

Central de Anotaciones

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

2001

BANCO DE ESPAÑA

Madrid 2002

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 en la dirección <http://www.bde.es>.

ISBN: 84-7793-786-9
ISSN: 1138-0462
Depósito legal: M. 14078-2002

Imprenta del Banco de España

Índice general

	<u>Páginas</u>
I. SITUACIÓN GENERAL DE LOS MERCADOS	7
I.1. La situación económica general	7
I.2. Los mercados financieros internacionales	9
I.3. La economía española	11
I.4. El mercado de deuda pública en España	12
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	20
II.2.3. Recompras de deuda	22
III. MERCADO SECUNDARIO DE DEUDA ANOTADA DEL ESTADO	25
III.1. Descripción general	25
III.2. Negociación entre titulares	26
III.2.1. Operaciones simples al contado	28
III.2.2. Operaciones <i>repo</i>	29
III.2.3. Operaciones simultáneas	29
III.2.4. Transferencias de valores	30
III.3. Negociación con terceros	30
III.3.1. Operaciones simples al contado	31
III.3.2. Operaciones <i>repo</i>	32
III.3.3. Operaciones simultáneas	32
III.4. Mercados derivados	33
IV. DISTRIBUCIÓN DE SALDOS POR GRUPOS DE AGENTES	35
IV.1. Distribución de saldos vivos	35
IV.2. Posición de no residentes	37
IV.3. El Banco de España como entidad gestora	38
V. OTROS EMISORES	39
V.1. Mercado primario	39
V.2. Mercado secundario	41
V.3. Distribución por inversores	42

	<u>Páginas</u>
VI. SUPERVISIÓN DEL SISTEMA	43
VII. INNOVACIONES Y TEMAS PENDIENTES	45
VII.1. Introducción	45
VII.2. Innovaciones	45
VII.2.1. Nuevos titulares en CADE	45
VII.2.2. Modificación de la figura de Creador de Mercado de deuda pública ..	46
VII.2.3. Mejora de la calificación crediticia de la deuda española	46
VII.2.4. Cambios en la política del Tesoro	47
VII.2.5. Cambios en la organización de la industria de mercados financieros españoles	48
VII.3. Temas pendientes	50
APÉNDICE ESTADÍSTICO	53
GLOSARIO	67

I. Situación general de los mercados

I.1. LA SITUACIÓN ECONÓMICA GENERAL

El panorama general de desaceleración de la actividad que presentaba la economía mundial en la parte final del año 2000 se vio agudizado a lo largo del año 2001, en el que la actividad productiva sufrió un recorte de su crecimiento como consecuencia, principalmente, de la evolución de la formación bruta de capital fijo. La incursión en una fase descendente del ciclo económico se vio acompañada de una significativa corrección general de los precios con una flexión a la baja de la inflación, tras un período aproximado de dos años de tasas de inflación crecientes (véase gráfico I.1).

Durante 1999 y 2000, ante la evolución alcista que se venía observando en la inflación, las autoridades monetarias se propusieron imprimir un tono más restrictivo a sus políticas aumentando los tipos de interés básicos de intervención. Desde la segunda mitad de 2000, esta estrategia comenzó a lograr su objetivo de control de los precios. A partir de entonces, fue necesaria la instrumentación de políticas monetarias menos restrictivas, a la luz de las peores perspectivas que iba tomando la actividad en las economías occidentales y una vez que los riesgos y las tensiones inflacionistas latentes habían sido corregidos de un modo considerable.

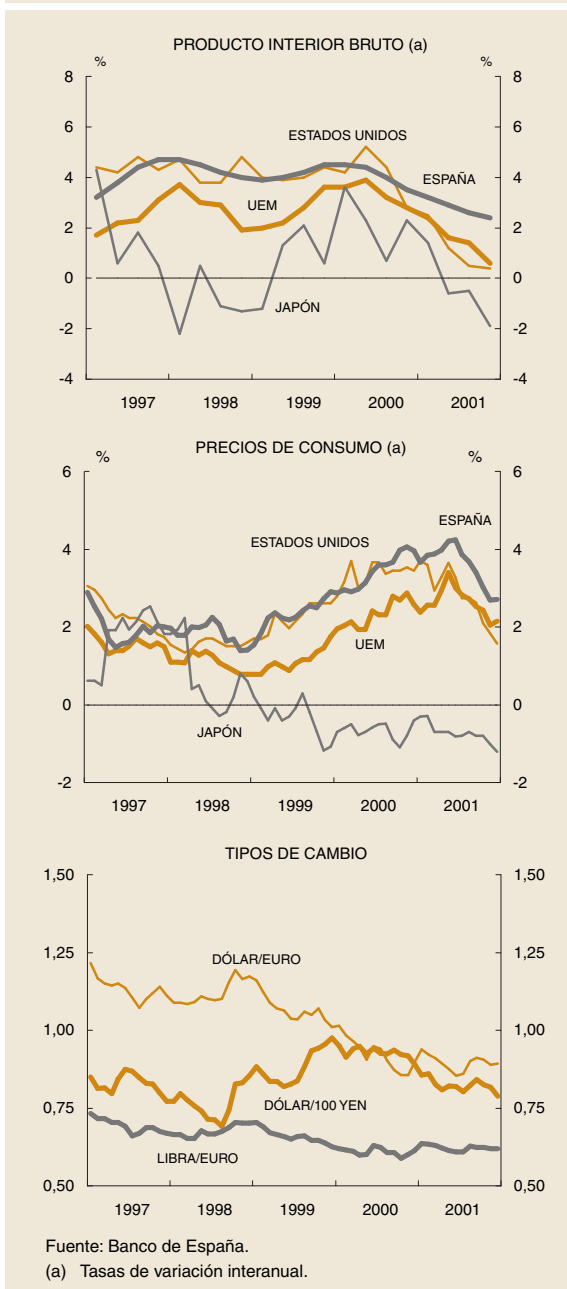
La situación general pudo verse agravada a partir de los sucesos del 11 de septiembre (1), en la medida en que estos pudieron incidir, de forma adicional, en las expectativas empresariales y agudizar la negativa evolución que se venía registrando en la inversión privada. Sin que pueda realizarse una valoración precisa de la contribución de dichos sucesos, lo cierto es que desde aquel momento algunos indicadores mostraron una evolución más negativa, principalmente en EEUU. En concreto, desde septiembre, el euro comenzó a apreciarse respecto al dólar tras casi dos años y medio de depreciación continuada.

La prolongada fase alcista del ciclo en la economía norteamericana comenzó a dar signos de cierto agotamiento en la segunda mitad de 2000, pese a que en dicho año el crecimiento del PIB fue de un 4,1 %. Su reducción hasta el 1,2 % observado en 2001 se debió, principalmente, a la contracción de la formación bruta de capital, que pasó de crecer a una tasa del 7,6 % en 2000, a registrar un decrecimiento en

(1) La magnitud de los atentados terroristas ocurridos en EEUU en dicha fecha llegó a tener gran repercusión en el ámbito internacional, en la medida en que afectaron fuertemente a la evolución de las expectativas empresariales y aumentaron el clima general de incertidumbre.

GRÁFICO 1.1

Evolución de la actividad, de la inflación y de los tipos de cambio



2001 del 2 %, por el fuerte deterioro de las expectativas empresariales. Sin embargo, el consumo siguió manteniendo un crecimiento relativamente sostenido a pesar de su desaceleración durante el año 2001, creciendo un 3,1 %, mientras que en 2000 lo hizo a una tasa del 4,8 %. Por su parte, el gasto público adquirió un tono más expansivo como respuesta parcialmente compensadora a lo que estaba sucediendo en el sector privado.

La inflación media medida por el IPC norteamericano se redujo notablemente (desde un

3,4 % en 2000, hasta un 2,8 % en 2001), como fiel reflejo del empeoramiento de la actividad productiva. Cuando las autoridades monetarias consideraron que sus políticas habían logrado contener la evolución alcista de los precios en los años 1999 y 2000, situación que pudo observarse a finales de este último año, decidieron imprimir un cambio de signo a la evolución de los tipos de interés objetivo de los Fondos Federales. En concreto, en enero de 2001 comenzó una serie continua de rebajas de estos tipos de interés que consiguieron acumular a lo largo del año un descenso de 475 puntos básicos, situándose a finales de diciembre en el 1,75 %.

Por su parte, en el conjunto de la zona del euro, la desaceleración de la actividad no alcanzó los niveles observados en EEUU, aunque registró una amplitud considerable. El PIB creció en 2001 a una tasa media del 1,5 %, frente al 3,4 % registrado un año antes. En este caso, también fue la formación bruta del capital fijo la variable que más fuertemente condicionó este comportamiento de la actividad, con un crecimiento medio estimado para 2001 del -0,4 %, frente al 4,4 % correspondiente a 2000. Los indicadores de confianza de los consumidores empeoraron considerablemente durante el pasado año, lo que se reflejó en un menor dinamismo del consumo privado, que durante el año 2001 creció un 1,8 %, frente al 2,5 % de crecimiento observado el año anterior. Los principales determinantes del gasto consiguen explicar una parte importante de esta evolución de la demanda. Así, cabe destacar el menor ritmo de crecimiento del empleo, la pérdida del valor de la riqueza financiera de las familias y el mayor clima de incertidumbre —que se acentuó a partir de los sucesos del 11 de septiembre en EEUU— como responsables de una buena parte de la evolución del consumo de las familias.

La evolución de los precios ha seguido un camino similar a lo sucedido en EEUU, aunque los descensos de la tasa de inflación en la UEM comenzaron en la parte central del año. Si bien la tasa de crecimiento medio de los precios (en términos del IAPC) en la zona del euro fue del 2,5 % en 2001, es decir, ligeramente superior a la registrada en 2000 (2,3 %), desde el mes de junio se vino observando un continuo descenso que situó la tasa de inflación interanual, en diciembre, en el 2 %, frente al 2,6 % de diciembre de 2000 y al máximo del 3,4 % registrado en mayo de 2001. Fue precisamente en el mes de mayo cuando el BCE comenzó a instrumentar una política monetaria progresivamente menos restrictiva que la que venía practicando desde noviembre de 1999, cuando se comenzaron a observar ciertos riesgos inflacionistas. La pro-

gresiva reducción de una parte de estos riesgos favoreció los primeros descensos de los tipos de intervención, que, desde octubre de 2000, estaban situados en el 4,75 %. Tras un primer recorte de 25 puntos básicos en mayo, los descensos adicionales tuvieron lugar a partir del mes de septiembre, cuando los ataques a EEUU afectaron significativamente a las perspectivas económicas mundiales. A finales de 2001, los tipos de interés mínimos de las operaciones principales de financiación se situaban en el 3,25 %, 150 puntos básicos por debajo del nivel de finales de 2000.

En lo que concierne a las políticas fiscales en la UEM, debe señalarse que, en general, ante el empeoramiento de la situación económica, se permitió que entrara en juego el funcionamiento de los estabilizadores automáticos, por lo que finalmente aumentó el déficit del conjunto del área en términos del PIB. Sin embargo, también el déficit se incrementó como consecuencia de los recortes impositivos decididos en algunos países.

En conjunto, la distinta profundidad de la fase descendente del ciclo en que se encuentran las economías norteamericana y europea podría considerarse como una de las razones por las que la evolución del tipo de cambio del euro respecto al dólar haya moderado sustancialmente su tendencia a lo largo de 2001. Así, mientras que en el año 2000 la depreciación media del euro fue del 13,4 %, esta pasó a ser en 2001 tan solo de un 3,1 %, mostrando desde septiembre una tendencia hacia la apreciación respecto al dólar.

La economía del Reino Unido mostró una menor desaceleración que las áreas económicas ya comentadas, con un crecimiento medio del PIB en 2001 del 2,2 %, frente al 3 % registrado en 2000. El fuerte pulso que mantuvo la demanda de bienes de consumo en aquel país y los bajos niveles de desempleo están en la base de su mejor posición relativa en el ciclo. La inflación media del año fue del 1,2 %, lo que supuso una aceleración respecto al 0,8 % observado en 2000. Esta aceleración de los precios se concentró en la primera mitad del año, para, a partir del mes de julio, comenzar el proceso de desaceleración. Como sucedió en EEUU y en la UEM, los tipos de interés de intervención de la autoridad monetaria se caracterizaron por un tono mucho menos restrictivo, de modo que disminuyeron dos puntos porcentuales a lo largo del año, para situarse, en diciembre, en el nivel del 4 %. Por su parte, el tipo de cambio de la libra esterlina frente al dólar consiguió una relativa estabilidad en la última parte del año, a pesar de que en términos medios registró una depreciación del 5 %.

En lo que se refiere a la situación japonesa, la evolución no presentó signos de recuperación en casi ninguno de los principales indicadores, con lo que se mantiene el clima de profunda recesión, continuada deflación, crecimiento del paro y depreciación del yen frente al dólar y al euro.

Entre los países latinoamericanos la recesión también dejó su huella; principalmente, en México y Argentina, que mostraron crecimientos negativos. En Brasil la desaceleración de la actividad fue también considerable, aunque se registró un crecimiento positivo, al igual que en Chile, donde la ralentización fue algo menor. Por último, también los países del sudeste asiático observaron, igualmente, reducciones muy significativas en sus ritmos de actividad.

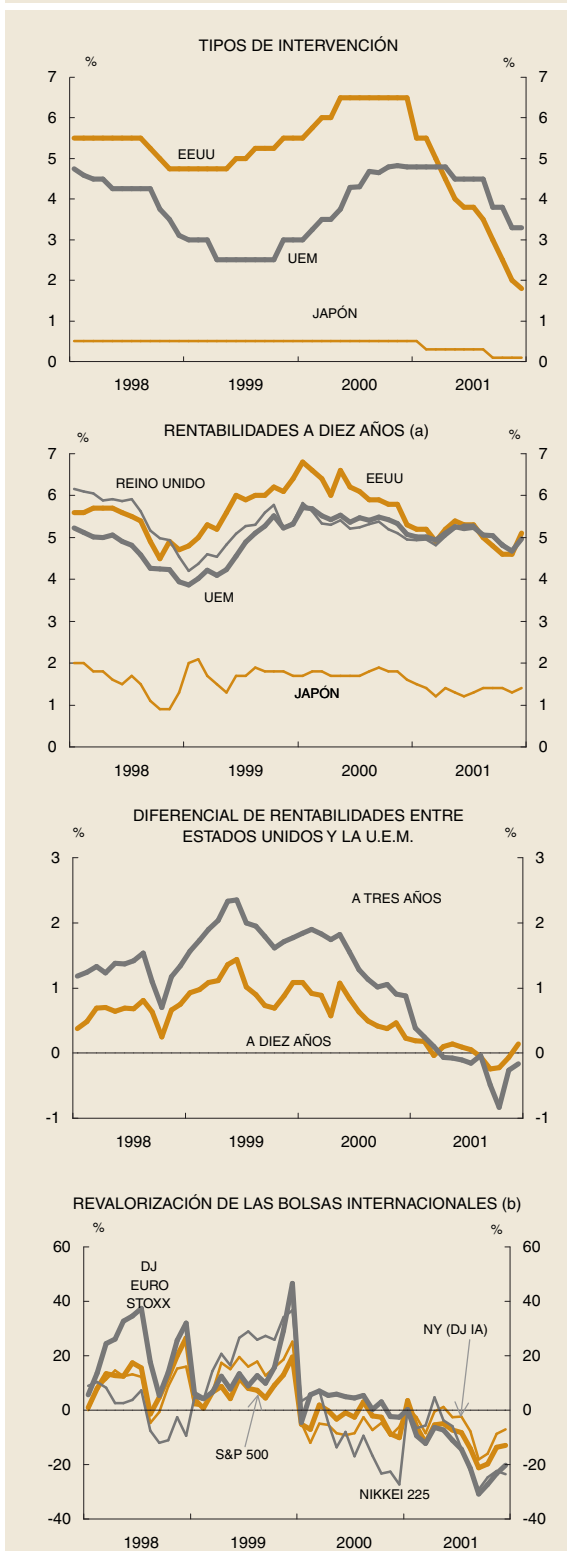
I.2. LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

De forma similar a lo sucedido en el sector real de la economía, los mercados financieros internacionales, y principalmente los de renta fija, de las economías occidentales siguieron tendencias paralelas de comportamiento, diferenciándose tan solo en el grado de intensidad de los movimientos registrados. Como se ha comentado anteriormente, tanto en EEUU como en la zona del euro y en el Reino Unido, durante el año 2001, las autoridades monetarias estuvieron en condiciones de instrumentar políticas monetarias más laxas que en el período anterior, con el fin de acomodar la evolución que se venía observando en las variables de actividad y al amparo de unas mejores perspectivas de control de los precios (véase gráfico I.2).

La transmisión de estas políticas a lo largo de la curva de rendimientos fue relativamente completa para los plazos más cortos y progresivamente menor en los plazos más largos, en los que otro tipo de factores, como las expectativas sobre el crecimiento económico y sobre la inflación, cobran una especial relevancia. Así, los tipos de interés de la deuda pública norteamericana a tres años disminuyeron durante 2001 algo menos de 200 puntos básicos (pb); cantidades que fueron de alrededor de 90 pb en el caso de la UEM y de cerca de 75 pb en el Reino Unido. Esta evolución de las rentabilidades de la deuda pública reflejaba la situación cíclica en que se encontraban las diferentes economías. Los descensos fueron mucho menores en el plazo correspondiente a los diez años y, en algunos casos, casi inapreciables. En concreto, las rentabilidades de la deuda pública a este plazo descendieron 20, 11 y 1 pb

GRÁFICO I.2

Tipos de interés, rentabilidades y revalorización en bolsa



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.

(b) Revalorización acumulada durante un año.

en EEUU, la UEM y el Reino Unido, respectivamente.

Dada la evolución de las rentabilidades, se produjo un progresivo y sustancial aumento del diferencial entre los plazos de diez y tres años en las mencionadas áreas económicas. Así, en EEUU el diferencial de rentabilidades entre diez y tres años aumentó alrededor de 170 pb en 2001, frente al descenso aproximado de 50 pb observado en el ejercicio 2000. En el ámbito de la UEM, este aumento del diferencial fue significativamente menor, aunque de una gran importancia, al cifrarse en unos 75 pb en 2001 (en 2000, el diferencial había disminuido alrededor de unos 60 pb).

De este modo, prácticamente se cerró la brecha existente entre las rentabilidades de la deuda pública a tres años de EEUU y la UEM de modo que, si en diciembre de 2000 mantenían un diferencial de casi 90 pb a favor de la referencia norteamericana, un año después, en diciembre de 2001, esta distancia era de tan solo 16 pb a favor de la deuda europea (observándose la mayor parte de este movimiento, como puede apreciarse en el citado gráfico I.2, en la primera parte del año). Con ello se ha producido una convergencia casi total de las rentabilidades a tres años entre ambas áreas económicas como punto final de un proceso que comenzó a mediados de 1999. En lo que se refiere a las rentabilidades a diez años, el diferencial entre EEUU y la UEM registró escasas variaciones a lo largo del ejercicio 2001, con lo que la reducida diferencia de rentabilidades existentes a finales de 2000 (23 pb) resultaba muy similar a la observada en diciembre de 2001 (14 pb).

Dentro del ámbito de la UEM, todos los tipos de interés del mercado monetario evolucionaron en el mismo sentido y con la misma intensidad que lo hizo la referencia establecida por el tipo de las operaciones principales de financiación. A partir de los tipos de interés implícitos en los contratos de futuros sobre el EURIBOR, puede decirse que los participantes del mercado fueron aumentando sus expectativas de descensos de los tipos de interés a medida que la información disponible parecía indicar la existencia de menores presiones inflacionistas (véase gráfico I.3).

La evolución también descendente de la rentabilidad a tres años mantuvo la convergencia de la práctica totalidad de los plazos en niveles muy similares durante la mayor parte del año. Esta convergencia resultó ya apreciable en la parte final de 2000 y continuó durante el año 2001, salvo en lo que respecta a las rentabilidades a diez años, que, como ya se ha seña-

lado, amplió sus diferenciales negociados frente a las referencias a plazos más cortos.

En lo que se refiere a los mercados bursátiles, el año 2001 se caracterizó por un descenso generalizado de las cotizaciones en la mayor parte las plazas financieras, acentuando la caída observada en estos mercados durante la mayor parte de 2000. Esta evolución estuvo justificada principalmente por las continuas revisiones a la baja de las expectativas de rentabilidad de las empresas y representó una corrección del alza de los precios ocurrida con anterioridad a 2000.

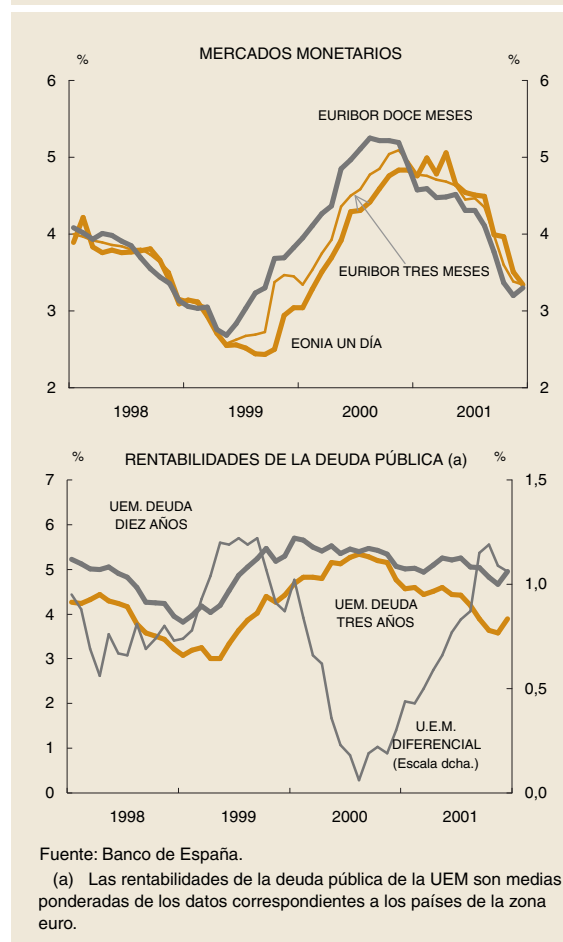
En concreto, en Estados Unidos las cotizaciones del índice S&P 500 acumularon descensos de un 13 %, después de que en 2000 ya se hubieran registrado descensos acumulados de las cotizaciones de un 10 %, como puede apreciarse en la parte inferior del gráfico I.2. Por su parte, el índice Dow Jones de la Bolsa de Nueva York descendió un 7,1 % en 2001, tras el 6,2 % de descenso acumulado en 2000. En la zona del euro, el índice Dow Jones Euro Stoxx 50 registró en 2001 un descenso del 20,2 % (en 2000, esta caída fue tan solo de un 2,7 %), mientras que, por su parte, el índice japonés Nikkei 225 registró un descenso del 23,5 % en 2001 (-27,2 % en 2000).

En todos los ejemplos señalados, el mes de septiembre observó los peores registros del año, como consecuencia de los acontecimientos del día 11 de dicho mes. Estos sucesos, si bien no fueron en sí mismos determinantes de la situación desfavorable que atravesaban las expectativas empresariales, especialmente en EEUU, sí que potenciaron una generalización del pesimismo relativo a los beneficios esperados. Este pesimismo se difundió rápidamente al resto de los mercados internacionales de renta variable, como consecuencia de que en el resto de las economías occidentales las expectativas empresariales también comenzaban a manifestar un deterioro considerable.

