

MERCADO DE DEUDA PÚBLICA

2007

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema



MERCADO DE DEUDA PÚBLICA 2007

ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

- mm Miles de millones.
- Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
- » Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.

**El Banco de España difunde todos sus informes
y publicaciones periódicas a través de la red Internet
en la dirección <http://www.bde.es>.**

Se permite la reproducción para fines docentes
o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2008

ISSN: 1697-8609 (edición impresa)

ISSN: 1697-8617 (edición electrónica)

Depósito legal: M. 18847-2004

Impreso en España por Artes Gráficas Coyve, SA

ÍNDICE

1 SITUACIÓN GENERAL DE LOS MERCADOS	9	1.1 La situación económica y financiera general	11
		1.2 Los mercados financieros internacionales	12
		1.3 El mercado de deuda pública en España	15
2 MERCADO PRIMARIO DE DEUDA DEL ESTADO	17	2.1 Evolución de la financiación del Estado	19
		2.2 Evolución del mercado primario	20
		2.3 Perfil de vencimientos	25
3 MERCADO SECUNDARIO DE DEUDA DEL ESTADO	27	3.1 Descripción general	29
		3.2 Negociación entre titulares	29
		3.2.1 Operaciones simples al contado	30
		3.2.2 Operaciones simultáneas	31
		3.3 Negociación con terceros	32
		3.3.1 Operaciones simples al contado	32
		3.3.2 Operaciones <i>repo</i> y simultáneas	33
		3.4 Mercados derivados	34
4 DISTRIBUCIÓN DE SALDOS POR GRUPOS DE AGENTES	35	4.1 Distribución de saldos vivos	37
		4.2 El Banco de España como entidad gestora	38
5 OTROS EMISORES	41	5.1 Mercado primario	43
		5.2 Mercado secundario	44
		5.3 Distribución por inversores	46
6 SUPERVISIÓN DEL SISTEMA	49		
7 INNOVACIONES	53		
APÉNDICE ESTADÍSTICO	59		
GLOSARIO	71		

1 SITUACIÓN GENERAL DE LOS MERCADOS

1 Situación general de los mercados

1.1 La situación económica y financiera general

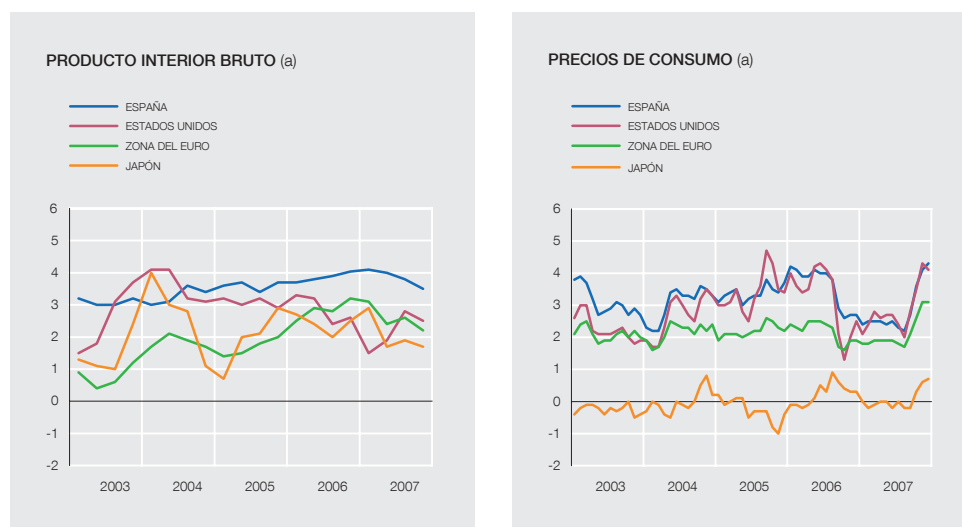
La economía mundial siguió mostrando un tono relativamente sólido durante 2007, si bien tuvo lugar una cierta moderación con respecto al fuerte dinamismo observado en los últimos años. Las turbulencias financieras que se iniciaron en verano, a raíz de la crisis de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos, implicaron un claro debilitamiento de la actividad económica en este país, y han provocado que las perspectivas de crecimiento de la economía mundial se hayan revisado a la baja. No obstante, el fuerte crecimiento económico en el conjunto de países en desarrollo y la resistencia de la mayoría de economías europeas consiguieron atenuar en cierta medida la desaceleración que atravesó el mercado estadounidense. Destacó, igualmente, el deterioro de la situación inflacionista en la parte final del año, debido al repunte de los precios del petróleo y al alza de los precios de los alimentos.

