- Extranjero: suscripción anual: 142.800 PTA.

Sistema de información en línea (SILBE):

- Cuota de conexión: 116.000 PTA.
- Área Servicio de Estudios: 139.200 PTA.
- Área Oficina de Operaciones: 139.200 PTA.

Series históricas de mercados financieros

(en disquete, ejemplar suelto):

- España: 2.320 PTA.
- Extranjero: 3.000 PTA.

Manual de la Central de Anotaciones:

- Ejemplar suelto: 5.200 PTA.

Boletín de anotaciones en cuenta (4):

- España:
Suscripción anual por correo: 33.280 PTA.
Suscripción anual por fax: 33.280 PTA.
Números sueltos: 208 PTA.
- Extranjero (por avión): suscripción anual: 95.000 PTA.

Circulares a entidades de crédito:

- España: suscripción anual: 14.560 PTA.
- Extranjero: suscripción anual: 28.000 PTA.

Circulares del Banco de España. Recopilación:

- Recopilación: 7.280 PTA.
- Actualización anual: 3.120 PTA.

Publicaciones de la Central de Balances:

- *Monografía anual*:
 - España: Libro o CD-ROM: 2.000 PTA.
- *Estudios de encargo*:
 - Precio según presupuesto adaptado a cada petición (5).
- *Proyecto BACH (Bank for the Accounts of Companies Harmonised)*:
 - España: consultar a la Central de Balances.

Estudios económicos (Serie azul) y Estudios de historia económica (Serie roja):

- España:
Volumen normal: 884 PTA.
Volumen extra: 1.560 PTA.
- Extranjero:
Volumen normal: 1.800 PTA.
Volumen extra: 3.400 PTA.

Documentos de trabajo:

- España:
Suscripción anual: 7.280 PTA.
Ejemplar suelto: 312 PTA.
- Extranjero:
Suscripción anual: 10.000 PTA.
Ejemplar suelto: 430 PTA.

Registros de entidades (anual):

- España: 2.522 PTA.

Registros de entidades (en disquetes, mensual) (6):

- España:
Suscripción anual: 32.480 PTA.
Disquete suelto: 2.088 PTA.
- Extranjero:
Suscripción anual: 36.000 PTA.
Disquete suelto: 2.800 PTA.

Memoria del Servicio de Reclamaciones

- España: 1.040 PTA.
- Extranjero: 2.000 PTA.

Ediciones varias (7).

- (1) Los precios para España llevan incluido el 4% de IVA. Canarias, Ceuta, Melilla y extranjero están exentos del IVA, así como los residentes en el resto de la Unión Europea que comuniquen el NIF. En disquetes y CD-ROM se incluye el 16% de IVA.
- (2) La suscripción al *Boletín económico y/o estadístico* incluye el envío gratuito del *Informe anual*, de las *Cuentas financieras de la economía española* y de la *Balanza de pagos de España*. La suscripción al *Economic bulletin* incluye el envío gratuito de las ediciones en inglés del *Informe anual*, de las *Cuentas financieras de la economía española* y de los Documentos de Trabajo (inglés y español). La distribución al extranjero será por vía aérea.
- (3) La suscripción al *Boletín estadístico* y *Boletín económico* en disquetes incluye la información contenida en dichas publicaciones, pero con las «Series históricas» completas. La suscripción supone el envío simultáneo del correspondiente *Boletín estadístico*, del *Boletín económico* y de las especificaciones técnicas y de manejo de los disquetes.
- (4) Incluye el envío gratuito de la Memoria de la Central de Anotaciones en Cuenta.
- (5) Dirigirse al Servicio de Difusión de la Central de Balances (teléfonos 3386931, 338 69 29 y 338 69 30, fax 338 68 80; envíos postales a calle de Alcalá, 50, 28014 Madrid). No se acomete ningún trabajo sin la previa aceptación del presupuesto. No se atienden peticiones de empresas que hayan negado su colaboración.
- (6) La suscripción al Registro de entidades en disquete incluye el envío gratuito del *Boletín económico* mensual.
- (7) Los precios de los libros que distribuye el Banco de España figuran a continuación de cada título. Dichos precios llevan incluido el 4% de IVA en las ventas al territorio peninsular y Baleares. Para otros destinos, consultar precios.

Información: Banco de España. Sección de Publicaciones. Negociado de Distribución y Gestión.
Alcalá, 50. 28014 Madrid - Teléfono: 91 338 5180 - Fax: 91 338 5320 - e-mail: publicaciones@bde.es