Por último, hay que señalar que los mercados de cambios también observaron una importante variación de su tendencia a lo largo del último año. Desde octubre de 2000, el euro comenzó a registrar una relativa mejora frente al dólar, justo cuando la economía norteamericana comenzaba a mostrar signos evidentes de que se encontraba en la fase descendente del ciclo. Como ya se ha comentado anteriormente, mientras que en 2000 el euro se depreció, en media, algo más de un 13 %, en 2001 esta depreciación fue solo de un 3,1 %. El euro también se apreció sensiblemente frente al yen (un 9,2 % de apreciación media en 2001, frente a una depreciación media del 18 % en 2000), en

GRÁFICO I.3

Tipos de interés en la UEM



lo que influyó la continuada mala situación de la economía nipona. En conjunto, el euro comenzó a recuperar una buena parte del terreno perdido en años anteriores, como muestra el hecho de que su tipo de cambio efectivo nominal (real) se apreciara un 1,8 % (2,9 %) en términos medios en el año 2001, frente a una depreciación media observada en 2000 del 10,5 % (9,6 %).

I.3. LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

La evolución general de los indicadores de actividad durante el año 2001 muestra que en España se ha atenuado también la fase expansiva del ciclo, caracterizada por tasas de crecimiento del PIB de alrededor del 4 % entre 1997 y 2000, y se ha entrado en la fase de desaceleración. En concreto, se estima que el PIB español creció, en media, un 2,8 % en 2001. La demanda nacional explica esta evolución, mientras que la demanda neta exterior solo ha contribuido en un -0,1 % a este crecimiento.

El consumo privado prolongó en el año 2001 la desaceleración ya observada durante el ejercicio anterior. Esta magnitud creció tan solo un 2,7 % en 2001, frente a un crecimiento observado del 4 % en 2000, en línea con el fuerte deterioro de la confianza de los consumidores. En la base de este comportamiento se encuentran, principalmente, los siguientes factores: un menor crecimiento de las rentas salariales, dado que los aumentos observados de la remuneración de la mano de obra no sirvieron para compensar el menor ritmo de crecimiento observado en el empleo, y una evolución negativa de la riqueza financiera neta de las familias, en gran parte debida al comportamiento de los mercados bursátiles.

Las expectativas de los empresarios y su confianza en la obtención de beneficios empeoraron también de forma significativa, con lo que la formación bruta de capital fijo, en su componente de bienes de equipo, se contrajo fuertemente, de modo que llegó a registrar un crecimiento negativo en 2001 del 2,2 % (en 2000, el crecimiento fue positivo y se cifró en el 4,8 %). Por su parte, la inversión en construcción siguió observando un crecimiento sostenido del 5,7 %, solo cinco décimas por debajo del observado un año antes. Las razones de estas diferencias se deben a las mejores expectativas del negocio constructor como consecuencia de la evolución del mercado de la edificación (residencial y no residencial) y del ritmo que está cobrando, y que se espera que siga tomando, la obra civil. Desde el punto de vista de la oferta, el pulso débil de la actividad industrial general tuvo efectos en términos de un menor ritmo en la creación de empleo y en reducidos avances de la productividad del trabajo.

La actividad de las Administraciones Públicas se caracterizó por una desaceleración del consumo público, aunque de menor grado que la observada en la demanda privada. Así, en términos medios, el consumo público se estima que creció en 2001 un 3,1 %, frente al 4 % de crecimiento en 2000. En lo que se refiere a la inversión pública, el carácter anticíclico que se le puede atribuir al Plan General de Infraestructuras 2000-2006 del Gobierno puede estar amortiguando parcialmente lo sucedido en el ámbito de la inversión productiva privada.

En lo que respecta al sector exterior, tanto las exportaciones como las importaciones padecieron una fuerte contracción como consecuencia de la fase descendente del ciclo en que se encuentra la economía mundial. Así, las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios crecieron un 3,4 % y un 3,7 %, respectivamente, en 2001, frente a unas tasas observadas en 2000 del orden del 9,6 % y del 9,8 %.

La evolución de los precios se caracterizó durante la primera mitad de 2001 por una continuación del proceso de aumento de la inflación que se venía observando en los últimos años. Sin embargo, en la segunda parte del año las tensiones inflacionistas comenzaron a remitir de una forma significativa, con lo que, en diciembre, la tasa de crecimiento interanual del IPC fue del 2,7 % (un año antes se encontraba en el 4 %). La mayor parte de esta corrección se debió a la evolución de los precios de la energía y de los alimentos no elaborados. Sin embargo, permanecieron las tendencias alcistas en el IPSEBENE como consecuencia de las resistencias a la baja de los precios de los servicios y de los bienes industriales sin energía, además de la fuerte tendencia inflacionista de los alimentos elaborados.

En comparación con el resto de países de la zona del euro, el índice armonizado de precios de consumo presentaba en diciembre una tasa de crecimiento interanual del 3 %, lo que representa un punto porcentual por encima de la media del área. Esta diferencia ha disminuido respecto a diciembre de 2000, cuando se cifraba en 1,4 puntos porcentuales.

I.4. EL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA

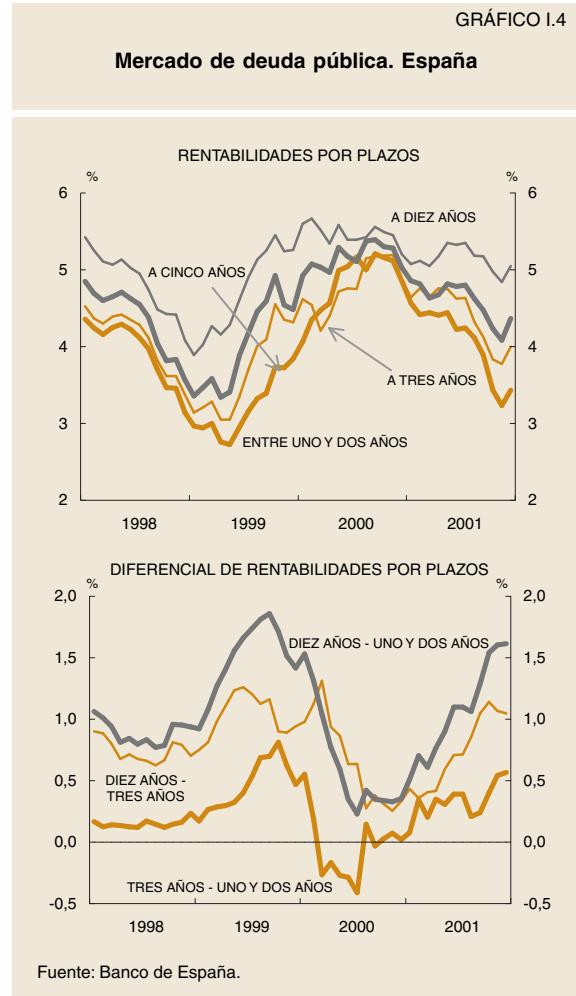
La estrategia del Tesoro en la cobertura de sus necesidades financieras se ha modificado en el año 2001 respecto a lo sucedido el año anterior. Mientras que entonces se procedió a una relativa sobreemisión de deuda pública, que aumentó la cuenta del Tesoro en el Banco de España, en el presente ejercicio el Estado ha utilizado en mayor medida estos recursos para hacer frente a sus necesidades, al tiempo que ha realizado un menor volumen de emisiones netas. En general, el mercado registró un descenso considerable de la emisión, tanto en términos brutos como netos. Como resultado de la combinación de instrumentos y plazos a los que se realizaron las nuevas emisiones, el saldo neto de deuda pública aumentó un 1,5 % y la vida media se elevó casi a los seis años como continuación del proceso de sustitución de colocaciones a corto plazo a favor de las de largo plazo (principalmente, a diez años).

Por su lado, el mercado secundario observó un fuerte incremento en sus volúmenes de negociación, que fue muy acusado en el segmento entre titulares y bastante menor en la contratación con terceros. Los descensos de las cotizaciones habidos en los mercados de renta variable y la sustitución de estos activos por otros que incorporen menos riesgo han podido ser las razones claves en este episodio.

Las rentabilidades negociadas en el mercado español de deuda pública han seguido una evolución muy similar al resto de los mercados de títulos públicos de la zona del euro. Mientras que los plazos más cortos han seguido más de cerca la tendencia marcada por los tipos de interés del mercado monetario, los rendimientos se han distanciado más de esta evolución a medida que los plazos son más largos. En efecto, las referencias negociadas en el intervalo de entre uno y dos años registraron descensos acumulados de casi 150 puntos básicos en 2001. Estos descensos fueron, aproximadamente, de 90, 70 y 15 pb en las referencias a tres, cinco y diez años, respectivamente (véase gráfico I.4).

Esta evolución ha modificado profundamente la situación observada a finales de 2000, cuando se llegó a observar una estrecha convergencia de las rentabilidades negociadas en todos los plazos. De este modo, a finales de 2001 la diferencia de rentabilidades entre los plazos de diez y tres años era, aproximadamente, de 100 pb, es decir, de unos 70 pb por encima de la diferencia observada un año antes.

Igualmente, fruto de esta evolución, tuvo también lugar una considerable convergencia con las rentabilidades negociadas en la zona del euro, y especialmente con las correspondientes al mercado alemán. En concreto, el diferencial de rentabilidad entre España y Alemania en el plazo de tres años se redujo unos 11 pb, situándose, en diciembre, en unos escasos 5 pb. En el plazo de diez años, el diferencial con Alemania en diciembre de 2001 era de 23 pb, lo que supuso un descenso de alrededor de 8 pb respecto a los registros de diciembre de 2000. A este respecto, debe recordarse que la agencia de calificación internacional de ries-



gos, Moody's, elevó a mediados del mes de diciembre el rating de la deuda española desde el nivel de Aa2 hasta Aaa, después de reconocer que la política presupuestaria del Gobierno y sus reformas estructurales llevarán a un crecimiento de la producción y el empleo.

II. Mercado primario de deuda anotada del Estado

El año 2001 ha vuelto a ser favorable para la financiación del Estado, a pesar del aumento que se ha producido en las necesidades de financiación. La reducción en el volumen de vencimientos que debía ser refinanciado ha permitido cubrir sin dificultades esas mayores necesidades financieras, así como proseguir con el programa de reestructuración de la composición de la deuda. Además, el recurso al saldo de efectivo disponible a corto plazo ha permitido también disminuir la apelación neta a la financiación en los mercados. De esta forma, el Tesoro español ha destacado dentro del conjunto de sus homólogos europeos por la reducción de su endeudamiento neto.

En el presente capítulo se analizará la evolución de los flujos de financiación del Estado y del mercado primario, de la ejecución del programa de recompras de deuda, así como de las características y distribución del saldo de deuda anotada del Estado resultantes.

II.1. EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN DEL ESTADO

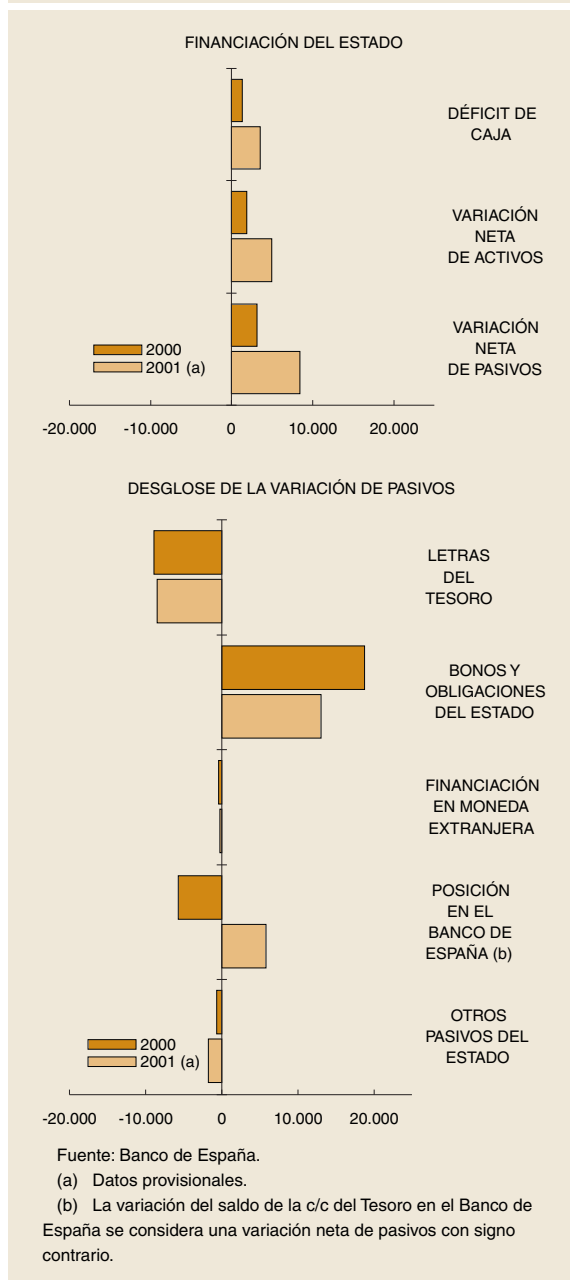
Según el avance provisional, la ejecución del presupuesto no financiero del Estado en el año 2001 presenta un déficit de caja que ascendió a 2.884,2 millones de euros, lo que representa un incremento del 18,7 % respecto a 2000. Al detraer de la cifra anterior el importe satisfecho en 2001 en concepto de intereses de la deuda, se obtiene que el superávit primario de caja ha registrado una contracción del 7,5 % en relación con el del año anterior, hasta alcanzar 14.126,3 millones de euros.

La ampliación registrada en el déficit de caja del Estado en 2001 refleja el efecto combinado en las cuentas públicas de la desaceleración económica, de la inercia en las transferencias corrientes, que crecieron 5,9 %, y del dinamismo en las inversiones reales, cuya tasa de avance interanual alcanzó el 7,1 %. En cualquier caso, la comparación con el año 2000 del comportamiento de la cuenta de ingresos y gastos no financieros del Estado pierde protagonismo cuando se considera el espectacular aumento (166,4 %) que han registrado las necesidades financieras del Estado en 2001 en comparación con el año anterior, hasta suponer 8.444,2 millones de euros (véase gráfico II.1). La razón hay que buscarla en el comportamiento expansivo que han registrado los activos financieros del Estado, destacando en tal sentido la suscripción de acciones de diversas Sociedades Estatales, los préstamos concedidos y las aportaciones patrimoniales a entes públicos. En cualquier

GRÁFICO II.1

Composición de la financiación del Estado

Millones de euros



caso, la magnitud de esta desviación en las necesidades financieras en 2001 en relación con la cifra inicialmente prevista, siendo positiva, ha sido, sin embargo, inferior a la indicada anteriormente, alcanzando el 44 % para el conjunto del año.

La financiación de estas necesidades se ha cubierto a través de dos fuentes. Por un lado, mediante una emisión neta de letras, bonos y obligaciones por un importe nominal igual a 4.081,2 millones de euros. Y, por otro, mediante un recurso neto de 5.823,8 millones de euros

al saldo del Tesoro en sus cuentas de depósito de efectivo (1).

Conviene observar que la cuenta del Tesoro en el Banco de España ha registrado una disminución de 20.141 millones de euros en el conjunto del año. La diferencia entre esta disposición y la apuntada más arriba para el conjunto de las cuentas de efectivo queda explicada por el procedimiento iniciado en febrero de 2001, por el cual se traspara la mayor parte del saldo del Tesoro en su cuenta del Banco de España a entidades de depósito mediante operaciones repo. En definitiva, la disminución del saldo de sus cuentas de efectivo ha permitido al Tesoro reducir su apelación neta a los mercados, pese a sus mayores necesidades de financiación. En este sentido, debe recordarse que en 2000 el Tesoro se financió en el mercado por encima de sus necesidades teóricas, al objeto de dotar su cuenta en el Banco de España. Es precisamente esta observación la que permite compatibilizar la reducción en la emisión neta registrada en 2001 y las mayores necesidades financieras de este ejercicio.

La composición de la financiación neta obtenida por el Tesoro en mercado interior ha vuelto a favorecer un año más la extensión de la vida media del saldo de deuda del Estado. La amortización neta de Letras por un importe de 9.079,3 millones de euros y la colocación neta de 13.160,5 millones de euros de deuda a medio y largo plazo, ambas cifras en términos nominales, han permitido la extensión del plazo medio de vida residual del conjunto de la deuda del Estado hasta 5,93 años, al concluir 2001.

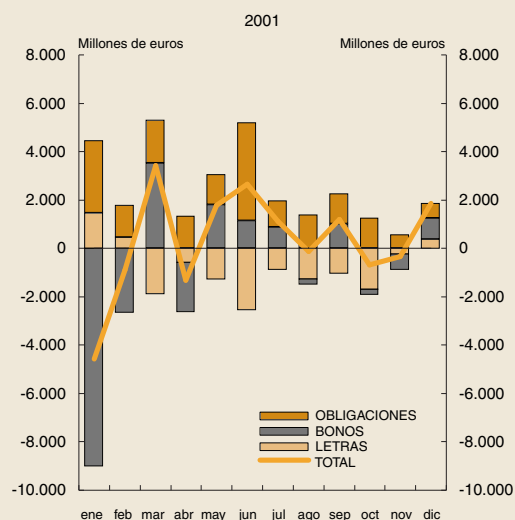
Prácticamente la totalidad de la reducción neta en la emisión de deuda se ha instrumentado mediante la ejecución de una nueva edición de un programa de recompra de deuda por parte del Tesoro, cuyo importe nominal ha supuesto 6.959,5 millones de euros. Sin embargo, en 2001 no han tenido continuidad los programas de canje de deuda que se habían venido registrando en años anteriores.

Como resultado de esta política financiera se ha producido un crecimiento del 1,5 % en el saldo de deuda pública anotada, cuyo importe nominal alcanzaba, al concluir 2001, 273.946,3 millones de euros. En términos comparativos

(1) Completan el capítulo de fuentes de financiación neta la emisión neta en divisas y la deuda asumida por el Estado, ambas de menor importancia cuantitativa que las señaladas anteriormente. Además, debe observarse que la cifra de emisión neta de letras, bonos y obligaciones, expresada en términos nominales por concordancia con el cuadro II.2, no refleja exactamente el efectivo captado.

GRÁFICO II.4

Emisiones netas mensuales de deuda Distribución por instrumentos



Fuente: Banco de España.

Cabe observar que, como ya se comentó en la Memoria del ejercicio anterior, el desarrollo del mercado financiero en la moneda común europea está relegando gradualmente a un plano muy secundario los saldos de financiación del Tesoro generadores de riesgo cambiario. Al finalizar 2001 estos suponían alrededor del 3,3 % del total de su deuda negociable, frente

al 3,7 % a finales del año 2000. Sin embargo, el legado de las emisiones de deuda denominadas en divisas precursoras del euro y no sometidas a redenominación (véase Memoria de 1999) eleva el saldo de deuda emitida en el exterior al 6,9 % de la deuda negociable del Estado. El importe de deuda emitida en divisas de países de la Unión Monetaria ascendía a 10.655,5 millones de euros (véase cuadro II.1).

II.2. EVOLUCIÓN DEL MERCADO PRIMARIO

Durante el año 2001 el perfil que han seguido los tipos marginales han seguido, en términos generales, una trayectoria estable o descendente (véase gráfico II.5). El mercado de letras ha capitalizado especialmente las expectativas y la materialización de reducción en los tipos oficiales de interés, hasta el punto de acumularse un descenso de 167 puntos básicos entre los tipos marginales correspondientes a las últimas subastas de 2001 y de 2000. Los bonos y, especialmente, las obligaciones han seguido una senda más contenida.

En ese contexto de tipos, la emisión bruta de deuda del Estado se redujo en 2001 un 18,0 %, como se aprecia en el cuadro II.2, afectando ese descenso desigualmente, un año más, a letras y a deuda a medio y largo plazo. En el primer caso, la reducción en la colocación alcanzó el 26,5 %, mientras que la caída en las emisiones en los plazos medios y largos fue del 10,7 %. Como se ha indicado anteriormente, la emisión neta en 2001 registró también una disminución sustancial, del 62,6 % en términos nominales, que fue acomodada, principalmente, por la reducción en la financiación neta mediante deuda a medio y largo plazo (-32,2 %). Con todo, esta línea de instrumentos suponía a finales de 2001 el 80,8 % del saldo de deuda negociable del Estado, frente al 12,1 % en el caso de las letras.

II.2.1. Financiación a corto plazo

En cualquier caso, la sustancial reducción neta en la emisión de deuda a medio y largo plazo, que se acaba de señalar, no es incompatible con que el Tesoro haya mantenido en 2001 su política de sustitución de las letras como instrumento básico en la financiación del Estado por bonos y obligaciones. En efecto, esta voluntad del Tesoro de sustituir la financiación a corto plazo por endeudamiento a mayor plazo se ha vuelto a poner de manifiesto en 2001 con una emisión neta de letras del Tesoro que ha sido en su conjunto negativa. El año 2001 no ha sido, pues, distinto a los anteriores, al haberse

CUADRO II.1

Deuda negociable del Estado Composición a 31 de diciembre de 2001

Millones de euros

	Saldo vivo	Porcentaje sobre el total
TOTAL	294.355,3	100,0
Deuda interior	273.946,3	93,1
Letras del Tesoro	35.584,0	12,1
Bonos del Estado	90.632,6	30,8
Obligaciones del Estado	147.229,7	50,0
Notas cancelables	500,0	0,2
Deuda exterior	20.409,0	6,9
Euros	10.655,5	3,6
Libras esterlinas	96,6	0,0
Dólares estadounidenses	4.447,0	1,5
Yenes japoneses	5.209,9	1,8

PRO MEMORIA:

Deuda con riesgo de cambio	9.753,5	3,3
----------------------------	---------	-----

Fuentes: Banco de España y Tesoro.

contraído el saldo vivo de letras en 9.079,3 millones de euros. De esta forma, en términos relativos al saldo de finales de 2000, las existencias de letras del Tesoro han experimentado en 2001 una reducción próxima al 20 %.

La amortización neta de fondos ha afectado en 2001 a las letras a seis meses y, especialmente, a las letras a dieciocho meses. La financiación neta obtenida mediante letras a doce meses ha sido, en cambio, ligeramente positiva, confirmándose la alternancia con la que los plazos a dieciocho y a doce meses canalizan la financiación del Tesoro en el corto plazo.

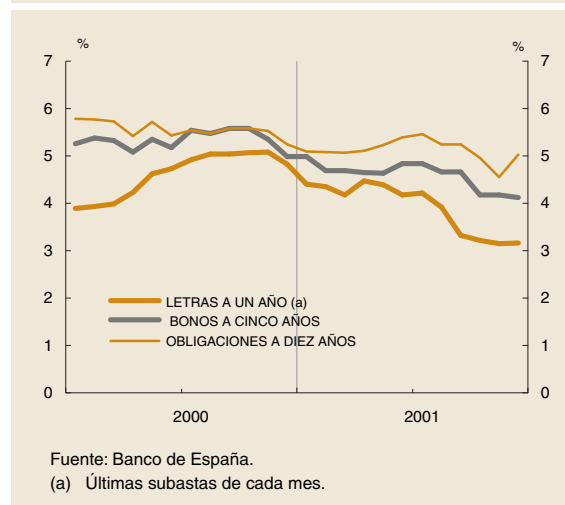
Esa alternancia se manifiesta, obviamente, en las amortizaciones. Así, mientras las amortizaciones de letras a dieciocho meses han registrado en 2001 un crecimiento en relación con 2000 del 9,8 %, el vencimiento de letras a un año ha caído un 34,9 %.

El plazo de seis meses ha venido acomodando tradicionalmente la alternancia entre las letras a doce y dieciocho meses, aunque siempre dentro de la política, iniciada en 1998, de reducir el tamaño de esta línea de financiación a corto plazo. En 2001, este proceso se ha saldado con la amortización total de las letras a seis meses. Tan solo se llegaron a emitir 125,0 millones de euros a comienzos del año, acumulándose posteriormente una amortización de 930,9 millones de euros.

El protagonismo de las letras a doce meses en la actividad del Tesoro en el corto plazo se ha

GRÁFICO II.5

Mercado primario de deuda anotada del Estado Tipos marginales



saldado con un crecimiento de la emisión bruta del 4,0 %, en relación con la registrada en 2000, colocándose en conjunto un importe nominal de 12.306,2 millones de euros. El saldo de valores emitidos a un año ha crecido en 2001 también alrededor de un 4 % respecto al de cierre del año anterior. De esta forma, pasa a representar un 4,2 % del total de la deuda negociable del Estado.