En Estados Unidos el PIB experimentó un crecimiento anual del 2,2% en 2007, lo que supuso una reducción de siete décimas respecto a 2006 (véase gráfico 1.1). La evolución sufrida por la economía estadounidense reflejó el descenso observado en la inversión privada y la desaceleración tanto del consumo privado como de las exportaciones, factores estos que se vieron parcialmente compensados por un menor crecimiento de las importaciones y por una evolución del gasto público algo más favorable. Por lo que respecta a los precios, la inflación en términos del IPC se situó, en diciembre de 2007, en el 4,1%, frente al 2,5% registrado un año antes. A este incremento de la inflación interanual contribuyeron especialmente los fuertes crecimientos registrados en los precios de la energía y de los alimentos. Por su parte, los tipos de interés oficiales registraron recortes progresivos en los últimos meses del año, situándose a finales de 2007 en un 4,25%, un punto porcentual (pp) por debajo del nivel en que se situaban a principios de dicho año.

El crecimiento del PIB en Japón en 2007 se situó en el 2% (el 2,4% en 2006), lo que supuso cierta pérdida del dinamismo de la actividad como consecuencia, principalmente, del descenso de la inversión durante la mayor parte del año. La tasa de variación interanual de los precios repuntó a lo largo del último trimestre del año y se situó en valores positivos, tras varios meses de deflación, debido, de nuevo, al alza de los precios de la energía y, en menor medida, de los alimentos. El Banco de Japón aumentó en febrero de 2007 el tipo de interés oficial del 0,25% al 0,50%, nivel en el que permaneció inalterado hasta finales de año.

Por su parte, China mantuvo el elevado dinamismo de su actividad, con un incremento del PIB del 11,4% con respecto al año anterior. No obstante, el IPC experimentó un crecimiento del 4,8% en 2007, la tasa más alta registrada en más de una década, impulsada por el fuerte aumento del precio de los alimentos. En América Latina la actividad económica siguió siendo notable, impulsada principalmente por la demanda interna. Este repunte de la actividad en la región se concentró especialmente en Brasil y en Argentina.

En la zona del euro, el PIB aumentó un 2,6% en 2007, tres décimas menos que en 2006. Esta desaceleración vino motivada por una menor contribución de la demanda interna, que fue en cierta medida compensada por una mayor contribución del saldo neto exterior. En cuanto a la evolución de los precios, el IAPC de la zona del euro aumentó considerablemente en el último cuatrimestre, registrándose una variación interanual en diciembre del 3,1%, muy superior a la del 1,9% registrada un año antes. Este comportamiento fue resultado del repunte experimentado por los precios de los bienes energéticos y de los alimentos en la parte final del año, como ocurrió en gran parte de la economía mundial. En un contexto como el descrito, el



FUENTE: Banco de España.

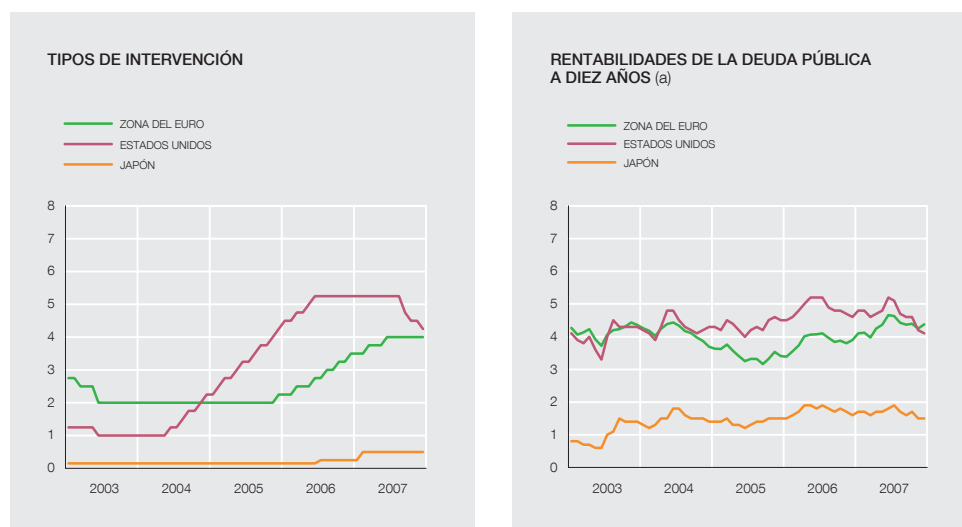
a. Tasas de variación interanual.

Consejo de Gobierno del BCE continuó durante la primera parte de 2007 el proceso de reducción del estímulo monetario en la zona del euro y, tanto en marzo como en junio, realizó sendas subidas de los tipos de interés oficiales en 25 puntos básicos (pb), hasta situar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en el 4%.