Frente al protagonismo de las letras a un año en términos de emisión neta, cuyo crecimiento fue del 107,4 % en 2001, las letras a dieciocho me-

CUADRO II.2

Mercado primario de deuda del Estado Año 2001

Millones de euros

	Emisión bruta			Amortización			Emisión neta			Saldo		
	2001	2000	%	2001	2000	%	2001	2000	%	2001	2000	%
Total	65.226,7	79.578,5	-18,0	61.145,5	68.659,1	-10,9	4.081,2	10.919,4	-62,6	273.446,3	269.388,4	1,5
Total letras	27.070,4	36.828,1	-26,5	36.149,7	45.305,4	-20,2	-9.079,3	-8.477,3	-7,1	35.584,0	44.664,7	-20,3
A seis meses	125,0	3.736,9	-96,7	930,9	5.816,0	-84,0	-805,9	-2.079,1	61,2	—	805,9	-100,0
A un año	12.306,2	11.832,4	4,0	11.832,9	18.186,5	-34,9	473,3	-6.354,1	107,4	12.306,2	11.834,9	4,0
A dieciocho meses	14.639,2	21.258,8	-31,1	23.385,9	21.302,9	9,8	-8.746,7	-44,1	-19.736,5	23.277,8	32.023,9	-27,3
Total bonos y obligaciones	38.156,3	42.750,4	-10,7	24.995,8	23.353,7	7,0	13.160,5	19.396,7	-32,2	237.862,3	224.723,7	5,8
A tres años	9.128,8	11.297,3	-19,2	13.200,4	9.863,0	33,8	-4.071,6	1.434,3	-383,9	36.654,8	40.725,3	-10,0
A cinco años	8.861,4	11.259,6	-21,3	10.530,2	5.069,0	107,7	-1.668,8	6.190,6	-127,0	53.977,8	55.652,6	-3,0
A diez años	13.605,4	14.939,2	-8,9	740,0	8.235,7	-91,0	12.865,4	6.703,5	91,9	101.336,6	88.487,5	14,5
A quince años	2.229,9	2.785,8	-20,0	525,2	186,0	182,4	1.704,6	2.599,8	-34,4	29.368,9	27.665,8	6,2
A treinta años	4.330,8	2.468,5	75,4	—	—	—	4.330,8	2.468,5	75,4	16.524,1	12.192,5	35,5

Fuente: Banco de España.

ses han debido acomodar el grueso de la reducción neta de letras del ejercicio. Con una colocación bruta de 14.639,2 millones de euros y un volumen de amortizaciones de 23.385,9 millones, el saldo vivo de letras emitidas a dieciocho meses se ha contraído en 2001 en 27,3 % en relación con el correspondiente a finales de 2000.

II.2.2. Financiación a medio y largo plazo

En el año 2001, la política de financiación del Tesoro ha continuado apostando por la deuda interior a medio y largo plazo como fuente clave para cubrir sus necesidades. De hecho, tanto es así, que los recursos netos obtenidos en 2001 mediante deuda a medio y largo plazo han excedido en más del 200 % el conjunto de la financiación neta captada en el año, dada la abultada amortización neta de letras que ha tenido lugar. Con todo, los 13.160,5 millones de euros obtenidos en términos nominales durante 2001 han supuesto una reducción del 32,2 % de la financiación neta en relación con la obtenida en 2000. De esta forma, puede decirse, de nuevo, que la preferencia por una composición de la deuda en la que predominen los vencimientos más largos ha conducido a que el Tesoro haya acentuado de nuevo en 2001 su política de financiarse en exceso mediante bonos y obligaciones, para proceder a una amortización neta de letras. Sin embargo, también es cierto que el margen para la continuidad de esa política es cada vez menor. De hecho, el Tesoro ya ha anunciado su intención de aumentar la captación de fondos vía letras en el año 2002.

Con todo, la emisión bruta de deuda a medio y largo plazo no ha registrado una expansión. De hecho, a pesar de que el volumen nominal de amortizaciones en 2001 ha crecido un 7 % en relación con 2000, la colocación bruta de deuda interior a medio y largo plazo se ha visto reducida un 10,7 % en 2001. Sin embargo, en conjunto, la política de alargamiento de plazos en la financiación ha permitido que el saldo de bonos y obligaciones a finales de 2001 fuera un 5,8 % superior al de finales de 2000. Así, se ha vuelto a producir una ampliación de la vida media de la deuda anotada en el conjunto del ejercicio en 0,4 años, lo que la ha acabado situando en 5,9 años. A la luz de la evolución de la pendiente de rentabilidades de la deuda, cabe observar que esta extensión de la vida media de la deuda durante 2001 no ha estado exenta de costes.

El peso de la financiación a medio y largo plazo obtenida en 2001 ha favorecido un año más al tramo de las obligaciones a diez años, cuya emisión neta creció, en términos nomina-

les, el 91,9 %. El tramo de las obligaciones a treinta años también concentró los esfuerzos de financiación neta, habiendo registrado la captación neta de fondos en este segmento un incremento del 75,4 % en relación con 2000. Por el contrario, las obligaciones a quince años han moderado su aportación neta de fondos al Tesoro, habiéndose reducido esta en relación con la cifra correspondiente a 2000 un 34,4 %. En el caso de los bonos a tres y cinco años, la aportación neta ha sido incluso negativa, al haberse registrado en 2001 una amortización neta de 5.740,4 millones de euros de deuda a medio plazo en términos nominales.

El desplazamiento de la financiación neta a favor de las obligaciones a diez años debe ser valorado en el contexto de la competencia entre emisores nacionales para atraer o mantener a los inversores en el marco de la UME y en la condición de referencia que tiene ese plazo en el mercado. La relevancia que tiene la liquidez de los bonos para los inversores ha venido estimulando, en los últimos años, que se practicasen políticas de financiación en las que los tamaños de las líneas abiertas fuera suficientemente grande.

Conviene recordar que las cifras de emisión neta y amortizaciones de deuda, que se han venido presentando, incorporan los resultados del programa de recompras de deuda efectuado durante el año 2001. Sin embargo, en dicho año no se ha ejecutado operación alguna de canje. En el apartado II.2.3 se describirán con más detalle las operaciones del mercado secundario con las que se amortizó anticipadamente deuda a medio y largo plazo por un importe de 5.616,5 millones de euros.

Por lo que a los tipos marginales de resolución de las subastas se refiere, su comportamiento ha reflejado con mayor fidelidad la evolución del tono monetario esperado en el caso de los instrumentos de más corto plazo. Así, los correspondientes a los bonos a tres años registraron un descenso de 153 pb en el conjunto del año, mientras que la caída alcanzaba 87 pb para los bonos a cinco años. Sin embargo, el tipo de corte de las subastas de obligaciones a diez años se ha mantenido estable en términos generales (gráfico II.5), habiendo descendido tan solo 22 pb en el conjunto del año.

Centrando ahora la atención en el segmento de diez años, en el que el Tesoro se ha mostrado más activo, cabe observar que el desplazamiento de la política de financiación a medio y largo plazo hacia este tramo, señalado más arriba, no es incompatible con que, de hecho, la emisión bruta de obligaciones a diez años se haya visto reducida en un 8,9 % en relación

con la registrada en 2000. El escaso volumen de deuda emitida a diez años que vencía en 2001 (740,0 millones de euros) permite justificar contablemente ese balance. En conjunto, el saldo de obligaciones emitidas a diez años con que ha concluido el ejercicio 2001 ha sido un 14,5 % superior al de finales de 2000. De esta forma, con 101.336,6 millones de euros de saldo vivo, esta línea de financiación supone el 34,4 % del conjunto de la deuda negociable del Estado. Las obligaciones que fundamentalmente han canalizado la actividad emisora en 2001 en el plazo de diez años han sido las de cupones 5,40 % y 5,35 %. El primer tramo de esta última, con el que se cerraba la emisión de la anterior, tuvo lugar en junio. Al darse por concluida la emisión de la obligación de cupón 5,40 %, su saldo acumulado alcanzaba 13.161,9 millones de euros.

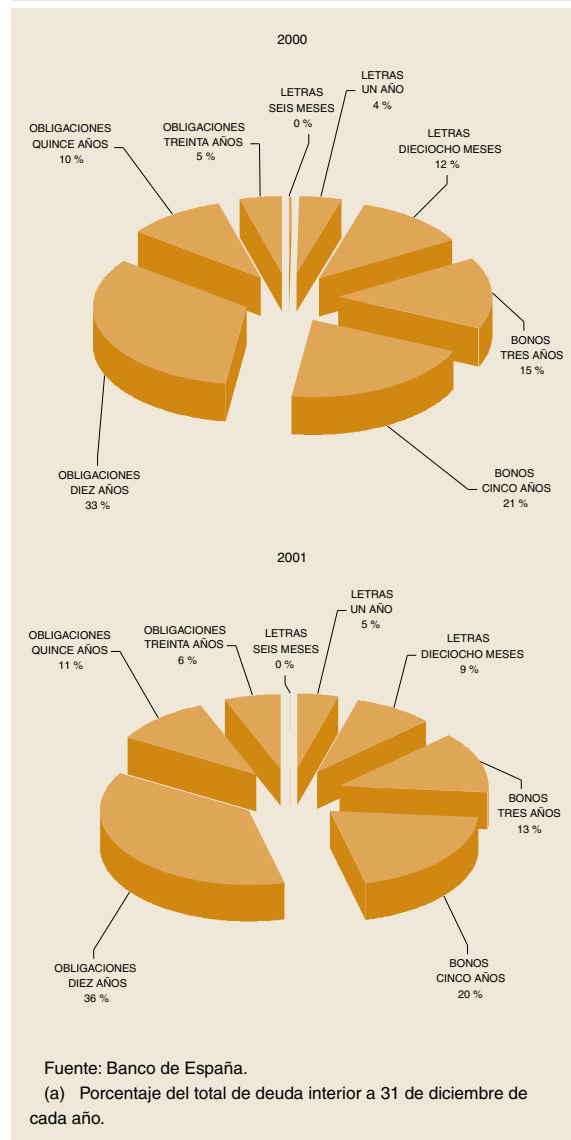
El recurso bruto a bonos a tres y cinco años, habiendo alcanzado 9.128,8 y 8.861,4 millones de euros, respectivamente, se ha situado alrededor de un 30 % por debajo del de las obligaciones a diez años. Este resultado supone, de nuevo, una reducción interanual para la emisión bruta en ambos segmentos próxima al 20 %. Cabe observar, sin embargo, que en términos netos el recurso a estas líneas de financiación de medio plazo ha sido más desigual. Así, la amortización neta de bonos a tres años registrada en 2001 (4.071,6 millones de euros, en términos nominales) ha sido dos veces y media superior a la correspondiente a bonos emitidos a cinco años (1.668,8 millones de euros, en términos nominales). En conjunto, las evoluciones que se vienen describiendo para los bonos de medio plazo suponen que los saldos vivos de bonos a tres y a cinco años han disminuido, en relación con los de cierre de 2000, el 10,0 % y el 3,0 %, respectivamente.

Los bonos que fundamentalmente han canalizado la actividad emisora en 2001 en los plazos de tres y cinco años han sido, respectivamente, los bonos de cupones 4,65 % y 4,80 %, cuyos primeros tramos se abrieron en marzo y abril, respectivamente. Con ellos se cerraba en enero la emisión de los bonos de cupón 4,60 % y 4,95 %, los cuales han acabado acumulando un saldo vivo de 10.864,8 y 11.859,1 millones de euros. Estas cifras suponen que el tamaño al que se ha dado por cerrada la emisión de las líneas a tres y cinco años se ha ampliado en el ejercicio de 2001 un 13,2 % y un 33,3 %, respectivamente.

La colocación de valores emitidos a quince y a treinta años ha registrado una evolución desigual. Mientras que las emisiones bruta y neta de los de más largo plazo han registrado incrementos del 75 %, en relación con las mismas cifras de 2000, las obligaciones a quince años han re-

GRÁFICO II.6

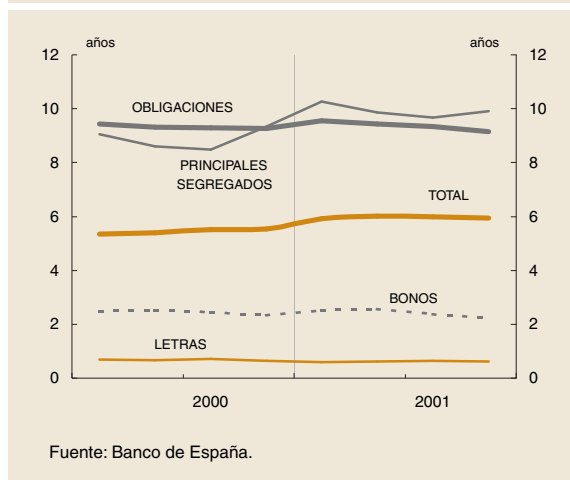
Composición de la deuda anotada (a)



ducido su aportación neta de fondos al Tesoro un 34,4 % en relación con la de 2000. De todas formas, el saldo de obligaciones a quince y treinta años ha podido concluir el año 2001 con incrementos del 6,2 % y 35,5 % en relación con los de finales de 2000. De esta forma, su peso respectivo dentro del conjunto de la deuda negociable del Estado ascendía, al cierre de 2001, al 9,4 % para las obligaciones a quince años, y al 4,1 % para las obligaciones a treinta años. El significativo peso que acumulan las obligaciones a quince 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. Las obligaciones a quince y treinta años en emisión durante 2001 han sido, respec-

GRÁFICO II.7

Vida media residual por grupos de instrumentos



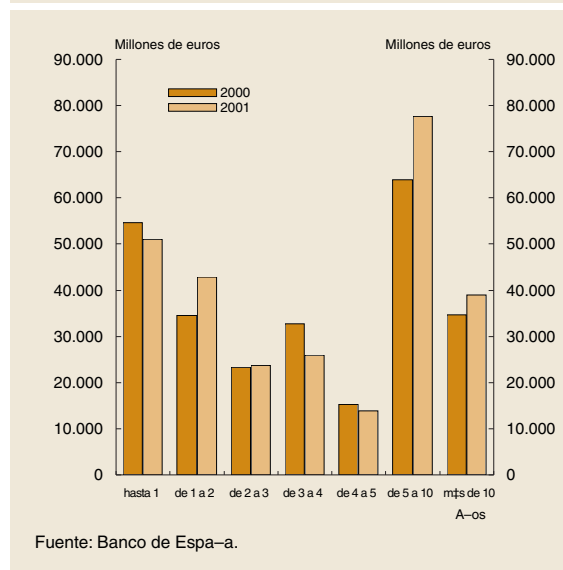
tivamente, las de cupones 4,75 % y 5,75 %. Los saldos vivos de las mismas al finalizar 2001 ascienden a 9.922,8 y 4.245,8 millones de euros, respectivamente, importes que aseguran por el momento la continuidad de estas líneas.

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 2000. Como se puede apreciar en el gráfico II.6, continúa el 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 interior emitida a medio y largo plazo pasa, de algo más del 83,4 % en 2000, al 86,8 % del año 2001. Por el contrario, como es lógico, en el caso de las letras del Tesoro, la participación en el conjunto del saldo de deuda interior desciende, a finales de 2001, a niveles de en torno al 13 %, desde niveles superiores al 16 % en 2000, 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. Como se puede apreciar en el gráfico II.7, esta ha pasado desde niveles de 5,5 años en 2000 hasta los 5,9 años de 2001. 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 2001, el volumen de vencimientos de bonos que se concentraban en enero de 2002 merecía la consideración de los potenciales riesgos asociados a su refinanciación. Precisamente, con objeto de

GRÁFICO II.8

Distribución por vencimientos



limitarlos, y dada la comodidad que encontró el Tesoro para obtener financiación en 2001, este procedió a la ejecución de un programa de recompra de los bonos que vencían a comienzos de 2002, así como de otros valores. En el gráfico II.8 se presenta el perfil de vencimientos que afronta el Tesoro al concluir 2001.

II.2.3. Recompas de deuda

A diferencia de años anteriores, el Tesoro no ha efectuado en 2001 operaciones de canje de deuda. La comodidad con que afrontaba su programa de financiación anual y la conveniencia de dar preferencia a la gestión de los riesgos de refinanciación han trasladado el protagonismo a las recompras de deuda. Así, el Tesoro ha reforzado en 2001 el programa de recompra de deuda que iniciara en 2000. En total se ejecutaron 23 subastas de recompra de deuda, mediante las que se procedió a amortizar anticipadamente bonos emitidos originalmente a tres y cinco años, así como obligaciones a diez y quince años.

El cuadro II.3 resume las operaciones de recompra efectuadas en 2001. En el mismo, cabe establecer una clara dicotomía en cuanto a las referencias que han sido objeto de amortización anticipada. Por un lado, están los bonos de cupón 5,25 % y 3,00 %, con vencimiento en enero de 2003. La concentración de vencimientos que se suele producir a comienzos de año, debido a exigencias de diseño para los programas de strips, ha venido determinando habi-

CUADRO II.3

**Recompras de deuda
Año 2001**

Millones de euros

	Años vida residual en el 27/07/01	PRO MEMORIA						
		Efectivo	Nominal recomprado	Nominal ofertado	Saldo previo a las recompras	% del saldo ofertado	% del saldo recomprado	% rec/ofe
Total		7.409,7	6.959,5	21.506,4	36.666,4	58,7	19,0	19,0
B-3 (3,00%)	1,1	2.841,0	2.832,0	8.889,0	9.595,8	92,6	29,5	29,5
B-5 (5,25%)	1,1	3.325,0	3.157,5	10.301,0	8.964,7	114,9	35,2	35,2
B-10 (10,00%)	4,1	176,2	140,0	445,0	5.036,5	8,8	2,8	2,8
O-10 (10,15%)	4,1	550,7	420,0	950,0	3.823,6	24,8	11,0	11,0
O-10 (8,80%)	4,3	222,6	180,0	390,0	3.437,3	11,3	5,2	5,2
O-15 (8,20%)	7,2	294,2	230,0	531,4	5.808,6	9,1	4,0	4,0

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

tualmente que deban aliviarse con antelación los posibles riesgos de refinanciación que pudieran sobrevenir. Con este fin, mediante 18 subastas se amortizaron anticipadamente 2.832,0 millones de euros del bono de cupón 3,00 % y 3.157,5 millones del de cupón 5,25 %. El coste efectivo de esta operación para el Tesoro alcanzó, respectivamente, 2.841,0 y 3.325 millones de euros. En relación con el desarrollo de estas subastas, cabe observar que fue ofertada para su amortización la mayor parte del saldo vivo de esos bonos con vencimiento en 2003. Sin embargo, las condiciones económicas de esas ofertas determinaron una tasa de adjudicación cercana al 30 %.

El segundo grupo de operaciones de compra efectuadas en 2001 hace referencia a obligaciones de cupones relativamente elevados y con vencimientos residuales alrededor de cinco años. Desde un punto de vista cuantitativo, tanto la oferta agregada (2.316,4 millones de euros) como el importe nominal amortizado (970,0 millones de euros) de esas referencias indican su menor relevancia. De hecho, el menor interés que para el Tesoro ha supuesto esta serie de operaciones queda puesto de manifiesto por la escasa tasa media de adjudicación en estas subastas. Salvo para la obligación de cupón 10,15 %, esa tasa se ha situado alrededor o por debajo del 5 %.

III. Mercado secundario de deuda anotada del Estado

III.1. DESCRIPCIÓN GENERAL

Sin lugar a dudas, el hecho más destacado del año 2001 en relación con el mercado secundario de deuda pública es el considerable aumento de la contratación entre titulares. En efecto: los volúmenes intercambiados el pasado año se sitúan en los 5,7 billones de euros, mientras que en el 2000 se encontraban en los 4,3 billones, lo cual supone un aumento de un 31,7 %. En el mismo sentido, aunque con un avance más moderado —en concreto, un 11,5 %—, ha evolucionado la negociación con terceros, que en el año 2001 totalizó 10,6 billones de euros. Considerando ambos segmentos, la expansión del mercado de deuda pública estatal durante el pasado año fue del 17,9 %.

Esta evolución, asentada en el segmento de la negociación entre titulares, supone nuevamente un síntoma de la confianza de que goza este mercado entre los agentes especializados. Ello no obstante, hay que resaltar que parte de esta evolución puede haber tenido su causa última en las caídas de las cotizaciones en los mercados de renta variable, que pueden haber promovido una mayor actividad de negociación en activos caracterizados por una mayor seguridad y, en particular, en deuda pública.

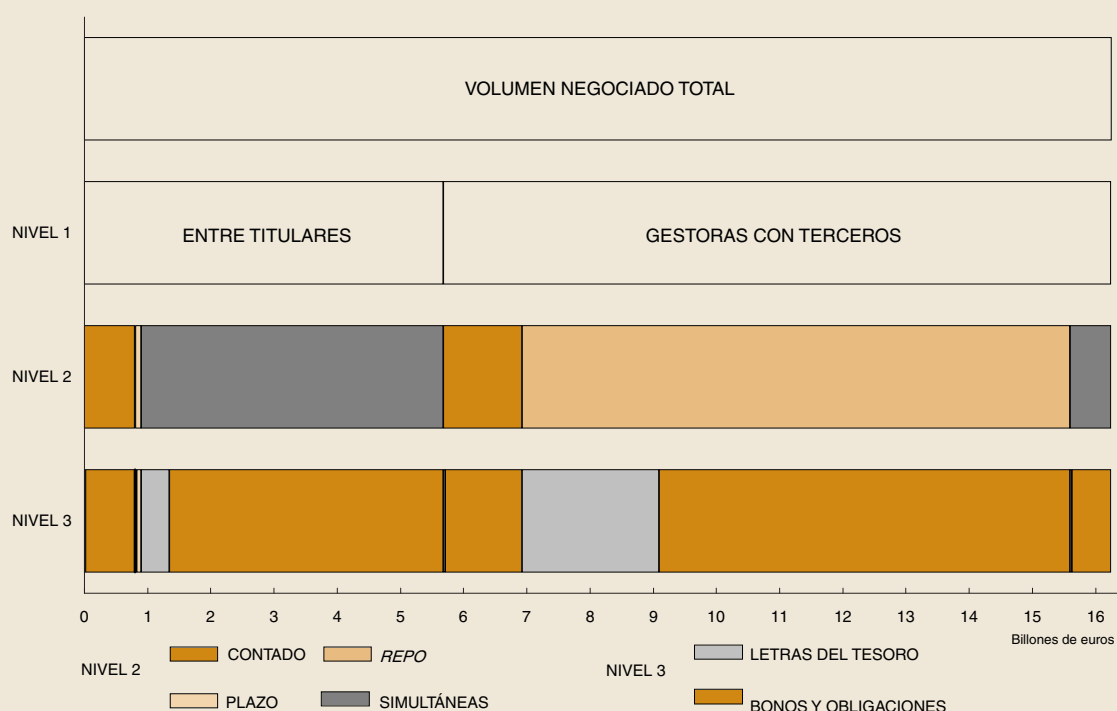
Como en ediciones anteriores de esta publicación, es preciso hacer dos consideraciones relativas a la información de este capítulo. En primer lugar, las cifras utilizadas para su elaboración tienen cierto grado de provisionalidad —más acusada en el tramo de negociación con terceros—, lo cual no es óbice, dada la poca importancia que habitualmente tienen las revisiones posteriores, para poder llevar a cabo una adecuada 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 5,9 mm de euros, de los que 2 mm correspondieron a bonos y obligaciones y el resto a letras del Tesoro. Resulta evidente que estos volúmenes no tienen ninguna relevancia en el mercado español de deuda; además, es preciso recordar que, por lo general, esta contratación recoge operaciones extra-bursátiles que únicamente se incluyen en el sistema bursátil para su registro y liquidación.

Además de estas dos notas metodológicas, conviene señalar aquí que, a diferencia de ediciones de años anteriores de esta Memoria, se ha decidido incorporar la actividad de los mercados derivados de deuda pública en este capítulo dedicado al mercado secundario. De estos mercados derivados, el hecho más relevante en cuanto a negociación se refiere es el continuo

GRÁFICO III.1

**Mercado secundario de deuda anotada
2001**



Fuente: Banco de España.

descenso, ya comentado en años anteriores, que viene observándose desde el año 1997.

Con las evoluciones apuntadas anteriormente de los segmentos de negociación entre titulares y de terceros, el primero de ellos supone el 35 % del total de la negociación y continúa la tendencia de los últimos tres años hacia un mayor equilibrio de ambos tramos. En el año 1998, el tramo de negociación entre titulares solo representaba el 22 % del total; así, en el período 1999-2001, es decir, durante la Unión Monetaria, su peso relativo ha aumentado unos trece puntos porcentuales.

En lo que se refiere a los instrumentos negociados, en el año 2001 la negociación con letras del Tesoro supuso casi un 17 % de los volúmenes cruzados, mientras la realizada con bonos y obligaciones superaban ligeramente el 82 %. Por su parte, los intercambios con principales y cupones tuvieron una importancia marginal, pues no alcanzaban un 1 % de la contratación.

Los cambios en la composición por tipo de operación han estado influidos por el citado aumento de la negociación entre titulares. En efecto: las operaciones simultáneas han pasado de representar un 30 % de la negociación a

suponer el 33 %, mientras que las operaciones al contado han aumentado en algo más de un punto porcentual su importancia y suponen el 12,6 % de los volúmenes negociados. Por la misma razón, la negociación en operaciones repo ha perdido peso relativo y ha pasado de aglutinar el 60 % de los volúmenes en 2000 al 54 % en el año 2001. La contratación en operaciones a plazo sigue siendo muy reducida y solo representa un 0,1 % del total 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»).

III.2. NEGOCIACIÓN ENTRE TITULARES

Sin duda alguna, el significativo avance de la negociación entre titulares constituye la nota más destacada de la evolución del mercado de

(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.

CUADRO III.1

**Negociación entre titulares
Año 2001**

mm de euros

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total	
	Volumen	Variación s/ 2000 (%)	Volumen	Variación s/ 2000 (%)	Volumen	Variación s/ 2000 (%)	Volumen	Variación s/ 2000 (%)	Volumen	Variación s/ 2000 (%)
Total	797,5	55,7	15,6	80,8	84,9	-45,1	4.781,8	31,5	5.679,8	31,7
Ciego	320,8	44,8	0,0	—	0,0	—	0,0	—	320,8	44,8
2º escalón	476,7	64,0	15,6	80,8	84,9	-45,1	4.781,8	31,5	5.359,0	31,0
Letras del Tesoro	21,6	-0,9	0,1	-91,5	22,2	-47,7	448,0	23,7	491,9	14,9
Ciego	0,0	—	0,0	—	0,0	—	0,0	—	0,0	—
2º escalón	21,6	-0,9	0,1	-91,5	22,2	-47,7	448,0	23,7	491,9	14,9
Bonos y obligaciones	770,1	59,0	15,0	119,7	62,7	-44,2	4.317,5	32,1	5.165,3	33,4
Ciego	319,1	46,0	0,0	—	0,0	—	0,0	—	319,1	46,0
2º escalón	451,0	69,7	15,0	119,7	62,7	-44,2	4.317,5	32,1	4.846,1	32,6
Principales y cupones	5,7	-4,5	0,5	511,7	—	—	16,4	236,7	22,6	106,2
Ciego	1,7	-42,8	0,0	—	—	—	0,0	—	1,7	-42,8
2º escalón	4,0	33,8	0,5	511,7	—	—	16,4	236,7	20,9	162,6

Fuente: Banco de España.

deuda pública anotada durante el pasado año 2001. El importe alcanzado de 5,7 billones de euros supone, como se comentó más arriba, una expansión cercana al 34 % respecto a la negociación del año 2000. El hecho de que desde la entrada en la Unión Monetaria la negociación entre los agentes especializados del mercado haya crecido a ritmos más que considerables hace observar con cierta confianza el futuro de este mercado. No obstante, conviene señalar que parte de la negociación del último año puede haberse visto inducida por la evolución negativa, en términos de precios, de los mercados de renta variable.

Por tipos de instrumento, la variación de la negociación entre titulares no ha sido homogénea: la realizada con bonos y obligaciones ha crecido un 33,4 %, hasta alcanzar los 5,2 billones de euros, mientras que las llevadas a cabo con letras del Tesoro (0,5 billones de euros) y con instrumentos segregados (23 mm de euros) han registrado avances del 14,9 % y del 106 %, respectivamente.

Por tipo de operación, nuevamente en el año 2001 fueron las operaciones simultáneas las que experimentaron un mayor crecimiento, que se cifró en el 31,5 %. Notables aumentos se registraron también en las operaciones al contado (55,7 %) y en las operaciones a plazo (80,8 %), aunque en este último caso las cifras son poco significativas, puesto que correspon-

den a niveles muy bajos de contratación. Por su parte, las operaciones repo experimentaron un claro retroceso, cifrado en el 45,1 %, si bien en este caso también empiezan a ser poco ilustrativas las cifras, puesto que son muy reducidos los volúmenes de negociación.

Con estas evoluciones, la contratación de bonos y obligaciones, con un 90,9 % en el año 2001, mantiene aproximadamente su peso en el total de negociación entre titulares. El resto de la negociación se realiza casi en su totalidad con letras del Tesoro, que tienen una cuota del 8,7 %, ya que la negociación con instrumentos segregados carece de relevancia cuantitativa. Por tipo de operación, las simultáneas mantienen una cuota en el entorno del 84 % de la negociación entre titulares; por su parte, las operaciones al contado acumularon el 14 % de la contratación.

En el cuadro III.1 se puede observar la descomposición de la negociación entre titulares, por tipo de operación e instrumento, junto con las variaciones porcentuales en relación con la contratación del año 2000; por su parte, el cuadro III.2 muestra las cuotas de negociación para los años 2000 y 2001; finalmente, el gráfico III.2 ilustra la estructura de la negociación entre titulares (2). Estos dos cuadros y este

(2) Con el objetivo de facilitar las comparaciones, la escala de este gráfico es idéntica a la utilizada en el gráfico III.4, dedicado a la negociación con terceros.

CUADRO III.2

Cuotas de negociación entre titulares (a)

%

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total	
	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001
Total	11,9	14,0	0,2	0,3	3,6	1,5	84,3	84,2	100,0	100,0
Ciego	5,1	5,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,1	5,6
2º escalón	6,7	8,4	0,2	0,3	3,6	1,5	84,3	84,2	94,9	94,4
Letras del Tesoro	0,5	0,4	0,0	0,0	1,0	0,4	8,4	7,9	9,9	8,7
Ciego	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2º escalón	0,5	0,4	0,0	0,0	1,0	0,4	8,4	7,9	9,9	8,7
Bonos y obligaciones	11,2	13,6	0,2	0,3	2,6	1,1	75,8	76,0	89,8	90,9
Ciego	5,1	5,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,1	5,6
2º escalón	6,2	7,9	0,2	0,3	2,6	1,1	75,8	76,0	84,7	85,3
Principales y cupones	0,1	0,1	0,0	0,0	—	—	0,1	0,3	0,3	0,4
Ciego	0,1	0,0	0,0	0,0	—	—	0,0	0,0	0,1	0,0
2º escalón	0,1	0,1	0,0	0,0	—	—	0,1	0,3	0,2	0,4

Fuente: Banco de España.

(a) Porcentajes sobre la negociación total entre titulares.

gráfico sirven de apoyo a la lectura de esta sección.

El resto de la sección se dedica a comentar las operaciones al contado, las operaciones

repo y las operaciones simultáneas; no se facilita información adicional sobre las operaciones a plazo, debido a su poca importancia cuantitativa.

III.2.1. Operaciones simples al contado

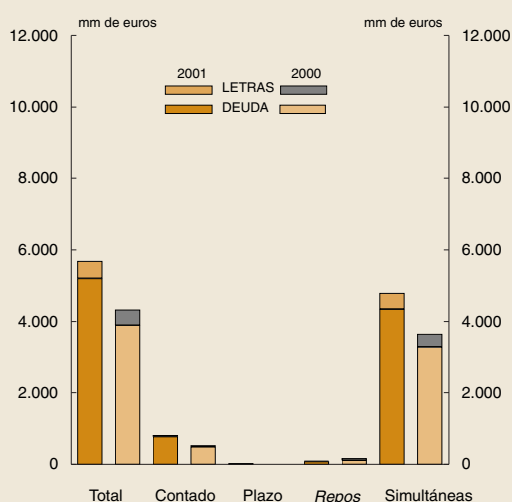
La contratación al contado alcanzó los 797 mm de euros en el año 2001, lo que supuso un crecimiento del 55,7 %. La mayor parte de esta negociación, 770 mm, se realizó con bonos y obligaciones, mientras que con letras del Tesoro se cruzaron 22 mm y con instrumentos segregados unos 6 mm.

Como en años anteriores, el tramo ciego del mercado perdió cuota en la negociación de bonos y obligaciones y, frente al 45 % que suponía en el año 2000, en el año 2001 dicha cuota se redujo hasta el 41 %.

En la parte superior del gráfico III.3 se representan las rentabilidades negociadas en operaciones al contado a diferentes plazos. Todo el año 2001 estuvo caracterizado por una tendencia decreciente en las rentabilidades negociadas en los plazos cortos, más acusada en la segunda mitad del año que en la primera. Estos descensos estarían ligados a la actuación del BCE, influida no solo por la situación macroeconómica del área del euro, sino también por los sucesos del pasado 11 de septiembre.

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.4, referente a la negociación con terceros.

Sin embargo, la evolución de la rentabilidad de la deuda a diez años se ha caracterizado por una mayor estabilidad: mientras que en la primera mitad del año dicha rentabilidad se incrementaba en unos quince puntos básicos, hasta situarse en el entorno del 5,35 %, en la segunda se producían sucesivos descensos, hasta cerrar el año en el entorno del 5,15 %. Con estas evoluciones, la curva de rendimientos mostraba una clara pendiente positiva al cerrar el año 2001, con un diferencial de dos puntos porcentuales entre las operaciones a uno y a diez años.

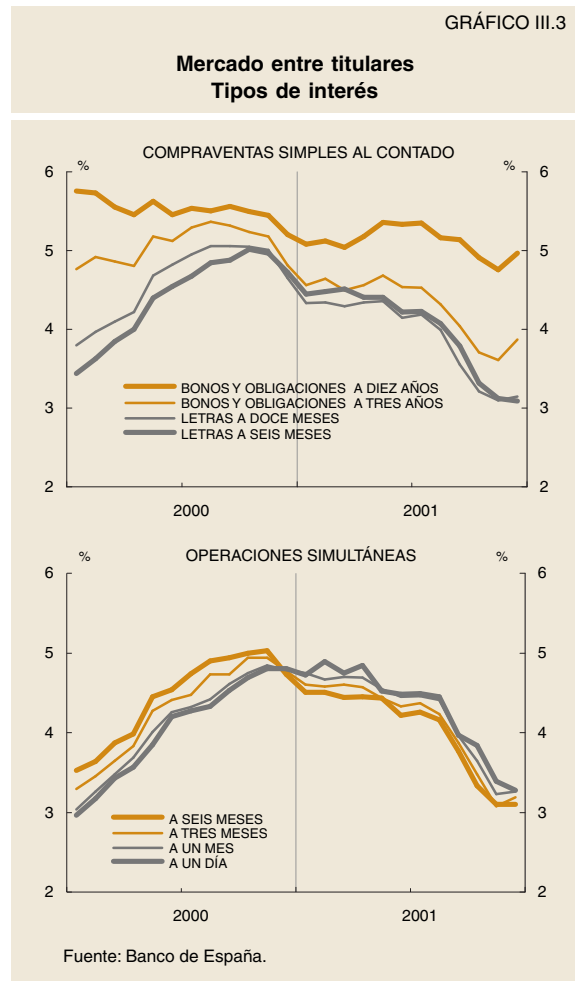
La expansión de la contratación al contado se ha centrado en los bonos y obligaciones, pues tanto en el caso de las letras del Tesoro como en el de los principales y cupones segregados se registraron ligeros descensos. Dentro de la negociación de bonos y obligaciones, es preciso señalar que el avance se ha producido tanto en el tramo ciego, con un crecimiento del 45 % hasta alcanzar una negociación de 321 mm, como en el segundo escalón, en el que el aumento se cifró en el 64 % y la contratación alcanzó los 477 mm.

La concentración de la negociación al contado en varias referencias se ha mantenido en niveles similares a los del año 2000: las cuatro emisiones más negociadas acumularon el 55 % de las operaciones y el 54 % de los volúmenes cruzados. Dichas emisiones fueron la obligación con cupón 5,40 % y vencimiento en julio de 2011 (que acumuló ella sola la cuarta parte de la negociación y de las operaciones), la obligación con cupón 5,35 % y vencimiento en octubre de 2011, el bono con cupón 4,95 % y vencimiento en julio de 2005 y el bono con cupón 4,60 % y vencimiento en julio de 2003.

En cuanto a las letras del Tesoro, hay que señalar que en el pasado año 2001 la negociación, que alcanzó los 21,6 mm, se mantuvo aproximadamente estable, pues tan solo se produjo una caída del 0,9 % en relación con la contratación del año 2000. De forma análoga, la negociación de principales y cupones segregados se ha reducido nuevamente en el año 2001 y tan solo alcanza los 5,7 mm de euros.

III.2.2. Operaciones repo

Los volúmenes cruzados entre titulares en operaciones repo se redujeron en el 2001 casi a la mitad respecto a los contratados en el año 2000. En efecto, con un descenso del 45,1 %, esta contratación tan solo alcanzó los 84,9 mm. De ellos, 62,7 mm se realizaron con bonos y obligaciones, mientras que los 22,2 mm restantes correspondieron a letras del Tesoro. Los



plazos de estas operaciones son muy cortos: los volúmenes cruzados a un día con bonos y obligaciones alcanzan el 95 % del total, mientras que en el caso de las letras del Tesoro esta cifra se sitúa en el 85 %. De hecho, los volúmenes negociados a plazos superiores al mes son insignificantes.

III.2.3. Operaciones simultáneas

Durante el año 2001 la negociación de operaciones simultáneas entre titulares, que alcanzó los 4,8 billones de euros, creció un 31,5 %. De esta contratación, 4,3 billones se negociaron con bonos y obligaciones, mientras que el resto correspondió, básicamente, a letras del Tesoro (448 mm de euros), ya que la negociación con principales y cupones segregados fue muy reducida (16 mm de euros). Con esta evolución, las operaciones simultáneas supusieron en el año 2001 un 84,2 % de la contratación y, en concreto, las realizadas con bonos y obligaciones se situaron en el 76 %.

Al igual que en el caso de las operaciones repo, la negociación de simultáneas se realiza

a plazos muy cortos: cuando se trata de bonos y obligaciones, el 79 % de los volúmenes se cruzan a un día y los importes negociados a más de un mes apenas superan el 1 %, mientras que en el caso de las letras del Tesoro, el importe intercambiado a un día supone el 91 % de la contratación.

La parte inferior del gráfico III.3 muestra la evolución de las rentabilidades negociadas en operaciones simultáneas a los plazos de un día, un mes, tres meses y seis meses. En este caso, son todavía de mayor aplicación los comentarios realizados anteriormente sobre las rentabilidades a corto plazo; de hecho, cuanto más corto es el plazo de estas operaciones temporales, más cercanos se hallan los tipos negociados del tipo de las operaciones principales de financiación del BCE, el cual durante el 2001 experimentó cuatro descensos para pasar desde el 4,75 % en el que inició el año, hasta el nivel del 3,25 % en el que lo terminó.

III.2.4. Transferencias de valores

Durante el año 2001 se ha mantenido la evolución creciente en el número de transferencias que ya se observó en el año inmediatamente anterior. Frente a las 185.894 realizadas en el año 2000, durante el pasado año se produjeron 210.452 transferencias, lo que supone un aumento del 13 %. Sin embargo, los volúmenes transferidos registraron un notable descenso, pues pasaron de los 1.503 mm del año 2000 hasta los 873 mm del 2001.

De este modo, se ha registrado un descenso muy notable del importe medio por transferencia. En el caso de las transferencias de letras del Tesoro, el importe medio ha pasado de 2,6 millones de euros en el año 2000 hasta 1,4 millones en el 2001; en el caso de los bonos y obligaciones, el importe medio se ha reducido desde 10,9 millones de euros hasta 5,7 millones. Por último, en el caso de los instrumentos segregados, principales y cupones, el importe medio por transferencia se redujo drásticamente desde 16,1 millones de euros en 2000 hasta 0,5 millones en el pasado 2001.

Las transferencias de bonos y obligaciones supusieron durante el año 2001 el 91 % de los volúmenes transferidos y el 66 % del total de transferencias realizadas, con lo cual han incrementado ligeramente su peso relativo. Por tipo de transferencia, las realizadas con orden de retorno, aunque con menor ventaja, siguen siendo mayoritarias en número, ya que suponen el 61 % del total de transferencias; sin embargo, los volúmenes transferidos se reparten a partes iguales entre las transferencias a

vencimiento y las realizadas con orden de retorno.

III.3. NEGOCIACIÓN CON TERCEROS

La negociación con terceros experimentó un aumento del 11,5 % durante el pasado año 2001 y alcanzó los 10,6 billones de euros. Por tipo de instrumento, la contratación creció un 7,3 % en el tramo de las letras del Tesoro, hasta alcanzar los 2,2 billones de euros; los volúmenes cruzados de bonos y obligaciones, con una expansión del 12,4 %, alcanzaron los 8,2 billones de euros; finalmente, con un aumento del 45,2 %, la negociación con principales y cupones alcanzó los 119,2 mm de euros.

Con esta evolución, la participación de cada instrumento de deuda en la negociación total entre terceros se mantiene aproximadamente estable. En efecto: la cuota de la contratación de bonos y obligaciones pasa del 77,2 % del año 2000 al 77,8 % del 2001, la correspondiente a letras del Tesoro disminuye desde el 21,9 % hasta el 21,1 %, y, finalmente, la participación de la contratación con instrumentos segregados aumenta ligeramente desde el 0,9 % hasta el 1,1 %.

Atendiendo al tipo de operación, salvo en el caso de las operaciones a plazo, se registraron aumentos en todas las formas de contratación: el crecimiento de las operaciones al contado se situó en el 15,9 %, el de las operaciones *repo* alcanzó el 10,2 % y, por último, el correspondiente a las operaciones simultáneas se situó en el 23,1 %.

En la negociación con terceros, siguen siendo las operaciones *repo* las más importantes, ya que suponen el 82 % de la contratación. Por su parte, las operaciones al contado y las operaciones simultáneas tienen unas cuotas del 11,8 % y del 6,2 %, respectivamente.

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

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

CUADRO III.3

**Negociación con terceros
Año 2001**

mm de euros

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total	
	Volumen	Variación s/ 2000 (%)	Volumen	Variación s/ 2000 (%)	Volumen	Variación s/ 2000 (%)	Volumen	Variación s/ 2000 (%)	Volumen	Variación s/ 2000 (%)
Total	1.243,7	15,9	7,8	-8,1	8.667,2	10,2	653,1	23,1	10.571,7	11,5
Letras del Tesoro	36,4	-36,9	0,2	-47,5	2.164,5	8,6	30,0	4,1	2.231,1	7,3
Bonos y obligaciones	1.197,6	19,1	7,0	-5,9	6.397,3	10,2	619,5	24,3	8.221,4	12,4
Principales y cupones	9,6	-0,6	0,5	-6,7	105,4	53,5	3,7	14,2	119,2	45,2

Fuente: Banco de España.

III.3.1. Operaciones simples al contado

La contratación al contado alcanzó los 1.244 mm de euros, de los que 1.198 mm se cruzaron con bonos y obligaciones. De este modo, la negociación de letras del Tesoro y de instrumentos segregados necesariamente tuvo que ser muy reducida: 36 mm y 10 mm de euros, respectivamente. En conjunto, esta negociación supone un crecimiento del 15,9 % de la operativa al contado, si bien solamente en el caso de bonos y obligaciones se ha producido una expansión de la contratación; en concreto, de un 19,1 %.

En la negociación de letras del Tesoro y de bonos y obligaciones, las entidades gestoras dan contrapartida en nombre propio a sus clientes en, aproximadamente, las tres cuartas partes de los volúmenes contratados; en el resto se trata de operaciones registradas por orden conjunta de las partes. El caso de los bonos y obligaciones supone un cambio respecto a años anteriores, en los que la operativa por orden conjunta de las partes tenía una importancia algo mayor, lo que se imputaba a una

mayor presencia de operadores especializados en la contratación con este tipo de instrumentos.

Ello no obstante, la actividad de este tipo de inversores, operando entre sí y comunicando sus operaciones a una gestora para que esta las registre, sí que sigue observándose en los volúmenes medios de las operaciones, que, con independencia 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 efecto: en el primer tipo de intermediación, el importe medio se sitúa en 16,6 millones de euros en bonos y obligaciones, 26 millones de euros en letras del Tesoro y 8,7 millones de euros en instrumentos segregados; cuando la gestora da contrapartida en nombre propio, estos importes medios se sitúan en 9,4 millones de euros, 0,8 millones de euros y 2,3 millones de euros, respectivamente.

En la negociación al contado con terceros también existe cierto grado de concentración por emisiones, si bien es muy inferior al obser-

CUADRO III.4

Cuotas de negociación con terceros (a)

%

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total	
	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001
Total	11,3	11,8	0,1	0,1	83,0	82,0	5,6	6,2	100,0	100,0
Letras del Tesoro	0,6	0,3	0,0	0,0	21,0	20,5	0,3	0,3	21,9	21,1
Bonos y obligaciones	10,6	11,3	0,1	0,1	61,2	60,5	5,3	5,9	77,2	77,8
Principales y cupones	0,1	0,1	0,0	0,0	0,7	1,0	0,0	0,0	0,9	1,1

Fuente: Banco de España.

(a) Porcentajes sobre la negociación total con terceros.

GRÁFICO III.4

Negociación con terceros

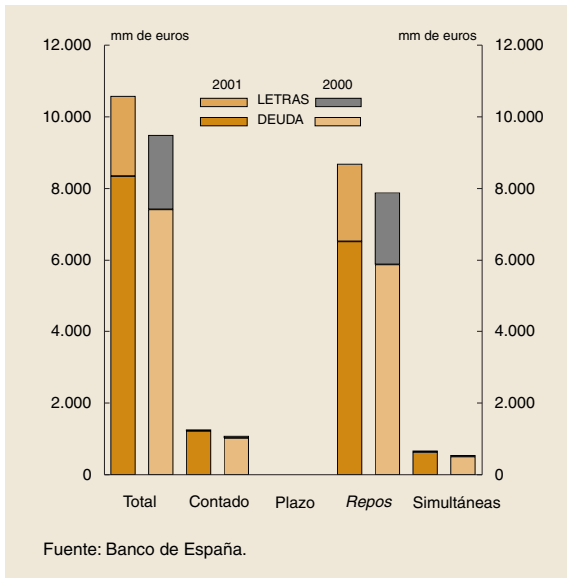
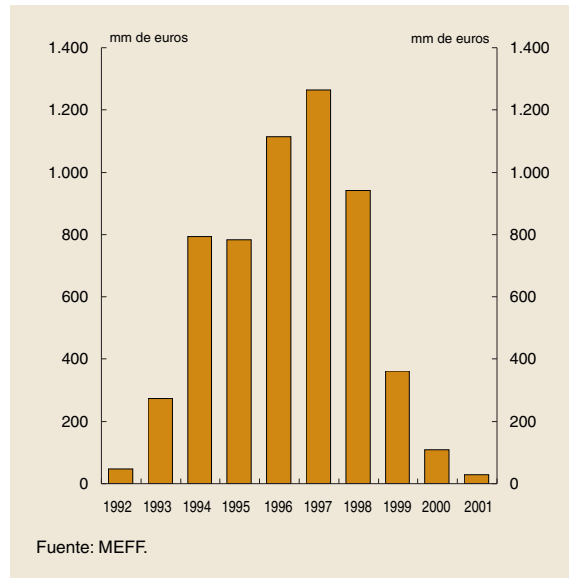


GRÁFICO III.5

Volumen de negociación del futuro sobre el bono a diez años en MEFF



vado en la negociación entre titulares. A modo de ilustración, basta con señalar que mientras una sola referencia acumulaba la cuarta parte de la negociación al contado entre titulares, en la negociación entre terceros la emisión más negociada tan solo superaba ligeramente el 13 % de la contratación.