La economía española, por su parte, mostró en 2007 un crecimiento del PIB del 3,8%, solo una décima inferior al registrado en 2006. No obstante, desde mediados de 2007 se ha observado una tónica de suave moderación de la actividad, que rompe la tendencia de creciente dinamismo que venía mostrando la economía en los últimos años. Esta ralentización del crecimiento del PIB fue resultado de un tono más contenido de la demanda nacional, que se redujo en términos anuales en seis décimas, hasta situarse en el 4,3%. A su vez, dicha evolución fue consecuencia de un menor crecimiento tanto del consumo privado como de la inversión en capital fijo, donde la desaceleración de la inversión en construcción ha tenido una importancia significativa. Este comportamiento fue tan solo parcialmente compensado por la favorable evolución del sector exterior, que, si bien sigue teniendo una contribución negativa al crecimiento del PIB, esta mejoró en cinco décimas frente a la registrada en 2006. En cuanto a la inflación, los precios continuaron en la primera parte del año con la tendencia descendente iniciada en verano de 2006. No obstante, esta tendencia se rompió a partir de septiembre, alcanzando el dato de variación interanual del IAPC de diciembre el 4,3%. La aceleración que se produjo en la última parte del año se explicó, casi en su totalidad, por el ya comentado repunte de los precios de la energía, hasta el 11,5%, y, en menor medida, por el encarecimiento de los alimentos elaborados, cuya tasa de variación se elevó hasta el 7,4%. Como consecuencia de este fuerte incremento de los precios, el diferencial de inflación con la zona del euro se situó, en diciembre de 2007, en 1,2 pp, cifra superior a los 0,8 pp observados en el mismo mes del año anterior.

1.2 Los mercados financieros internacionales

Tras una primera parte del año relativamente estable, se desataron en verano los primeros episodios de turbulencias, originadas por la mayor preocupación de los agentes en el mercado de Estados Unidos respecto a la calidad de los activos hipotecarios de alto riesgo. Dichas turbulencias se extendieron rápidamente a los principales mercados monetarios internacionales. Los tipos de interés a largo plazo, que habían mostrado una tendencia creciente en la



FUENTE: Banco de España.

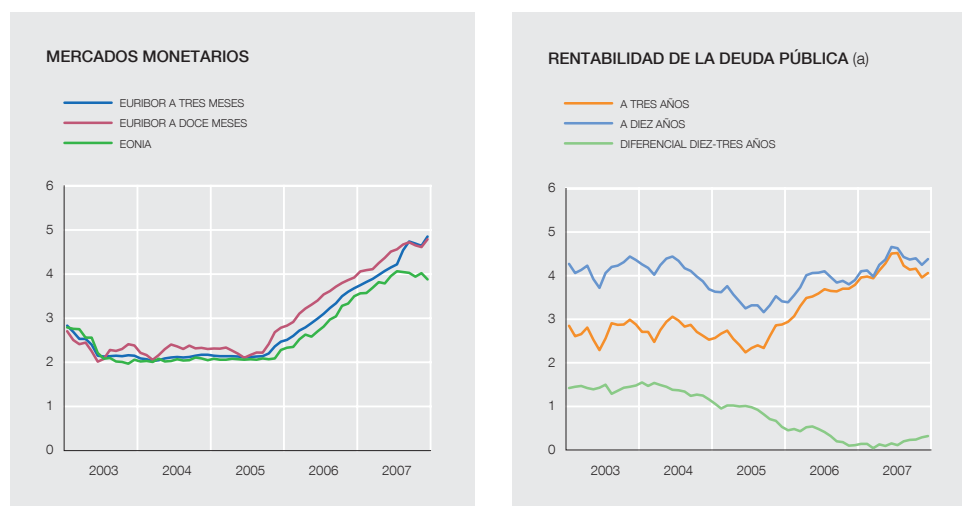
a. Las rentabilidades de la deuda pública de la zona del euro son medias ponderadas de los datos correspondientes a los países que la componen.

primera parte del año, experimentaron descensos a raíz de estos episodios de inestabilidad en los mercados. Adicionalmente, los diferenciales de crédito registraron una ampliación considerable. Por su parte, los mercados de renta variable internacionales experimentaron un aumento significativo de la volatilidad, alcanzando cotizaciones máximas en el segundo trimestre y mínimas en la segunda mitad del año. Finalmente, en los mercados cambiarios destacó la apreciación del euro frente a la mayoría de las divisas a lo largo del ejercicio.