III.3.2. Operaciones repo

Los volúmenes cruzados en operaciones repo con terceros, que alcanzaron los 8,7 billones de euros, aumentaron un 10,2 % en el año 2001. Esta operativa, que supone el 82 % de la contratación con terceros, 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. Estas cuotas de participación no han registrado variación en relación con las observadas en el año 2000.

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 en este tipo de intermediación se sitúa en los 1,9 millones de euros en el caso de los bonos y obligaciones, 2,1 millones en el caso de las letras y 7,3 millones en el caso de los principales y cupones segregados.

Al igual que en el caso de la negociación entre titulares, en la contratación con terceros los plazos de las operaciones repo son también muy reducidos. En concreto, al plazo de un día se realizó el 88 % de la contratación.

III.3.3. Operaciones simultáneas

La contratación de operaciones simultáneas con terceros, que registró un aumento del 23,1 %, ascendió durante el pasado año a 653,1 mm de euros; este aumento supone un cambio en la tendencia que venía experimentando esta negociación en los últimos años. A pesar de este crecimiento, esta operativa representa tan solo un 6,2 % del total de contratación con terceros.

Del total de negociación en simultáneas, los volúmenes cruzados con bonos y obligaciones ascendían a 619,5 mm de euros, esto es, el 95 % de dicha negociación. Los volúmenes intercambiados de letras del Tesoro (30 mm de euros) y de instrumentos segregados (3,7 mm de euros) son, por tanto, muy reducidos.

Al contrario de lo que se observa en la operativa en repo, el importe medio por operación simultánea es muy alto: en el caso de bonos y obligaciones asciende a 43 millones de euros, mientras que en el caso de las letras del Tesoro se sitúa en los 133 millones de euros. En el caso de las operaciones realizadas con instrumentos segregados, el importe medio es muy inferior, puesto que se sitúa en los 17 millones de euros.

Respecto a los plazos de negociación se observa también en las operaciones simultáneas una elevada concentración en los plazos cortos, si bien menor que en las operaciones repo. En efecto: al plazo de un día se cruzó el 60 % de los volúmenes contratados en cualquiera de

CUADRO III.5

Negociación de derivados

mm de euros

	Negociación		Posición abierta (a)	
	Volumen en 2001	Variación s/ 2000 (%)	Volumen en 2001	Variación s/ 2000 (%)
Total	29.061,4	-73	320,7	-80
Futuro a cinco años	0,0	0	—	—
Futuro a diez años	29.061,4	-73	320,7	-80
Futuro a treinta años	0,0	0	—	—

Fuente: MEFF Renta Fija.
(a) En el caso de la posición abierta, la cifra corresponde a 31 de diciembre.

los instrumentos utilizados en operaciones simultáneas.

III.4. MERCADOS DERIVADOS

En los mercados europeos de productos derivados de la deuda pública, en 2001 han continuado las tendencias observadas en años anteriores. La implantación del euro como moneda única y el desarrollo de una política monetaria común han reducido las diferencias de rentabilidad entre los productos de deuda pública de los distintos Estados pertenecientes a la Unión Europea, lo cual ha conducido a estrate-

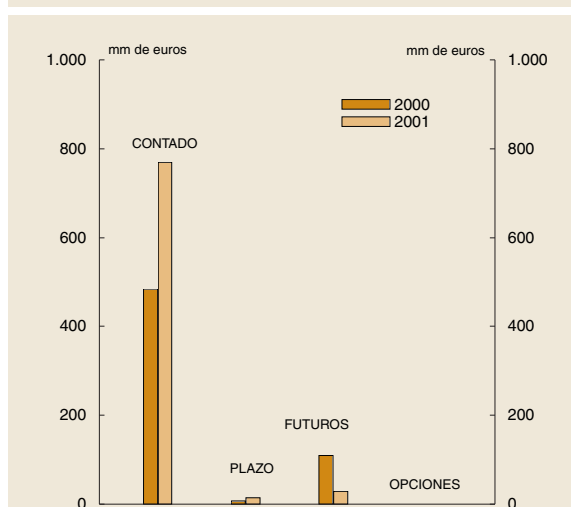
gias de inversión con un carácter más europeo que nacional, dando lugar a un notable trasvase de actividad entre mercados.

Mientras en EUREX (3) el volumen negociado de productos derivados de la deuda pública continuaba su ascenso, aumentando un 46 % con respecto a 2000, MATIF retrocedía un 58 % y MEFF un 73 %. Por supuesto, la interpretación de estas cifras debe hacerse con la reserva de que, en el mercado español, el futuro sobre el bono nacional a diez años es desde 2000 el único superviviente entre los productos derivados de la deuda pública española, tras la extinción de las opciones sobre bonos y de los contratos de futuro sobre bonos a tres y cinco años. Sin embargo, en MATIF se sigue negociando además el futuro sobre el bono a cinco años, y en EUREX, futuros y opciones con plazos desde veintidós meses hasta trece años. Ahora bien, las cifras de contratación del futuro sobre el bono a diez años ofrecen una visión similar, avanzando EUREX un 18 % y retrocediendo MATIF un 60 %. Este último hecho confirma la idea de que el repunte ocurrido en 2000 en el mercado francés, cuando la negociación aumentó un 656 % con respecto a 1999, no contaba con una base sólida que permitiese recuperar la actividad en este segmento del mercado de forma permanente en el tiempo.

En el mercado español la contratación, que se llevó a cabo principalmente en los primeros meses del año, alcanzó un volumen total a final de 2001 de 29.061 millones de euros (véase cuadro III.5), situándose en un entorno al que

GRÁFICO III.6

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



Fuentes: MEFF y Banco de España.

(a) La contratación entre titulares se refiere a bonos y obligaciones.

(b) Futuro a diez años.

(3) MEFF, EUREX Y MATIF son, respectivamente, Mercado Español de Futuros Financieros, European Financial Futures Exchange y Marché à Terme International de France.

no se había descendido desde 1992 y que es simplemente la manifestación más reciente de la tendencia negativa que comenzó a observarse en 1998 (véase gráfico III.5).

Además, es de destacar la continua y significativa pérdida de peso relativo que ha venido caracterizando al mercado de futuros en el total

del mercado español de deuda pública. Y es que, durante los últimos años, el retroceso del mercado de derivados se ha producido a pesar del considerable aumento de la negociación de bonos y obligaciones entre titulares, que en 2001 creció un 59 % para las operaciones al contado y un 120 % para las operaciones a plazo (véase gráfico III.6).

IV. Distribución de saldos por grupos de agentes

IV.1. DISTRIBUCIÓN DE SALDOS VIVOS

Durante el año 2001, los saldos vivos de deuda del Estado siguieron la misma tendencia de años anteriores: mientras el saldo de letras del Tesoro registró nuevamente una reducción, cifrada en 9,1 mm de euros, el correspondiente a bonos y obligaciones experimentó un aumento de 13,2 mm de euros. Por su parte, los saldos de instrumentos segregados crecieron muy ligeramente (0,2 mm de euros).

Las evoluciones diferenciadas de los no residentes y de los fondos de inversión, observadas en el año 2000, volvieron a repetirse durante el pasado año 2001. En efecto: mientras los primeros incrementaron sus tenencias de valores públicos españoles, los segundos redujeron considerablemente las suyas. Junto a este hecho, hay que resaltar que el nuevo sistema de subasta de liquidez del Tesoro, que se implantó a partir de febrero de 2001, tiene una influencia significativa en la distribución de saldos registrados.

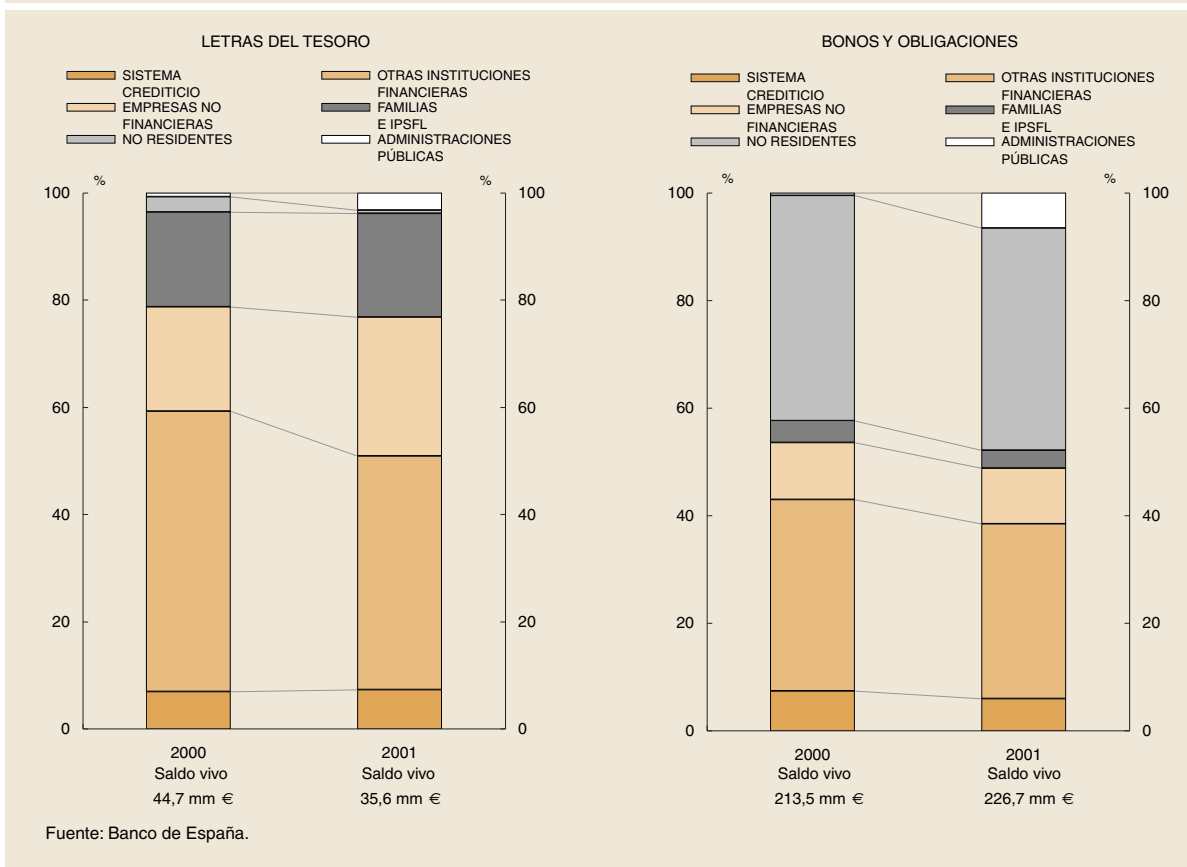
Así, en cuanto a bonos y obligaciones se refiere, mientras los inversores no residentes aumentaron sus carteras en 3,9 mm de euros, los fondos de inversión redujeron sus tenencias en 2,4 mm. No obstante, habida cuenta del incremento del saldo de estos valores, ambos grupos de inversores redujeron su participación en dicho saldo: los primeros pasando desde el 41,9 % de 2000 al 41,3 % de 2001 y los segundos con una reducción desde el 20,7 % hasta el 18,2 %.

En el caso de las letras del Tesoro, estos dos tipos de agentes han reducido sus tenencias. La disminución de estas carteras en los fondos de inversión ha alcanzado los 7,3 mm de euros, mientras que para los no residentes la caída se ha situado en 1,1 mm. De esta forma, los fondos de inversión eran propietarios a finales del pasado año del 26,2 % del saldo vivo de letras del Tesoro, lo que supone una caída de, aproximadamente, once puntos porcentuales en su participación.

Si a los fondos de inversión 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, su participación, al cierre del ejercicio pasado, en el saldo de letras del Tesoro se situaría en el 43,6 %, mientras que su cuota sobre el saldo de bonos y obligaciones alcanzaría el 32,5 %.

Por su parte, las tenencias de las empresas no financieras y de las familias han tenido evoluciones también opuestas, pero de tamaño muy inferior. Por un lado, las empresas no financieras aumentaron tanto sus carteras de le-

Deuda anotada del Estado Distribución porcentual de saldos registrados



tras (0,5 mm) como las de bonos y obligaciones (1 mm); por el contrario, las familias redujeron sus carteras de letras (1 mm) y de bonos y obligaciones (0,7 mm).

Aunque ya se comentaba en la edición anterior de esta Memoria, conviene recordar el esquema básico de funcionamiento de las subastas de liquidez del Tesoro, con el fin de analizar su reflejo en la distribución de saldos. A las entidades de crédito que resultan adjudicatarias en estas subastas, se les traspasa la mayor parte del saldo que al final del día el Tesoro mantiene en la cuenta del Banco de España. Estos traspasos se instrumentan mediante operaciones simultáneas a un día realizadas con valores del Estado registrados en la Central de Anotaciones.

De esta forma, debido básicamente a esta operativa, los saldos registrados de bonos y obligaciones a favor de las Administraciones Públicas al final del año 2001 recogen un aumento muy abultado (13,8 mm de euros), debido básicamente a esta operativa. La influencia de esta actividad en los saldos de letras del Tesoro es mucho más reducida.

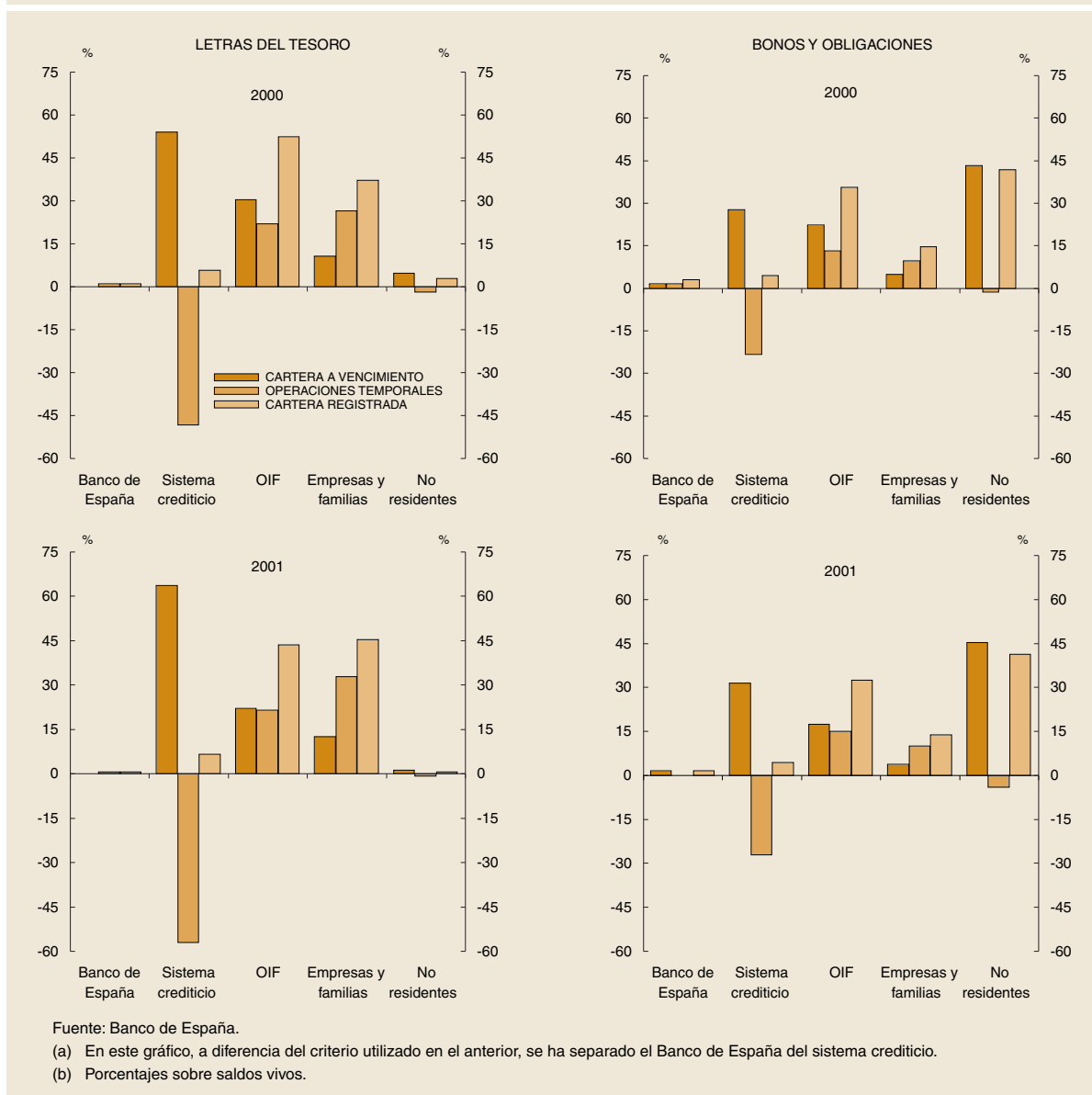
Indirectamente, la actuación del Banco de España se ha visto afectada, ya que las entidades han reducido drásticamente el uso de deuda pública como garantía en las operaciones simultáneas de inyección de liquidez del Eurosistema. De esta forma, frente a lo que ocurría en años anteriores, los saldos registrados de bonos y obligaciones a favor del Banco de España coinciden aproximadamente con su cartera a vencimiento.

Finalmente, el sistema crediticio, que ha servido de contrapartida al resto de movimientos, ha experimentado disminuciones en sus carteras: 0,5 mm en letras del Tesoro y 2,4 mm en bonos y obligaciones.

Todas estas variaciones pueden observarse 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 2000 y 2001, 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,

GRÁFICO IV.2

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



para los mismos tipos de activos, las carteras a vencimiento.

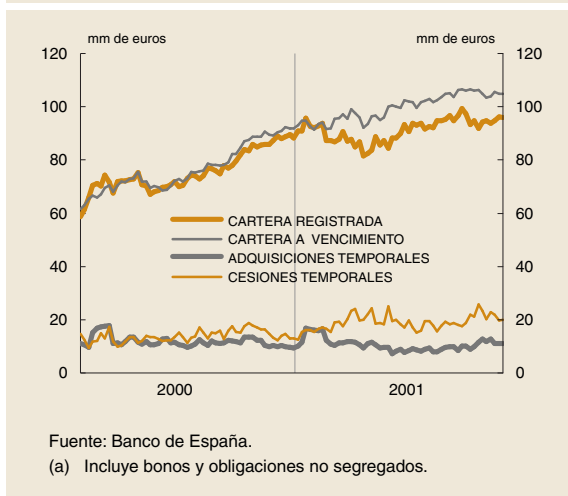
También en términos porcentuales sobre los saldos vivos de los años 2000 y 2001, el gráfico IV.2 muestra, para los distintos grupos de agentes, las carteras a vencimiento, las operaciones temporales netas y las carteras registradas, con lo que se pueden identificar diversas formas de actuación. En efecto: por un lado, el sistema bancario, que actúa como intermediario, mantiene cuantiosas carteras a vencimiento, que refinancia mediante operaciones temporales con otros agentes —entre los que, como acabamos de señalar, desde febrero de 2001 se encuentra el Tesoro—; por otro

lado, los inversores no residentes que cuentan también con abultadas tenencias a vencimiento que apenas refinancian; finalmente, tanto el grupo otras instituciones financieras —dominado por la actuación de los fondos de inversión— como las empresas no financieras y las familias complementan sus carteras a vencimiento con adquisiciones temporales de activos.

IV.2. POSICIÓN DE NO RESIDENTES

Como se ha señalado en la sección anterior, en el año 2001 los inversores no residentes redujeron sus carteras de letras del Tesoro en

GRÁFICO IV.3

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

1,1 mm de euros, las de instrumentos segregados en 0,4 mm y, por el contrario, aumentaron sus tenencias de bonos y obligaciones en 3,9 mm. Con estas variaciones, a finales del 2001 sus saldos registrados ascienden a 0,2 mm en letras del Tesoro, a 4,3 mm en principales y cupones segregados, y, finalmente, a 93,5 mm en bonos y obligaciones.

Así, los inversores no residentes eran, en ese momento, propietarios del 41,3 % del saldo vivo de bonos y obligaciones. Dada la reducida importancia cuantitativa de los otros dos tipos de instrumentos en la actividad de este grupo de agentes, el resto de la sección se dedica exclusivamente a su actuación con bonos y obligaciones.

Mientras que las variaciones observadas en la cartera registrada de bonos y obligaciones son bastante reducidas, la cartera a vencimiento de los inversores no residentes sí que han experimentado cambios significativos. En efecto: las tenencias a vencimiento pasaron de 92,2 mm de euros a finales del año 2000 a 102,8 mm al cierre del pasado ejercicio.

En el gráfico IV.3 pueden observarse las evoluciones de la cartera registrada y a vencimiento, así como de las operaciones temporales, bien de adquisición, bien de cesión, de los inversores no residentes. En él, así como en el gráfico IV.2 comentado anteriormente, puede comprobarse que, al igual que en años anteriores, para este tipo de inversores las operaciones temporales tienen una importancia cuantitativa muy limitada. Con las cautelas debidas, este mantenimiento en modo de operar por parte de los inversores no residentes puede considerarse como una muestra de la gran confianza que estos agentes tienen en los valores públicos españoles.

IV.3. EL BANCO DE ESPAÑA COMO ENTIDAD GESTORA

Al igual que ya pasara en el año inmediatamente anterior, durante el año 2001 los saldos mantenidos en las Cuentas Directas del Banco de España han aumentado significativamente y ya alcanzan los 3.809 millones de euros. Esta evolución ha venido determinada por el incremento en los saldos de letras del Tesoro, cifrado en 605 millones de euros, ya que los saldos de bonos y obligaciones han experimentado un muy ligero descenso, en concreto, de 6 millones de euros.

Así, al cierre de 2001 los importes de letras del Tesoro ascendían a 3.062 millones de euros y representaban el 80 % de los saldos mantenidos en las Cuentas Directas. Por su parte, el 20 % restante correspondía a bonos y obligaciones, cuyos saldos alcanzaban los 747 millones de euros.

Con estas variaciones, al final del ejercicio pasado el Banco de España era la duodécima entidad gestora por tamaño de los saldos registrados. En el caso de las letras del Tesoro, el Banco de España se halla en la tercera posición, mientras que en el caso de los bonos y obligaciones la actividad del Banco de España como entidad gestora se encuentra en la trigésimoctava plaza.

V. Otros emisores

En el año 2001 se produjo una reducción del saldo de deuda inscrito por Comunidades Autónomas y otras instituciones públicas en la Central de Anotaciones, debido a que el moderado incremento de la emisión neta de deuda autonómica no compensó el volumen de amortizaciones de deuda del resto de instituciones públicas. En contraste, la operativa de este tipo de deuda en el mercado secundario se incrementó de forma notable, dado que recuperó un volumen de negociación comparable al de 1999, rompiendo así la tendencia decreciente en que había entrado en los dos últimos años. La distribución de este tipo de deuda entre los distintos inversores del mercado no presentaba un perfil muy diferente al cierre de 2001, con respecto al del año precedente; únicamente había aumentado algo el peso relativo de las carteras en manos de no residentes y en las del sistema crediticio, a costa de una disminución de la cartera en poder de otras instituciones financieras.

V.1. MERCADO PRIMARIO

La emisión bruta de valores de deuda autonómica y de otras instituciones públicas en la Central de Anotaciones fue de 1.691 millones de euros en el año 2001, lo que representa un descenso del 35 % con respecto al año anterior (véase cuadro V.1).

Los saldos amortizados durante el año se elevaron hasta 2.674 millones de euros, por lo que la emisión en términos netos tomó un valor negativo (-983 millones de euros), lo que significa que el saldo en circulación disminuyó en ese importe en el transcurso del año.

A pesar de que la totalidad de lo emitido se concentró en las Comunidades Autónomas, la emisión bruta de estas fue un 33 % inferior a la del año 2000. En términos netos la reducción fue aún mayor, ya que los 301 millones de euros emitidos en 2001 suponen una disminución del 74 % con respecto a los 1.174 millones que se habían emitido, en términos netos, el año anterior.

La autonomía con un mayor volumen de emisiones en el año 2001 fue la andaluza, que emitió 983 millones de euros, lo que representa un 58 % de la emisión total de Comunidades Autónomas. Más de la mitad de ello, en concreto 551 millones de euros, fue instrumentado en pagarés, mientras que los otros 432 millones representan emisión de bonos y obligaciones. La Junta de Andalucía amortizó deuda por importe de 711 millones de euros, de los que 542 millones representan vencimientos de pagarés, mientras que los restantes 169 millones corresponden a amortización de bonos y obligaciones. En consecuencia, la emisión neta de esta

**Deuda de Comunidades Autónomas y otras instituciones públicas
Mercado primario. Año 2001**

Millones de euros

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación (31.12.01)
TOTAL	1.691	2.674	-983	13.704
Comunidades Autónomas	1.691	1.390	301	9.905
Andalucía	983	711	272	4.044
Aragón	71	—	71	334
Baleares	—	—	—	166
Canarias	189	215	-26	374
Cantabria	—	—	—	50
Castilla y León	92	139	-47	405
Castilla-La Mancha	50	—	50	288
Galicia	200	84	116	1.441
Madrid	—	150	-150	1.105
Murcia	76	—	76	366
Navarra	30	35	-5	641
Valencia	—	56	-56	691
Otras instituciones públicas	0	1.284	-1.284	3.799
CSI	—	—	—	180
ICO	—	1.051	-1.051	2.778
INI	—	233	-233	661
RTVE	—	—	—	180

Fuente: Banco de España.

Comunidad se compone de 9 millones de euros instrumentados en pagarés y 263 millones de euros de emisión neta de bonos y obligaciones.

La segunda comunidad autónoma en volumen de emisión en el año 2001 fue la de Galicia. Su emisión neta de 116 millones de euros responde a una emisión bruta de 200 millones y unas amortizaciones de 84 millones.

La emisión bruta de la Comunidad Canaria, de 189 millones de euros, incluye 150 millones instrumentados en pagarés, los cuales sirvieron para atender la amortización de pagarés que, por ese mismo importe, se produjo durante el año. Por tanto, Canarias emitió 39 millones de euros en bonos y obligaciones en términos brutos, y amortizó 65 millones, quedando su emisión neta en -26 millones de euros.

Otras cinco Comunidades Autónomas tuvieron presencia en el mercado primario durante 2001. Se trata de Castilla y León, que emitió 92 millones de euros, si bien amortizó deuda por importe de 139 millones de euros, reduciéndose por tanto su saldo vivo en 47 millones de euros; Murcia, que emitió 76 millones de euros tanto en términos brutos como netos, dado que no amortizó deuda durante el año; Aragón,

cuya emisión bruta, que coincide también con la neta, fue de 71 millones de euros; Castilla-La Mancha, con una emisión bruta y neta de 50 millones de euros, y finalmente Navarra, cuya emisión bruta de 30 millones de euros fue excedida por los 35 millones de amortizaciones, por lo que su emisión neta fue negativa por importe de 5 millones de euros.

También fueron negativas las emisiones netas de Madrid y Valencia, dado que no emitieron deuda durante 2001, mientras que sí se amortizó parte de su deuda en circulación. Madrid amortizó 150 millones de euros y Valencia 56 millones de euros, reduciéndose por tanto sus respectivos saldos vivos de deuda en esos mismos importes.

Ese mismo fue el caso del Instituto de Crédito Oficial (ICO) y del Instituto Nacional de Industria (INI), que amortizaron entre los dos 1.284 millones de euros, lo que redujo en esa misma cuantía el saldo vivo de su deuda anotada. El hecho de que el colectivo de otras instituciones públicas participe en las amortizaciones de este mercado con casi la mitad de su importe total, pero no en las emisiones, contribuye a que la emisión neta total adquiera el valor negativo ya comentado.

CUADRO V.2

**Deuda de las Comunidades Autónomas y otras instituciones públicas
Volúmenes negociados (a). Año 2001**

Millones de euros

	Conjunto del mercado	Entre titulares					Gestoras con terceros				
		Total	Contado	Plazo	Repos	Simultáneas	Total	Contado	Plazo	Repos	Simultáneas
1993	5.884	2.711	1.484	144	1.064	18	3.173	2.061	12	1.100	—
1994	14.418	6.449	2.260	397	2.037	1.755	7.969	3.678	270	3.792	228
1995	27.238	8.354	3.913	505	—	3.937	18.884	4.652	523	12.693	1.016
1996	44.932	16.985	6.551	841	6	9.586	27.947	9.093	853	15.266	2.735
1997	61.363	22.033	4.472	499	1.412	15.650	39.330	9.352	1.298	24.377	4.303
1998	77.519	24.028	2.681	397	397	20.555	53.490	8.805	709	35.027	8.949
1999	63.661	2.740	1.766	65	3	906	60.921	4.829	475	53.999	1.618
2000	46.550	1.261	957	48	—	256	42.289	4.132	15	40.693	449
2001:											
Total	65.405	2.211	840	23	16	1.332	63.194	4.373	32	58.748	41
Bonos y obligaciones de CCAA	52.351	1.843	549	14	16	1.264	50.508	2.532	4	47.938	34
Bonos y obligaciones de otras instituciones públicas	6.755	317	247	9	—	61	6.438	1.310	24	5.097	7
Pagarés	6.299	51	44	—	—	7	6.248	531	4	5.713	—

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.

V.2. MERCADO SECUNDARIO

El volumen de negociación en el mercado secundario de deuda de Comunidades Autónomas y otras instituciones públicas fue de 65.405 millones de euros en el año 2001, lo cual representa un 40 % más que el año anterior (véase cuadro V.2).

La negociación entre titulares de cuenta fue de 2.211 millones de euros, lo que implica un incremento del 75 % respecto al año 2000. La operativa entre gestoras y terceros, por su parte, sigue representando el grueso del mercado, ya que fue de 63.194 millones de euros, es decir, un 97 % del total, y un 49 % más que un año antes.

Atendiendo a la naturaleza del emisor, los bonos y obligaciones emitidos por Comunidades Autónomas se negociaron por importe de 52.351 millones de euros, lo cual representa un 80 % de la negociación total. El restante 20 % se repartió a partes aproximadamente iguales entre bonos y obligaciones emitidos por otras instituciones públicas y pagarés.

El notable incremento del volumen de la negociación entre titulares de cuenta se debe sobre todo a la operativa de simultáneas con bonos y obligaciones autonómicos, que se incre-

mentó en el año 2001 en más de un 400 %, al pasar de 233 millones de euros en el año 2000 a 1.264 millones. El grueso de esta operativa se negoció a plazos cortos. En concreto, 501 millones se negociaron a un día, 235 millones a entre dos y cinco días, y 347 millones a una semana. Ello puede indicar una asociación de esta operativa con la instrumentación de la política monetaria del Banco Central Europeo.

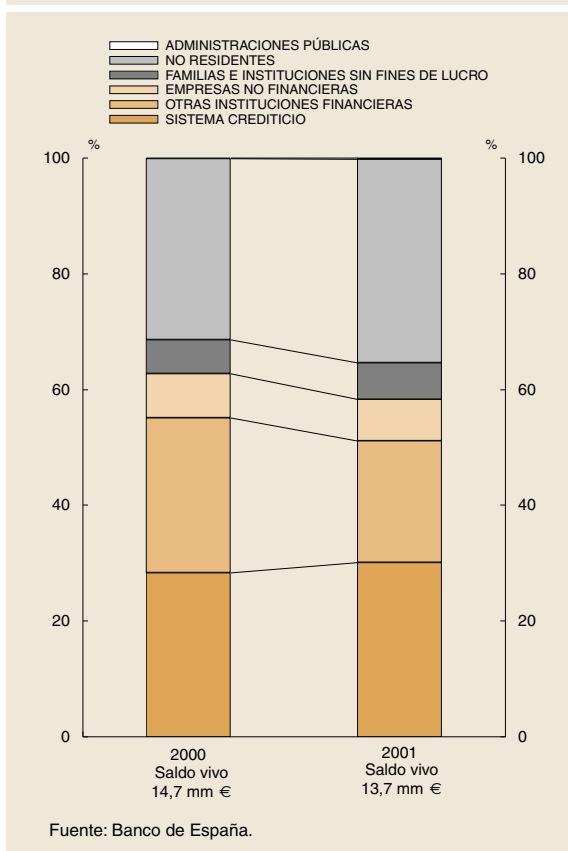
Por el contrario, el volumen cruzado por titulares en operaciones al contado disminuyó un 12 %, para quedar en 840 millones de euros, mientras que las operativas a plazo y en repos representaron valores testimoniales.

Por su parte, el incremento de la negociación en el segmento de gestoras con terceros tuvo su centro de gravedad en la operativa en repos con bonos y obligaciones autonómicos, que se elevó a 47.938 millones de euros, es decir, un 31 % más que los 36.537 millones que había supuesto en el año 2000.

Si bien sus niveles, en términos absolutos, son más reducidos, la negociación de repos con deuda de otras instituciones públicas y con pagarés también se incrementó de manera muy notable, pues la primera lo hizo en un 250 % y la segunda se multiplicó por dos. En contraste, la operativa al contado permaneció prácticamente

GRÁFICO V.1

Deuda de CCAA y otros emisores Distribución porcentual de saldos registrados



estable, mientras que las operativas a plazo y en simultáneas representaron volúmenes comparativamente muy reducidos.

La estructura por plazos de la negociación en repos en el segmento de gestoras con terceros está muy sesgada hacia el plazo de un día, en el que se negoció un 78 % del total. En esa operativa a un día, además, se realizaron operaciones de mucho mayor volumen que en el conjunto del mercado. En efecto, mientras el importe medio de las operaciones repo entre gestoras y terceros con deuda autonómica fue de 1,2 millones de euros, si se consideran en par-

ticular las operaciones a un día ese importe medio resulta ser de 4,6 millones de euros.

V.3. DISTRIBUCIÓN POR INVERSORES

La distribución del saldo registrado total de deuda de Comunidades Autónomas y otras instituciones públicas mostró ligeras variaciones entre el cierre del año 2000 y el del año 2001 (véase gráfico V.1).

El saldo registrado a nombre de inversores no residentes ganó peso, desde el 31 % del año anterior, hasta el 35 %. También el sistema crediticio era titular de un porcentaje de las carteras registradas totales ligeramente mayor que el de un año antes, pues ese porcentaje se incrementó del 28 % al 30 % durante el año 2001. Ambos incrementos se alimentaron de una minoración del peso relativo de las carteras registradas a nombre de otras instituciones financieras, el cual disminuyó del 27 % al 21 %.

Los otros tres grupos de inversores en que se desglosa el gráfico V.1 mantuvieron el peso relativo de sus carteras registradas a niveles prácticamente estables con respecto a los del cierre del año 2000: las empresas no financieras alrededor del 7 %, las familias e instituciones sin fines de lucro en el entorno del 6 % y las Administraciones Públicas alrededor del 0,2 %.

Atendiendo a las carteras a vencimiento, la participación del sistema crediticio es algo mayor que en términos de carteras registradas, pues es del 38 %. Por tanto, el sistema crediticio mantenía, al cierre del año 2001, una posición abierta de venta temporal por un importe de alrededor del 8 % del saldo registrado total de este tipo de deuda, es decir, cerca de 1,1 mm de euros. Las contrapartidas se encontraban en las posiciones abiertas de compra temporal que mantenían, al cierre del año, las otras instituciones financieras, por valor del 4 % del saldo anotado total, y las empresas no financieras y las familias e instituciones sin fines de lucro, por un 2 % del saldo total cada una.

VI. Supervisión del sistema

Durante el año 2001 se practicaron inspecciones completas a cinco entidades gestoras del mercado de deuda pública en anotaciones, de las cuales una era creador de mercado al cierre del ejercicio. Los saldos anotados por cuenta de terceros por el conjunto de las entidades gestoras inspeccionadas representaban un 28,7 % del saldo total en manos de terceros a 31 de diciembre de 2001.

En una de las entidades inspeccionadas se detectaron deficiencias importantes en el área de control interno. El Banco de España considera que la implantación de procedimientos de control interno eficaces en las entidades es primordial para el buen funcionamiento del mercado de deuda pública, por lo que dedica una especial atención a su verificación. En visitas posteriores, el Banco de España realizó un seguimiento del proceso de mejora de los sistemas de control interno de dicha entidad. Como consecuencia de esas mejoras, el problema se halla ya prácticamente solventado.

Se detectaron también pequeños problemas registrales y de comunicaciones a la Central de Anotaciones, los cuales revestían una importancia comparativamente menor.

Los servicios de inspección continuaron también realizando el proceso de circularización de saldos de terceros, mediante el cual se cotejan los datos contenidos en los registros de terceros de las entidades gestoras con la información facilitada directamente por los clientes de estas, a los que se consulta por vía postal. En 2001 se enviaron 826 cartas, y se obtuvo un nivel de respuesta del 36,3 %, similar al de años precedentes. No se observaron discrepancias de importancia entre ambas fuentes de información.

Por otra parte, las reclamaciones, quejas o consultas de los clientes de las entidades gestoras son enviadas frecuentemente al Servicio de Reclamaciones del Banco de España. De hecho, el Servicio de Reclamaciones recibió, durante el año 2001, 16 escritos cuyo contenido se relacionaba con el Mercado de Deuda Pública. De ellos, ocho se referían a entidades de crédito, uno a una sociedad de valores y siete se dirigían al propio Banco de España, bien como reclamaciones, bien como consultas.

De las siete reclamaciones y consultas dirigidas al Banco de España en su papel de entidad gestora, tres se asocian a la gestión de la deuda. En una de ellas se solicitaba al Banco de España la ampliación de su horario de atención al público para realizar inversiones en deuda pública; otra fue motivada por la imposibilidad de abrir una cuenta directa en el Banco

de España con el DNI caducado; la tercera solicitaba el abono en efectivo de la inversión realizada en deuda pública a su vencimiento, siendo lo preceptivo su abono por transferencia bancaria. Ninguna de las tres solicitudes fue atendida, puesto que implicaban cambios estructurales en el Servicio de Cuentas Directas (ampliación de horario de atención al público y operativa) que no se consideran necesarios ni convenientes, o bien incumplían la normativa.

Las otras cuatro solicitudes obedecieron a causas más variadas. Hubo una solicitud de información de los movimientos de una cuenta directa desde su apertura, en 1995, que fue atendida. Una reclamación motivada por el bloqueo de la cuenta directa que estaba a nombre de la esposa fallecida se resolvió con el desbloqueo de la misma, el cual se produjo de oficio, al seguir los trámites testamentarios su curso normal. En tercer lugar, una solicitud de disposición inmediata de los valores existentes en la cuenta directa a nombre del padre fallecido, al ser objeto de litigio el reparto de su herencia, se encuentra pendiente de resolución a la fecha de elaboración de este informe. Finalmente, se informó de la imposibilidad de realizar operaciones en cuentas directas a un familiar de su titular, al no estar autorizado por este.

Las nueve reclamaciones referidas a entidades de crédito y una sociedad de valores se distribuyeron de la siguiente forma.

Tres de ellas se referían a discrepancias relativas al cobro de comisiones, bien de adquisición y custodia de deuda pública, bien por cobro de intereses, o bien por amortización y reinversión. Dos de ellas se resolvieron con informe favorable a la entidad, mientras que la tercera permanecía sin resolver a la fecha de redacción de este informe.

Hubo una reclamación motivada por la discrepancia del reclamante con el tipo de interés aplicado a la liquidación de intereses de bonos del Estado, la cual permanece también sin resolver.

Otra reclamación, relativa a la gestión de la deuda por parte de una sociedad de valores, en la que el reclamante solicitaba intereses por la demora en el abono del efectivo procedente de la venta de deuda pública, dio lugar al allanamiento de la entidad.

Relativas a información y documentación hubo una consulta, que fue debidamente atendida, y una reclamación, la cual permanece sin resolver.

Finalmente, hubo dos reclamaciones más: una en que se solicitaba el abono de Letras del Tesoro con pacto de recompra cuya inversión se había efectuado en 1993, y otra en que se solicitaba el abono de pagarés del Tesoro amortizados hace años. Mientras que una de ellas ya había prescrito, la otra permanece subjúdice.

VII. Innovaciones y temas pendientes

VII.1. INTRODUCCIÓN

Durante el año 2001 han tenido lugar varios acontecimientos con relevancia para el funcionamiento y la futura evolución del mercado español de deuda pública. Algunos de ellos constituyen la realización de procesos que ya se vislumbraban en 2000, como es el avance en la unificación de los sistemas de compensación y liquidación españoles. Otro hecho significativo y que, como el anterior, forma parte del proceso de consolidación del mercado financiero europeo, ha sido la integración de los mercados financieros españoles de renta fija y derivados (1), proyecto al que se han unido en 2002 los productos de renta variable.

Mientras tanto, el proceso de tramitación de la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (LMRSF) ha ocupado la totalidad de 2001. Finalmente, en enero de 2002 el Consejo de Estado envió su dictamen sobre el anteproyecto al Consejo de Ministros, que en marzo dio luz verde al proyecto de ley para iniciar su trámite en el Congreso y proceder a su aprobación. El sistema financiero se mantiene a la espera de dicha norma para formalizar definitivamente varias iniciativas modernizadoras, entre las cuales están las comentadas más arriba.

Otro hecho significativo en 2001 fue la modificación parcial, en diciembre, de la normativa de solvencia de las entidades financieras, extendiendo a la deuda pública emitida por las Entidades Locales los beneficios aplicables a la deuda del Estado. Es decir, se le concedió a los títulos de deuda de las Entidades Locales una ponderación de cero puntos porcentuales a efectos del cómputo del coeficiente de solvencia y de la normativa de grandes riesgos.

Por otro lado, se otorgó la condición de Titulares de Cuenta en la Central de Anotaciones de Deuda del Estado (CADE) a la Administración General del Estado y a la Tesorería General de la Seguridad Social. También se modificó la figura del Creador de Mercado de deuda pública, introduciendo una mayor flexibilidad. Además, es de destacar la sustancial mejora del *rating* asignado a la deuda pública española por la agencia de calificación Moody's, que elevó la calificación del Reino de España a Aaa desde Aa2.

VII.2. INNOVACIONES

VII.2.1. Nuevos titulares en CADE

La OM de 19 de enero de 2001 otorgó la condición de Titulares de Cuenta en CADE a

(1) *Holding MEFF-AIAF-SENAF.*

la Administración General del Estado, actuando a través del Tesoro Público, y a la Tesorería General de la Seguridad Social. Esta medida responde, por un lado, al hecho de que el Ministro de Economía está autorizado por la Ley Presupuestaria para realizar operaciones de compraventa simples a vencimiento u operaciones de compraventa dobles, en cualquiera de sus modalidades, sobre valores de deuda del Estado, con objeto de facilitar la gestión de la tesorería del Estado o el normal desarrollo del mercado de deuda pública. La materialización de esa potestad requería que la Administración General del Estado adquiriese dicha condición para poder mantener los valores en cartera durante el tiempo necesario.

Por otro lado, la Ley 24/1997, de 15 de julio, de Consolidación y Racionalización del Sistema de Seguridad Social, previó la constitución de un Fondo de Reserva con los excedentes de cotizaciones sociales resultantes de la liquidación de los Presupuestos de la Seguridad Social. Más adelante se acordó materializar dicho Fondo de Reserva, por un importe de 100.000 millones de pesetas, en activos financieros públicos. Para que las dotaciones del citado Fondo de Reserva pudiesen ser invertidas en deuda del Estado, y al objeto de no limitar las posibilidades operativas del Fondo en el mercado de deuda pública en anotaciones, era aconsejable dotar a la Tesorería General de la Seguridad Social de la condición de Titular de Cuenta.

VII.2.2. Modificación de la figura de Creador de Mercado de deuda pública

El pasado año, la Resolución de 31 de julio de 2001, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, modificó la Resolución de 11 de febrero de 1999, reguladora de la figura de Creador de Mercado de Deuda Pública del Reino de España (2).

Esta última establecía el procedimiento para obtener tal condición, los derechos y obligaciones que esta conlleva, los criterios de evaluación de su actividad y las causas de la pérdida de dicha condición o de algunos de sus derechos. Entre las obligaciones figuraba garantizar la liquidez del mercado secundario, por lo que debían cotizar determinadas emisiones de bonos y obligaciones de acuerdo con ciertas con-

(2) La figura de Creador de Mercado de deuda pública fue establecida por un acuerdo del Consejo Ejecutivo del Banco de España, de fecha 19 de enero de 1988, que reguló los criterios de acceso a tal condición y de mantenimiento de la misma, así como las relaciones entre estas entidades y el propio Banco de España.

diciones. La novedad introducida por la nueva Resolución responde a la conveniencia de flexibilizar la fijación de estas condiciones, adaptándose a las circunstancias de mercado y la política de emisiones del Estado. En este sentido, se dispuso que la Dirección General del Tesoro y Política Financiera podrá modificar dichas condiciones de cotización, previo acuerdo con los Creadores de Mercado.

La última modificación de los criterios ha sido la introducida por la Resolución de 20 de febrero de 2002, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, que deroga la Resolución de 11 de febrero de 1999, de la misma Dirección, y redefine las condiciones de colaboración de estas entidades con el Tesoro. Así, respecto a la colocación de valores de deuda pública en el mercado primario, se modifican las condiciones bajo las cuales se les exime de la obligación de participar en las subastas; y con respecto al mercado secundario, se amplían las obligaciones de cotización a las que están sujetos para garantizar su liquidez (3). Asimismo, esta Resolución elimina la figura de Entidad Negociante de Deuda Pública del Reino de España, derogando la Resolución de 4 de marzo de 1999, de la citada Dirección, por la que se regulaba la misma.

VII.2.3. Mejora de la calificación crediticia de la deuda española

En diciembre de 2001 la agencia de calificación de riesgo Moody's dio la máxima calificación a los títulos de deuda pública española, tanto a los denominados en euros como en divisas. La deuda soberana de España pasó así a una calificación de Aaa, desde la Aa2 que ostentaba desde marzo de 1998, lo cual supone un salto de dos niveles.

Según la propia agencia, la recalificación fue debida a las continuas mejoras de la posición fiscal española dentro de la Unión Monetaria Europea. Moody's también señaló que la favorable evolución de la inflación y el sa-

(3) Las novedades introducidas a este respecto son: 1) disminuye, para todos los plazos, el diferencial máximo permitido entre los precios de compra y venta; 2) las condiciones de cotización pasan a ser no solo de diferenciales máximos, sino también de volumen mínimo cotizado; 3) aumenta, para cada franja horaria, el porcentaje del tiempo durante el que hay que mantener estas condiciones para considerarlas cumplidas; 4) se añade la obligación de cotizar o bien cuatro *strips* o bien dos *strips* y dos bonos sustitutos de los mismos, y 5) se introducen condiciones de cotización del contrato de MEFF sobre el bono notional a diez años, tanto de diferencial máximo como de volumen mínimo, contemplando la posibilidad de sustituir este requisito por la cotización de un bono a fijar por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera y los Creadores.

neamiento presupuestario, fruto de una prudente política fiscal y una adecuada gestión macroeconómica, con reformas estructurales en distintos mercados, entre ellos el de trabajo, permitirán mantener en el futuro esta línea hacia el crecimiento sostenido de la producción y el empleo.

El impacto del anuncio de esta medida en el mercado de deuda fue inmediato, produciéndose una reducción instantánea de los diferenciales con la deuda alemana. En el caso del bono a diez años, la prima cerró el día en 20,2 puntos básicos, frente a los 24,3 del día anterior, siguió reduciéndose al día siguiente, con un dato de cierre de 18,2, y ha permanecido desde entonces alrededor de dicho nivel.

VII.2.4. Cambios en la política del Tesoro

En 2001, tres fueron los aspectos más innovadores de la política del Tesoro en relación con la financiación del Estado: los cambios introducidos en la política de emisiones, el desarrollo de un canal de venta de valores por Internet y el nuevo sistema de gestión de la tesorería.

En cuanto a la política de emisiones, se redujo el número de subastas de 115 en 2000 a 83 en 2001 y aumentó un 16 % el volumen medio adjudicado en cada una de ellas. Esta concentración del volumen emitido en un menor número de subastas fue especialmente evidente en los primeros tramos de las nuevas emisiones de los bonos, en los que la cantidad colocada se situó entre 3.000 y 4.000 millones de euros.

Por otro lado, el Tesoro Público puso en marcha el servicio Tesoro.es, un sistema de compra y venta de valores por Internet basado en el Sistema de Cuentas Directas del Banco de España. Entre las ventajas asociadas a operar con Tesoro.es están la mayor comodidad y flexibilidad para realizar las operaciones, la disponibilidad 24 horas al día, todos los días de la semana, la garantía en la seguridad de las operaciones y las menores comisiones. A través de la red se pueden realizar suscripciones de valores del Tesoro, traspasos para la venta de valores, traspasos de valores a otra entidad gestora, consultas de operaciones realizadas, modificaciones de datos personales y de cuenta domiciliaria y anulaciones de operaciones. En 2002 está previsto incorporar mejoras en el sistema que lo hagan más atractivo, como facilitar los procedimientos de registro e incorporar el movimiento de dinero *on line*, así como efectuar reinversiones y traspasos de saldo de otra entidad gestora al Sistema de Cuentas Directas.

Otro de los aspectos a destacar es el nuevo sistema de gestión de tesorería (4), que surgió a finales de 2000, cuando se introdujo un anejo al Convenio sobre prestación del servicio de tesorería y de servicios relativos a la deuda del Estado, suscrito el 27 de diciembre de 1994. El propósito de esta cláusula adicional era que el Banco de España pudiese efectuar, por cuenta del Tesoro, operaciones de compraventa dobles en cualquiera de sus modalidades. Para ello se eligió un procedimiento de subasta en que las entidades de crédito ofrecen una rentabilidad determinada por los fondos obtenidos. El objeto último de estas subastas de liquidez es reducir la variabilidad del saldo que mantiene el sector público en el Banco de España, de manera que no afecte a las provisiones de liquidez del Eurosistema y no distorsione la oferta de liquidez del Sistema Europeo de Bancos Centrales.

El procedimiento de acuerdo con el cual se realizan estas subastas se desarrolló en la Resolución de 26 de enero de 2001, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera. Concretamente, en la misma se establece que el trasvase de liquidez hacia las entidades de crédito se instrumenta a través de operaciones simultáneas a un día adjudicadas mediante subastas celebradas periódicamente —con frecuencia mensual, en principio— en las que se fija el diferencial a aplicar al tipo de interés de referencia. Pueden intervenir en las subastas las entidades que dispongan de una cuenta en el Banco de España y una cuenta de valores en CADE, y cumplan alguna de las siguientes condiciones: tener la condición de Creador de Mercado de Deuda Pública del Reino de España (5), ser contrapartida del Banco de España en sus operaciones de política monetaria o estar expresamente autorizada por el Tesoro.

Para acceder a las subastas, las entidades interesadas deben enviar sus peticiones al Banco de España, indicando el porcentaje que desean recibir del saldo que el Tesoro pretende invertir en el mercado (el porcentaje solicitado por puja debe ser, como mínimo, del 2 %, y, en todo caso, múltiplo del 1 % para cantidades superiores) y el diferencial con respecto al EONIA, medido en puntos básicos, que las entidades están dispuestas a pagar por los fondos recibidos, pudiendo realizar hasta tres peticiones con distintos diferenciales. Las entidades adjudicatarias en la subasta formalizan operaciones si-

(4) Este hecho ya se recogía en la Memoria correspondiente al año 2000.

(5) Aunque esta Resolución también contemplaba la posibilidad de ser Negociante de Deuda Pública del Reino de España, dicha figura ha sido eliminada por la Resolución de 20 de febrero de 2002 comentada anteriormente.

multáneas a un día con el Tesoro durante el período de vigencia de la subasta por el importe que les corresponda en función del porcentaje total asignado en la subasta y al tipo de interés resultante. Este tipo de interés se determina aplicando el diferencial correspondiente al tipo EONIA publicado el día anterior de la formalización de la operación a un día. Como activos de garantía, las entidades adjudicatarias deben aportar valores de deuda del Estado anotados en CADE, teniendo el mismo tratamiento en cuanto a márgenes y recortes que el aplicado por el Banco de España en sus operaciones de intervención a un día.

Por otro lado, el Tesoro difunde antes de cada subasta una estimación de las cantidades máxima promedio y mínima que invertirá diariamente en el mercado durante el período cubierto por la subasta. Una vez realizada la subasta, las entidades adjudicatarias reciben cada lunes actualizaciones de la evolución prevista para los siguientes diez días. Asimismo, reciben todos los días, a las diez horas, una estimación del efectivo total que se transferirá ese mismo día al sistema. Finalmente, una vez conocido el saldo a transferir por el Tesoro a las entidades adjudicatarias, el Banco de España comunica el importe definitivo que cada entidad debe cubrir mediante operaciones simultáneas.

La evaluación de este nuevo sistema ha sido muy positiva. Al mismo tiempo que ha reducido la variabilidad de las previsiones de liquidez del BCE, también ha permitido al Tesoro alcanzar en 2001 una cifra de ingresos por intereses de su cuenta en el Banco de España cercana a los 480 millones de euros (6), obteniéndose un tipo medio en torno al 4,2 %, ligeramente por encima del coste de financiación del Estado a corto plazo en este año.

En otro orden de cosas, el Tesoro anunció para 2002 la emisión de una nueva obligación del Estado a quince años, con vencimiento en 2017, con el propósito de que se convierta en una emisión de referencia a nivel internacional (7) aprovechando el máximo *rating* crediticio otorgado a la deuda española. El primer tra-

(6) Según el anterior sistema, la posición neta del Tesoro en el Banco de España —exceso de depósitos sobre créditos singulares— se remuneraba mensualmente al tipo marginal de la subasta, mientras el importe de los créditos singulares se retribuía a través de los beneficios del Banco de España a final de año. Por tanto, la principal novedad introducida por la nueva gestión consiste en adelantar al Tesoro el rendimiento de su cuenta.

(7) No hay que olvidar que el Tesoro español, el francés y el italiano —que en enero de 2002 anunció la emisión de títulos a quince años— serán las únicas instituciones europeas que ofrezcan un producto de inversión líquido a ese plazo.

mo de esta nueva emisión se ha emitido en marzo de 2002 mediante un procedimiento de sindicación bancaria, hecho novedoso en la política del Tesoro. Esto constituye una innovación positiva, ya que supone la posibilidad de elegir entre procedimientos de subasta y de sindicación, según convenga en cada caso. Concretamente, para emitir volúmenes elevados de determinados instrumentos puede resultar más adecuada la sindicación, ya que, pese a implicar un mayor coste para el Tesoro, facilita una mejor distribución entre inversores nacionales e internacionales, al tiempo que garantiza la colocación de un importante volumen entre los inversores finales desde el primer día de su emisión. La emisión inicial ha alcanzado los 5.000 millones de euros, lo cual facilita su admisión a corto plazo en las principales plataformas internacionales de negociación de deuda, otorgándole publicidad, liquidez y transparencia.

VII.2.5. Cambios en la organización de la industria de mercados financieros españoles

El mercado de deuda pública, al igual que todos los mercados financieros españoles, ha experimentado durante 2001 cambios sustanciales en cuanto a su organización, ya que se han producido avances significativos hacia la integración del conjunto de actividades que conforman el «proceso productivo» financiero. En una primera fase esta idea se aplicó al ámbito de la compensación-liquidación, dando lugar a la promotora Iberclear, para posteriormente ampliarse a la totalidad del negocio con el *Holding* de Mercados Financieros creado en 2002.

Al agrupar en una sola sociedad Bolsa, renta fija, derivados, compensación y liquidación, España ha optado por un modelo de agrupación vertical del negocio próximo al seguido por los mercados alemanes (8), frente al horizontal promovido por Euronext, el otro gran bloque en los mercados europeos. Mientras en el modelo de integración vertical, también llamado «silo», una sola sociedad realiza todas y cada una de las fases de la operativa bursátil —desde la ejecución y el cruce de las órdenes hasta la li-

(8) Conviene resaltar que, a diferencia del modelo germano, la compensación y liquidación en el modelo español no se subordinan a la contratación, sino que ambas fases del negocio serán propiedad directa de sus accionistas (actualmente sus usuarios). Esta diferencia es importante, puesto que una de las mayores desventajas que se suelen achacar al modelo vertical es dicha subordinación del Depositario Central de Valores a la Bolsa, que es su propietaria directa.

liquidación, pasando por la compensación—, el modelo horizontal integra las mismas actividades de distintos países, uniendo por un lado las Bolsas y por otro las cámaras de compensación.

Es difícil cuantificar cuál es la mejor alternativa en términos de ahorros de costes para los participantes. En todo caso, sí se puede afirmar que la opción elegida en España tiene la ventaja de aportar un mayor peso específico a las estructuras nacionales, con lo que su papel negociador a la hora de incardinarlas con las europeas estará más acorde con el relevante tamaño de los mercados de valores españoles, a la vez que permitirá la consecución de mejoras técnicas y gerenciales en beneficio de sus participantes, por cuanto de racionalización de recursos puede implicar.

a) *Iberclear*

En lo referente a los Depositarios Centrales de Valores, el entorno europeo se encuentra en pleno proceso de consolidación. En España, desde el 7 de junio de 2000 estaba constituida la compañía «Promotora para la Sociedad de Gestión de los Sistemas Españoles de Liquidación, S.A.», participada en un 55 % por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV) y en un 45 % por el Banco de España. El nombre comercial elegido para dicha compañía fue Iberclear, y entre sus objetivos estaba iniciar las conversaciones con los sistemas homólogos europeos para analizar el encaje adecuado del Depositario español dentro del marco europeo.

Iberclear apareció de este modo como el embrión del futuro Depositario Central de Valores de España, que unificará la gestión de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores en el ámbito nacional, y que se creará con la entrada en vigor de la LMRSF. Según el proyecto, dicha ley modificará la Ley del Mercado de Valores (Ley 24/1988), que establece la actual división de facultades entre el SCLV y el Banco de España: encomienda al SCLV el registro, compensación y liquidación de los mercados bursátiles y permite que realice estas mismas funciones para AIAF Mercado de Renta Fija, mientras el Banco de España gestiona CADE por cuenta del Tesoro.

El día 9 de julio de 2001 se dio un paso fundamental en este proyecto de unificación de los Sistemas de Registro y Liquidación de Renta Fija. Al amparo del convenio suscrito entre el SCLV y el Banco de España el 1 de febrero de 2001, todos los valores denominados en euros admitidos a negociación en AIAF Mercado de

Renta Fija fueron incorporados a la plataforma técnica que gestiona CADE, manteniendo el SCLV la responsabilidad última respecto al registro y liquidación de los mismos, según establece la normativa vigente. Estos valores representan alrededor del 80 % de la contratación en AIAF, y su incorporación supone, en la práctica, la unificación en una misma plataforma técnica de los procesos de registro y liquidación de los valores de renta fija denominados en euros negociados en los dos mercados mencionados.

Los valores que todavía estaban denominados en pesetas en julio de 2001 se incorporaron a la plataforma técnica que gestiona CADE el 26 de enero de 2002, con lo que el tratamiento operativo básico de todos los valores negociados en AIAF ha quedado equiparado al de los bonos emitidos por el Tesoro español y las Comunidades Autónomas registrados en CADE. En concreto, las operaciones sobre dichos valores podrán ser liquidadas operación a operación (por brutos) y en tiempo real, incluso en el mismo día de su negociación (liquidación en D+0). Además, con esta integración se incrementa la agilidad a la hora de utilizarlos como garantía de las operaciones de crédito con el Sistema Europeo de Bancos Centrales.

Sin embargo, queda pendiente la creación formal de la nueva sociedad, lo cual tendrá lugar cuando entre en vigor la LMRSF. Entonces, Iberclear será el nuevo Depositario Central de Valores de ámbito nacional y, por tanto, el propietario de los sistemas de liquidación de valores que actualmente gestionan el Banco de España (CADE) y el SCLV.

b) *El holding «Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A.»*

En julio de 2001 se produjo un avance significativo en el proceso de integración de los mercados financieros españoles y, por tanto, en la preparación de la industria financiera española frente a los retos de la introducción de la moneda única. En efecto, en esa fecha se culminaron los trámites previos a la constitución del primer *Holding* de Mercados Financieros españoles con la integración de MEFF, AIAF Y SENAF.

La nueva sociedad, propietaria del 100 % de las acciones de MEFF, AIAF y SENAF, se convirtió en el primer grupo de mercados españoles por cifra total de negocio, volumen de operaciones y movimiento de efectivo. Desde el punto de vista jurídico, la integración se realizó mediante una ampliación de capital de MEFF Holding, cuyos accionistas renunciaron a su derecho de suscripción preferente. Estas accio-

nes nuevas se canjearon por la totalidad de las acciones de AIAF y por el 40 % de las acciones de SENAF que no eran propiedad de AIAF.

El *Holding* de Mercados Financieros contaba ya con una gran capacidad tecnológica, ya que disponía de la plataforma SENAF, para negociación al contado, la plataforma MEFF para la negociación de derivados, la plataforma AIAF-ECN para la negociación a través de Internet y el Sistema MEFF para la gestión de Cámaras de Contrapartida Central, utilizado en el mercado de derivados.

Este proyecto se ha integrado en otro más amplio que incluye, además de a las cuatro bolsas españolas, al SCLV y al mercado de futuros de cítricos FC&M. Su integración ha dado lugar a Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A., propietaria del 100 % de las acciones de todas las entidades señaladas y que se encargará de la unidad de acción, decisión y coordinación estratégica de los mismos. No obstante, cada uno de los mercados mantendrá su capacidad de decisión y actuación, y a efectos prácticos conservarán su autonomía. Con la aprobación de la LMRSF, CADE se incorporará al *holding* para constituir, junto con el SCLV, la Sociedad Gestora de Sistemas «Iberclear».

Tras la constitución del mencionado *holding* el pasado 15 de febrero de 2002, queda pendiente que los accionistas de la nueva sociedad aprueben la valoración de los distintos mercados y la ecuación de canje definitiva. El siguiente paso previsto será la salida a bolsa del *holding*, prevista para finales de 2002 o primer semestre de 2003, y considerada por los socios como un objetivo en el proceso de concentración de mercados internacionales.

Este *holding* se configura en conjunto como un conglomerado con la dimensión suficiente para responder adecuadamente a los procesos de fusiones que se viven en los mercados mundiales, especialmente en Europa. Al mismo tiempo, representa una oportunidad para ampliar el negocio de las sociedades que se integran en él, ya que permite el aprovechamiento de economías de escala y la potenciación de nuevos productos de los diferentes mercados. La sociedad resultante de la integración tendrá un volumen de negocio anual en torno a 1,5 billones de euros y unos beneficios superiores a los 150 millones de euros, todo ello según las cifras de 2001.

VII.3. TEMAS PENDIENTES

La principal tarea pendiente en el ámbito de los mercados financieros españoles es la apro-

bación de la LMRSF, que debe dar cobertura legal a una serie de iniciativas modernizadoras. Esta ley responde a la necesidad de adaptar el sistema financiero a las tendencias y cambios que se están produciendo en los mercados, entre los que destacan el desarrollo de la sociedad de la información, el proceso de desintermediación financiera, el avance en la integración financiera acelerado por la creación del euro y el consiguiente aumento de la competencia. Para hacer frente a estos retos, la LMRSF prevé una serie de medidas que afectarán al mercado de deuda pública y que se detallan a continuación.

Con el propósito de fomentar la eficiencia de la industria, se dispone la integración de los sistemas de compensación y liquidación, se facilitan las fusiones y alianzas entre gestoras de mercados secundarios españoles y extranjeros y se favorece el intercambio de información entre supervisores comunitarios y de terceros países. Tras la aprobación de la Ley, el registro contable de los valores admitidos a negociación en el mercado de deuda pública en anotaciones corresponderá únicamente a Iberclear, Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro y de Liquidación de Valores, S.A., como registro central, y a las entidades gestoras. Las funciones de esta nueva sociedad serán: 1) llevar el registro contable correspondiente a valores representados por medio de anotaciones en cuenta, admitidos a negociación en las bolsas de valores o en el mercado de deuda pública en anotaciones, así como a los valores admitidos a negociación en otros mercados secundarios oficiales, cuando sus órganos rectores lo soliciten; 2) gestionar la liquidación y, en su caso, la compensación de valores y efectivo derivada de las operaciones ordinarias realizadas en las bolsas de valores, de las operaciones realizadas en el mercado de deuda pública en anotaciones y, en su caso, en otros mercados secundarios oficiales (9), y 3) las demás que le encomiende el Gobierno, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en su caso, del Banco de España.

Iberclear llevará las cuentas de valores correspondientes a la totalidad de los valores admitidos a negociación en el mercado de deuda pública en anotaciones, bien de forma individualizada, en el caso de las cuentas a nombre propio de Titulares de Cuenta, bien de forma

(9) Todo esto sin perjuicio de que, respecto de los valores admitidos a negociación en una única Bolsa de Valores, las Comunidades Autónomas con competencia para ello dispongan la creación de un servicio propio de llevanza del registro contable de valores representados por medio de anotaciones en cuenta y de compensación y liquidación, con las mismas facultades que Iberclear.

global, en el caso de las cuentas de clientes de las entidades gestoras.

También podrán mantener cuentas de valores en Iberclear el BCE, los bancos centrales nacionales de la UE, así como los depositarios centrales de valores. De igual modo, Iberclear podrá mantener cuentas de valores a su nombre en dichos depositarios. Podrán ser Titulares de Cuenta a nombre propio en Iberclear, además del Banco de España, los sistemas y organismos compensadores y liquidadores de los mercados secundarios oficiales y los centros de compensación interbancaria al objeto de gestionar el sistema de garantías.

Por otra parte, el Ministro de Economía podrá autorizar que una o, excepcionalmente, varias entidades de contrapartida central realicen funciones de interposición en los procesos de compensación de las obligaciones derivadas de la participación de las entidades miembros en los sistemas de compensación y liquidación de valores. Dicha entidad estará sujeta a la supervisión de la CNMV y el BE y podrá desempeñar las siguientes funciones:

- a) Funciones de interposición por cuenta propia, respecto de los procesos de compensación y liquidación de las obligaciones derivadas de la participación de las entidades miembros en los sistemas de compensación y liquidación de valores o instrumentos financieros reconocidos de conformidad con la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores, así como respecto de operaciones no realizadas en mercados oficiales.
- b) Ejecutar en nombre y por cuenta de las entidades contratantes las obligaciones derivadas de contratos marco de operaciones realizadas sobre valores negociables o instrumentos financieros derivados, con sujeción a lo dispuesto en esta o en otras leyes aplicables, así como en la normativa de desarrollo.

Por último, no hay que olvidar que otro propósito de la nueva ley es impulsar la competitividad de la industria financiera, y para ello se prevé que las entidades de crédito puedan realizar emisiones de valores de renta fija con la denominación exclusiva de «cédulas territoriales», 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 las entidades públicas empresariales o de naturaleza análoga del Espacio Económico Europeo. Estos instrumentos amplían el conjunto de garantías admisibles en las operaciones de política monetaria y, al ser negociados en AIAF, estarán registrados en CADE. El importe total de las cédulas emitidas por una entidad de crédito no podrá ser superior al 70 % del importe no amortizado de los citados activos. No obstante, si sobrepasara dicho límite debería recuperarlo en un plazo no superior a tres meses, aumentando su cartera de préstamos o créditos concedidos a las entidades públicas, adquiriendo sus propias cédulas en el mercado o mediante la amortización de cédulas por el importe necesario para restablecer el equilibrio y, mientras tanto, deberá cubrir la diferencia mediante un depósito de efectivo o de fondos públicos en el Banco de España. Los tenedores de las cédulas tendrán derecho preferente sobre los derechos de crédito de la entidad emisora frente al Estado, las Comunidades Autónomas, Entes Locales, etc., para el cobro de los derechos derivados del título que ostenten sobre dichos valores. Las cédulas emitidas por una entidad de crédito, pendientes de amortización, tendrán el mismo trato que las cédulas hipotecarias a los efectos de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros y su normativa de desarrollo. Estas cédulas estarán representadas mediante anotaciones en cuenta y podrán ser admitidas a negociación en los mercados de valores y adquiridas por las entidades financieras para integrar sus carteras de inversión.

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. DISTRIBUCIÓN DE TITULARES DE CUENTA POR GRUPOS DE AGENTES

CUADRO A.1

**Letras del Tesoro a seis meses
Año 2001**

Millones de euros

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (a) (%)
Diciembre 2000				805,9	
Total 2001	125,0	930,9	-805,9	—	—
Enero	125,0	57,3	67,7	873,6	4,449
Febrero	—	125,5	-125,5	748,1	—
Marzo	—	69,0	-69,0	679,1	—
Abril	—	211,9	-211,9	467,2	—
Mayo	—	100,0	-100,0	367,2	—
Junio	—	242,2	-242,2	125,0	—
Julio	—	125,0	-125,0	—	—
Agosto	—	—	—	—	—
Septiembre	—	—	—	—	—
Octubre	—	—	—	—	—
Noviembre	—	—	—	—	—
Diciembre	—	—	—	—	—

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

CUADRO A.2

**Letras del Tesoro a doce meses
Año 2001**

Millones de euros

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (a) (%)
Diciembre 2000				11.832,9	
Total 2001	12.306,2	11.832,9	473,3	—	—
Enero	927,1	662,1	265,0	12.097,9	4,400
Febrero	823,6	943,8	-120,2	11.977,7	4,352
Marzo	1.678,1	2.028,4	-350,3	11.627,4	4,180
Abril	1.048,2	766,6	281,6	11.909,0	4,476
Mayo	1.579,1	1.456,0	123,1	12.032,1	4,389
Junio	1.319,3	1.693,6	-374,4	11.657,7	4,179
Julio	1.185,1	826,0	359,1	12.016,8	4,217
Agosto	896,3	904,7	-8,4	12.008,4	3,924
Septiembre	667,5	667,2	0,2	12.008,6	3,323
Octubre	642,1	739,1	-97,0	11.911,6	3,219
Noviembre	642,8	595,6	47,2	11.958,8	3,142
Diciembre	897,1	549,7	347,4	12.306,2	3,157

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

CUADRO A.3

**Letras del Tesoro a dieciocho meses
Año 2001**

Millones de euros

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (a) (%)
Diciembre 2000				32.024,5	
Total 2001	14.639,2	23.385,9	-8.746,7	—	—
Enero	1.452,9	336,2	1.116,8	33.141,3	4,405
Febrero	1.235,6	531,7	703,9	33.845,2	4,365
Marzo	1.533,8	2.987,5	-1.453,7	32.391,5	4,321
Abril	1.194,8	1.849,3	-654,5	31.737,0	4,144
Mayo	1.191,4	2.488,5	-1.297,0	30.440,0	4,464
Junio	972,6	2.902,4	-1.929,8	28.510,2	4,201
Julio	1.166,3	2.264,2	-1.098,0	27.412,3	4,317
Agosto	1.688,4	2.933,9	-1.245,6	26.166,7	3,959
Septiembre	1.172,6	2.207,5	-1.034,9	25.131,8	3,450
Octubre	772,6	2.372,7	-1.600,1	23.531,7	3,292
Noviembre	945,1	1.224,7	-279,6	23.252,0	3,285
Diciembre	1.313,1	1.287,3	25,8	23.277,8	3,386

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

CUADRO A.4

**Bonos del Estado a tres años
Año 2001**

Millones de euros

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (%)
Diciembre 2000				40.726,3	
Total 2001	9.128,8	13.200,4	-4.071,6	—	—
Enero	654,8	10.368,4	-9.713,6	31.012,7	4,543
Febrero	—	—	—	31.012,7	—
Marzo	3.513,5	—	3.513,5	34.526,3	4,588
Abril	—	877,0	-877,0	33.649,3	—
Mayo	1.793,0	—	1.793,0	35.442,2	4,683
Junio	—	—	—	35.442,2	—
Julio	873,5	—	873,5	36.315,7	4,653
Agosto	—	585,0	-585,0	35.730,7	—
Septiembre	1.406,5	175,0	1.231,5	36.962,2	4,304
Octubre	—	415,0	-415,0	36.547,2	—
Noviembre	887,6	650,0	237,6	36.784,8	3,281
Diciembre	—	130,0	-130,0	36.654,8	—

Fuente: Banco de España.

CUADRO A.5

**Bonos del Estado a cinco años
Año 2001**

Millones de euros

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (%)
Diciembre 2000				55.646,6	
Total 2001	8.861,4	10.530,2	-1.668,8	—	—
Enero	683,4	—	683,4	56.330,0	—
Febrero	1.000,6	3.671,3	-2.670,7	53.659,3	4,694
Marzo	—	—	—	53.659,3	—
Abril	3.000,0	4.167,4	-1.167,4	52.491,9	4,643
Mayo	—	—	—	52.491,9	—
Junio	1.132,1	—	1.132,1	53.624,0	4,839
Julio	—	—	—	53.624,0	—
Agosto	860,0	535,0	325,0	53.949,0	4,663
Septiembre	—	230,0	-230,0	53.719,0	—
Octubre	1.190,5	1.015,0	175,5	53.894,5	4,180
Noviembre	—	911,5	-911,5	52.983,0	—
Diciembre	994,9	—	994,9	53.977,8	4,123

Fuente: Banco de España.

CUADRO A.6

**Obligaciones del Estado a diez años
Año 2001**

Millones de euros

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (%)
Diciembre 2000				88.471,3	
Total 2001	13.605,4	740,0	12.865,4	—	—
Enero	763,7	—	763,7	89.234,9	5,095
Febrero	1.015,6	—	1.015,6	90.250,5	5,079
Marzo	1.159,6	—	1.159,6	91.410,1	5,069
Abril	852,6	—	852,6	92.262,7	5,109
Mayo	845,2	—	845,2	93.107,9	5,232
Junio	3.664,8	—	3.664,8	96.772,7	5,395
Julio	968,4	—	968,4	97.741,1	5,463
Agosto	983,8	—	983,8	98.724,9	5,249
Septiembre	901,1	—	901,1	99.626,0	5,240
Octubre	857,8	—	857,8	100.483,9	4,953
Noviembre	704,6	200,0	504,6	100.988,4	4,554
Diciembre	888,2	540,0	348,2	101.336,6	5,021

Fuente: Banco de España.

CUADRO A.7

**Obligaciones del Estado a quince años
Año 2001**

Millones de euros

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (%)
Diciembre 2000				27.664,3	
Total 2001	2.229,9	525,2	1.704,6	—	—
Enero	—	—	—	27.664,3	—
Febrero	311,2	—	311,2	27.975,5	5,300
Marzo	—	—	—	27.975,5	—
Abril	466,1	—	466,1	28.441,6	5,292
Mayo	—	—	—	28.441,6	—
Junio	401,9	—	401,9	28.843,5	5,538
Julio	—	295,2	-295,2	28.548,3	—
Agosto	393,7	—	393,7	28.942,0	5,404
Septiembre	—	—	—	28.942,0	—
Octubre	396,0	—	396,0	29.338,0	5,166
Noviembre	—	230,0	-230,0	29.108,0	—
Diciembre	261,0	—	261,0	29.368,9	4,982

Fuente: Banco de España.

CUADRO A.8

**Obligaciones del Estado a treinta años
Año 2001**

Millones de euros

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (%)
Diciembre 2000				12.193,3	
Total 2001	4.330,8	—	4.330,8	—	—
Enero	2.250,3	—	2.250,3	14.443,6	5,631
Febrero	—	—	—	14.443,6	—
Marzo	614,7	—	614,7	15.058,2	5,605
Abril	—	—	—	15.058,2	—
Mayo	406,1	—	406,1	15.464,4	5,803
Junio	—	—	—	15.464,4	—
Julio	425,2	—	425,2	15.889,6	5,983
Agosto	—	—	—	15.889,6	—
Septiembre	342,4	—	342,4	16.232,0	5,769
Octubre	—	—	—	16.232,0	—
Noviembre	292,1	—	292,1	16.524,1	5,146
Diciembre	—	—	—	16.524,1	—

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
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
2001	2.723,0	491,9	21,6	0,1	22,2	448,0	2.231,1	36,4	0,2	2.164,5	30,0

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
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
2001	13.386,7	5.165,3	770,1	15,0	62,7	4.317,5	8.221,4	1.197,6	7,0	6.397,3	619,5

Fuente: Banco de España.

CUADRO A.11

Evolución de la contratación de deuda segregada (a)

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
2001	141,8	22,6	5,7	0,5	—	16,4	119,2	9,6	0,5	105,4	3,7

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	
	2001	2000	2001	2000	2001	2000
NÚMERO DE OPERACIONES						
Total	81.381	51.577	129.071	134.317	210.452	185.894
Letras del Tesoro	3.961	5.548	48.393	58.671	52.354	64.219
Bonos y obligaciones	58.421	44.880	80.596	75.355	139.017	120.235
Deuda segregada	18.999	1.149	82	291	19.081	1.440
IMPORTES TRANSFERIDOS (mm de euros)						
Total	437,7	1.188,4	435,4	314,3	873,1	1.502,7
Letras del Tesoro	5,4	87,1	65,9	80,3	71,3	167,4
Bonos y obligaciones	423,4	1.078,4	368,3	233,7	791,7	1.312,1
Deuda segregada	8,9	22,9	1,2	0,3	10,1	23,2

Fuente: Banco de España.

CUADRO A.13

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

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total	
	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000
Total	7,4	6,0	0,1	0,1	31,8	30,5	19,8	15,9	59,1	52,5
Letras del Tesoro	1,4	1,6	0,0	0,0	53,6	41,4	11,7	7,9	66,7	50,9
Bonos y obligaciones	9,0	7,4	0,1	0,1	29,6	29,3	22,6	18,7	61,3	55,5
Deuda segregada	1,0	1,3	0,1	0,1	6,6	5,9	1,3	0,7	9,0	8,0

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 2001**

%

	COMPRAS Y VENTAS SIMPLES AL CONTADO					
	Mercado titulares	Altas en gestoras	Diferencial			
LETRAS DEL TESORO:						
Hasta tres meses	4,23	4,31	-0,08			
Entre tres y seis meses	4,07	3,87	0,20			
Entre seis y ocho meses	3,99	4,27	-0,28			
Entre ocho y doce meses	3,96	4,03	-0,07			
Entre doce y dieciocho meses	3,96	4,04	-0,08			
BONOS Y OBLIGACIONES:						
Hasta un año	4,09	4,36	-0,27			
Entre uno y dos años	4,05	4,16	-0,11			
Entre dos y tres años	4,21	4,42	-0,21			
Entre tres y cuatro años	4,36	4,49	-0,13			
Entre cuatro y seis años	4,54	4,77	-0,23			
Entre seis y diez años	5,02	5,06	-0,04			
Más de diez años	5,26	5,48	-0,22			
COMPRAS Y VENTAS 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	4,29	4,31	-0,02	4,33	4,26	0,07
Entre dos y cinco días	4,17	3,99	0,18	4,26	4,01	0,25
Una semana	4,10	4,24	-0,14	4,40	4,21	0,19
Un mes	4,14	4,03	0,11	4,30	4,01	0,29
Entre uno y tres meses	4,04	3,97	0,07	3,58	4,01	-0,43
Más de tres meses	3,55	3,84	-0,29	—	4,25	—

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	2,0	3,9	0,0	5,9	0,0
Total 2001	2,0	3,9	0,0	5,9	0,0
I TR	0,5	0,9	0,0	1,4	0,0
II TR	0,3	1,0	0,0	1,3	0,0
III TR	0,3	1,0	0,0	1,3	0,0
IV TR	0,9	1,0	0,0	1,9	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			
	2000		2001		2000		2001		2000		2001	
	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%
Total	44,7	100,0	35,6	100,0	213,5	100,0	226,7	100,0	18,7	100,0	18,9	100,0
Sistema crediticio	3,1	6,9	2,6	7,3	15,7	7,4	13,3	5,9	0,6	3,2	1,2	6,3
<i>Banco de España</i>	<i>0,5</i>	<i>1,1</i>	<i>0,2</i>	<i>0,6</i>	<i>6,3</i>	<i>3,0</i>	<i>3,4</i>	<i>1,5</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Bancos</i>	<i>1,6</i>	<i>3,6</i>	<i>0,9</i>	<i>2,5</i>	<i>2,9</i>	<i>1,4</i>	<i>2,9</i>	<i>1,3</i>	<i>0,3</i>	<i>1,6</i>	<i>0,4</i>	<i>2,1</i>
<i>Cajas de ahorros</i>	<i>0,6</i>	<i>1,3</i>	<i>0,6</i>	<i>1,6</i>	<i>3,2</i>	<i>1,5</i>	<i>2,7</i>	<i>1,2</i>	<i>0,3</i>	<i>1,6</i>	<i>0,4</i>	<i>2,1</i>
<i>Cooperativas</i>	<i>0,2</i>	<i>0,5</i>	<i>0,1</i>	<i>0,3</i>	<i>1,3</i>	<i>0,6</i>	<i>1,0</i>	<i>0,4</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Resto</i>	<i>0,2</i>	<i>0,4</i>	<i>0,8</i>	<i>2,3</i>	<i>2,0</i>	<i>0,9</i>	<i>3,3</i>	<i>1,5</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,4</i>	<i>2,1</i>
Otras instituciones financieras	23,4	52,3	15,5	43,6	75,9	35,6	73,5	32,5	10,8	57,8	10,7	56,6
<i>Fondos de inversión</i>	<i>16,6</i>	<i>37,1</i>	<i>9,3</i>	<i>26,2</i>	<i>44,1</i>	<i>20,7</i>	<i>41,3</i>	<i>18,2</i>	<i>6,5</i>	<i>34,8</i>	<i>6,2</i>	<i>32,8</i>
<i>Fondos de pensiones</i>	<i>1,8</i>	<i>4,0</i>	<i>1,2</i>	<i>3,4</i>	<i>8,5</i>	<i>4,0</i>	<i>8,5</i>	<i>3,8</i>	<i>0,4</i>	<i>2,1</i>	<i>0,6</i>	<i>3,2</i>
<i>Seguros</i>	<i>1,3</i>	<i>2,9</i>	<i>0,9</i>	<i>2,4</i>	<i>21,5</i>	<i>10,1</i>	<i>22,2</i>	<i>9,8</i>	<i>3,9</i>	<i>20,9</i>	<i>3,9</i>	<i>20,6</i>
<i>Resto</i>	<i>3,7</i>	<i>8,3</i>	<i>4,1</i>	<i>11,6</i>	<i>1,8</i>	<i>0,8</i>	<i>1,5</i>	<i>0,7</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
Empresas no financieras	8,7	19,5	9,2	25,9	22,7	10,6	23,7	10,4	1,8	9,6	1,2	6,3
Familias	7,9	17,7	6,9	19,4	8,5	4,0	7,8	3,4	0,8	4,3	1,5	8,0
Administraciones Públicas	0,3	0,7	1,2	3,2	1,1	0,5	14,9	6,5	0,0	0,0	0,0	0,0
No residentes	1,3	2,9	0,2	0,6	89,6	41,9	93,5	41,3	4,7	25,1	4,3	22,8

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			
	2000		2001		2000		2001		2000		2001	
	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%
Total	44,7	100,0	35,6	100,0	213,5	100,0	226,7	100,0	18,7	100,0	18,9	100,0
Sistema crediticio	24,2	54,1	22,7	63,7	62,4	29,2	74,9	33,0	1,9	10,1	2,6	13,7
<i>Banco de España</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	3,2	1,5	3,4	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Bancos</i>	14,3	32,0	14,2	39,9	28,1	13,1	36,2	16,0	1,0	5,3	1,2	6,3
<i>Cajas de ahorros</i>	8,7	19,5	7,7	21,6	27,9	13,1	30,7	13,5	0,9	4,8	1,0	5,3
<i>Cooperativas</i>	1,0	2,2	0,8	2,2	2,1	1,0	1,6	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Resto</i>	0,2	0,4	0,0	0,0	1,1	0,5	3,0	1,3	0,0	0,0	0,4	2,1
Otras instituciones												
financieras	13,6	30,4	7,8	22,1	47,7	22,3	39,4	17,4	10,1	54,1	9,7	51,3
<i>Fondos de inversión</i>	10,0	22,4	4,4	12,5	21,6	10,1	14,8	6,5	5,9	31,6	5,7	30,2
<i>Fondos de pensiones</i>	0,4	0,9	0,1	0,3	6,6	3,1	6,2	2,7	0,3	1,6	0,1	0,5
<i>Seguros</i>	0,2	0,4	0,2	0,4	19,0	8,9	18,0	8,0	3,9	20,9	3,9	20,6
<i>Resto</i>	3,0	6,7	3,1	8,9	0,5	0,2	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas no financieras	1,4	3,1	1,4	3,9	8,2	3,8	5,8	2,6	1,6	8,6	1,0	5,3
Familias	3,4	7,6	3,1	8,6	2,5	1,2	2,5	1,1	0,6	3,2	1,3	6,9
Administraciones Públicas	0,0	0,0	0,1	0,4	0,5	0,3	1,3	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
No residentes	2,1	4,7	0,5	1,3	92,2	43,2	102,8	45,4	4,5	24,1	4,3	22,8

Fuente: Banco de España.

**Distribución de titulares de cuenta por grupo de agentes
Año 2001**

	Titulares de cuenta en la Central de Anotaciones									
	Total miembros	Titulares simples			Entidades gestoras de capacidad plena			Entidades gestoras de capacidad restringida		
		Total	De las cuales		Total	De las cuales		Total	Titulares	No titulares
			Negociantes de deuda	De los cuales Creadores de mercado		Negociantes de deuda	De los cuales Creadores de mercado			
Total	241	146	17	13	78	12	9	17	9	8
Bancos	99	62	—	—	37	8	6	—	—	—
Cajas de ahorros	46	19	—	—	27	4	3	—	—	—
Cooperativas de crédito	26	23	—	—	3	—	—	—	—	—
Sociedades de valores	25	6	—	—	10	—	—	9	9	—
Agencias de valores	8	—	—	—	—	—	—	8	—	8
Entidades no residentes	20	20	17	13	—	—	—	—	—	—
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. Las segregaciones,

que solo pueden ser realizadas por creadores de mercado, deberán realizarse sobre importes nominales múltiplos 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 meno-

res 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 los sistemas organizados de negociación electrónica admitidos por el Tesoro 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 y Hacienda a asumir tareas registrales en dicho mercado. Llevan, en sus cuentas de terceros, el registro de los valores de quienes no son titulares de cuenta a nombre

propio en la Central de Anotaciones, y mantienen en esta una cuenta global que es contrapartida exacta de esas cuentas de terceros.

SENAF: Sistema electrónico de negociación que integra las cotizaciones firmes y las órdenes de mercado de sus miembros.

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 doce y dieciocho meses, aunque han existido emisiones a tres y seis 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:** Hasta marzo de 2002, miembro del mercado de deuda pública que, dadas sus especiales condiciones de solvencia y de participación en la negociación de este mercado, tenía acceso, en su momento, a la red de mediadores especializados de deuda anotada (MEDAS) y posteriormente a Senaf.
- 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 se establece de forma individual para cada instrumento, mientras que el previsto y el máximo se fijan para cada subasta, afectando de forma conjunta a todos los instrumentos subastados un mismo día.
- OBLIGACIÓN DEL ESTADO:** Valor de deuda pública con cupón anual, emitido a un plazo superior a los cinco años. Actualmente, los plazos típicos de emisión son diez, quince y treinta años.
- OPERACIÓN A PLAZO:** En el caso del mercado español de deuda pública, operación simple en la que la transmisión del valor se efectúa en alguna fecha posterior a las cinco hábiles siguientes a la de contratación.
- OPERACIÓN AL CONTADO:** En el caso del mercado español de deuda pública, operación simple en la que la transmisión del valor se efectúa dentro de los cinco días hábiles siguientes a la fecha de contratación. Cuando no se especifica la fecha de la transmisión, se entiende por estipulada la fecha hábil siguiente a la de contratación.
- OPERACIÓN CON PACTO DE RECOMPRA A FECHA FIJA:** Operación en la que el titular de los valores los vende y se compromete a comprarlos a un precio fijo, en una fecha intermedia entre la de la venta y la de la amortización. La venta de valores adquiridos temporalmente mediante este tipo de operación está limitada a la realización de operaciones temporales cuyo vencimiento no exceda de la fecha de vencimiento de la primera operación.
- OPERACIÓN CON PACTO DE RECOMPRA A LA VISTA:** Operación en la que se fija un período durante el cual el comprador tiene la opción de exigir la recompra de los valores por el vendedor inicial en las condiciones establecidas en el momento de la contratación. Dichas condiciones se suelen fijar en términos de rentabilidad interna, independientemente de cuándo se ejercite la opción. Se trata de operaciones poco frecuentes, que normalmente se contratan entre las gestoras y sus clientes.
- OPERACIÓN DOBLE:** Denominada también operación simultánea, es la constituida por dos compraventas vinculadas de sentido contrario, contratadas al mismo tiempo, pero con momentos de liquidación distintos. Para el participante que compra los valores en la primera transacción de la operación doble se trata de una adquisición temporal, mientras que para su contrapartida se trata de una cesión temporal.

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

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 virtud de este sistema, que, previa adhesión voluntaria al mismo, funciona de forma automática, a condición de la existencia de saldo suficien-

te 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)

ESTABILIDAD FINANCIERA (semestral)

ESTUDIOS ECONÓMICOS (SERIE AZUL)

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

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA (SERIE ROJA)

37. EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998).
38. ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999).
39. MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000).

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

40. ANA CRESPO SOLANA: El comercio marítimo entre Amsterdam y Cádiz (1713-1778) (2000).
41. LLUIS CASTAÑEDA PEIRÓN: EL Banco de España (1874-1900): la red de sucursales y los nuevos servicios financieros (2001).

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0201 SOLEDAD NÚÑEZ RAMOS: La contribución de las ramas productoras de bienes y servicios TIC al crecimiento de la economía española.
- 0202 LUIS J. ÁLVAREZ GONZÁLEZ Y JAVIER JAREÑO MORAGO: Implicaciones para la inflación de la conversión de precios a euros.
- 0203 IGNACIO HERNANDO AND SOLEDAD NÚÑEZ: The contribution of ICT to economic activity: a growth accounting exercise with Spanish firm-level data.
- 0204 JORDI GALI, MARK GERTLER AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Markups, gaps, and the welfare costs of business fluctuations.
- 0205 ÁNGEL ESTRADA GARCÍA AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Understanding Spanish dual inflation.
- 0206 ÁNGEL ESTRADA, PILAR GARCÍA-PEREA Y MARIO IZQUIERDO: Los flujos de trabajadores en España. El impacto del empleo temporal.

EDICIONES VARIAS (1)

- 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 € (*).
- VICTORIA PATXOT y ENRIQUE GIMÉNEZ-ARNAU: Banqueros y bancos durante la vigencia de la Ley Cambó (1922-1946) (2001). 5,31 € (*).
- BANCO DE ESPAÑA: El camino hacia el euro. El real, el escudo y la peseta (2001). 45 € (*).

(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: 12,50 €
- Extranjero: 18,03 €

Cuentas financieras de la economía española (edición bilingüe: español e inglés):

- España: 12,50 €
- Extranjero: 18,03 €

Balanza de pagos de España (edición bilingüe: español e inglés):

- España: 12,50 €
- Extranjero: 18,03 €

Central de Anotaciones en Cuenta:

- España: 6,25 €
- Extranjero: 12,02 €

Boletín económico y Boletín estadístico (2):

- España:
Suscripción al *Boletín económico* o *Boletín estadístico*: 125,01 €
Suscripción a ambos boletines: 171,89 €
Ejemplar suelto: 12,50 €
- Extranjero:
Suscripción al *Boletín económico* o *Boletín estadístico*: 186,31 €
Suscripción a ambos boletines: 288,49 €
Ejemplar suelto: 18,03 €

Economic bulletin (2):

- España:
Suscripción anual: 45,00 €
Ejemplar suelto: 12,50 €
- Extranjero:
Suscripción anual: 85,64 €
Ejemplar suelto: 18,03 €

Boletín de anotaciones en cuenta (3):

- España:
Suscripción anual por correo: 200,02 €
Suscripción anual por fax: 200,02 €
Números sueltos: 1,25 €
- Extranjero (por avión): suscripción anual: 570,96 €

Manual de la Central de Anotaciones:

- Ejemplar suelto: 31,25 €

Registros de entidades:

- España: 15,16 €
- Extranjero: 18,03 €

Circulares a entidades de crédito:

- España: suscripción anual: 87,51 €
- Extranjero: suscripción anual: 168,28 €

Circulares del Banco de España. Recopilación:

- España:
Recopilación: 43,75 €
Actualización anual: 18,75 €
- Extranjero:
Recopilación: 84,14 €
Actualización anual: 36,06 €

Publicaciones de la Central de Balances:

Monografía anual:

- España: Libro o CD-ROM: 12,00 €

Estudios de encargo:

- Precio según presupuesto adaptado a cada petición (4).
- 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: 5,31 €
- Extranjero: 10,82 €

Documentos de trabajo:

- España:
Suscripción anual: 43,75 €
Ejemplar suelto: 1,88 €
- Extranjero:
Suscripción anual: 60,10 €
Ejemplar suelto: 2,58 €

Memoria del Servicio de Reclamaciones

- España: 6,25 €
- Extranjero: 12,02 €

Estabilidad financiera (5):

- España:
Suscripción: 18,72 €
Ejemplar suelto: 9,36 €
- Extranjero:
Suscripción: 30,00 €
Ejemplar suelto: 15,00 €

Notas de estabilidad financiera:

- España: ejemplar suelto: 4,16 €
- Extranjero: ejemplar suelto: 6,00 €

Ediciones varias (6):

- (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 *Cuentas financieras de la economía española*, de la edición en inglés del *Informe anual*, y de los Documentos de Trabajo (inglés y español). La distribución al extranjero será por vía aérea.
- (3) Incluye el envío gratuito de la Memoria de la Central de Anotaciones en Cuenta.
- (4) Dirigirse al Servicio de Difusión de la Central de Balances (teléfonos 91 3386931, 91 338 6929 y 91 338 6930, fax 91 338 6880; 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.
- (5) Esta suscripción lleva incluidas las eventuales *Notas de estabilidad financiera*.
- (6) 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