La evolución de los tipos de interés a largo plazo en la zona del euro y en Estados Unidos fue bastante similar a lo largo del 2007, con un período alcista durante el primer semestre del año seguido de una reducción de los mismos en el segundo semestre (véase gráfico 1.2). Este comportamiento paralelo tuvo su fin en el último mes del ejercicio, en el que en Estados Unidos continuó la tendencia bajista iniciada a mediados de año, mientras que los tipos de interés a largo plazo de la zona del euro experimentaron un leve repunte, lo que permitió que la rentabilidad de la deuda pública a diez años se situara por primera vez en los últimos años por encima de la del mercado estadounidense. En el caso de Japón se observó una evolución a lo largo del período similar a la descrita, aunque en niveles bastantes inferiores, que han sido característicos de la economía nipona desde hace ya varios años.

De esta forma, en la zona del euro los tipos de interés de la deuda pública a diez años se situaron, en diciembre de 2007, en un 4,4%, acumulando a lo largo del año un aumento de aproximadamente 50 pb respecto a los registrados en el mismo mes del año anterior, y continuando de este modo con la tendencia alcista iniciada a mediados de 2005. Por el contrario, tanto en Estados Unidos como en Japón las rentabilidades a diez años se situaron en diciembre de 2007 por debajo de las registradas un año antes, siendo este descenso mucho más acusado en el caso estadounidense, donde tomaron un valor del 4,1%, lo que supone un descenso de 50 pb respecto a diciembre de 2006. En el caso de Japón, este descenso fue solamente de 10 pb, situándose la rentabilidad en el 1,5%.

Como consecuencia del comportamiento dispar de los tipos de interés en la última parte del año, el diferencial de los tipos de interés a diez años entre Estados Unidos y el conjunto de la zona del euro se situó a favor de esta última por primera vez desde principios de 2004. Así,



FUENTE: Banco de España.

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

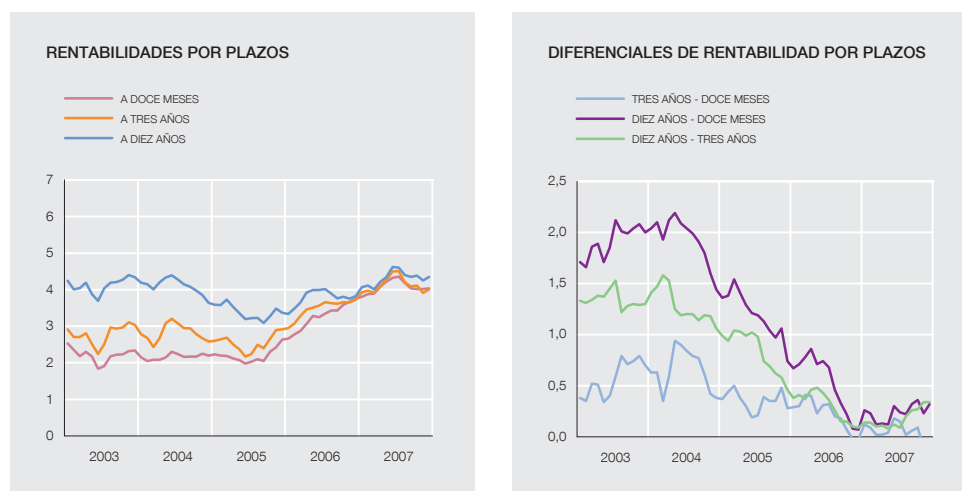
en diciembre el diferencial se situó en casi 30 pb a favor de la zona del euro, mientras que un año antes se situaba en 70 pb a favor de Estados Unidos.

Las dos subidas —de 25 pb cada una— en los tipos de interés de las operaciones principales de financiación llevadas a cabo por el Consejo de Gobierno del BCE durante el primer semestre del año tuvieron el efecto esperado en los tipos de interés negociados en los mercados monetarios de la zona del euro, que continuaron con la tendencia alcista iniciada a finales de 2005. No obstante, hay que señalar que el efecto fue más intenso en los plazos superiores al mes, debido a la creciente incertidumbre y a la revisión al alza de los diferenciales de crédito. De esta forma, el EURIBOR a doce meses se situó en diciembre en torno al 4,8%, es decir, unos 90 pb por encima del nivel alcanzado un año antes, mientras que el EURIBOR a tres meses se situó en torno al 4,85%, unos 120 pb por encima del registrado en diciembre de 2006 (véase gráfico 1.3)¹.

Los mercados de renta variable mostraron, en general, alzas bastante inferiores a las registradas en años anteriores, como consecuencia de la preocupación de los mercados respecto a las perspectivas de crecimiento económico, especialmente en el caso de Estados Unidos. En Japón, el índice Nikkei experimentó un retroceso del 11,1% a lo largo del año, frente a la revalorización del 6,9% registrada en 2006. Por su parte, en Estados Unidos el índice S&P 500 se revalorizó un 3,5%, bastante inferior al 13,6% alcanzado en 2006. La revalorización acumulada en los mercados bursátiles de la zona del euro, medida por el índice Euro Stoxx 50, fue del 6,8% (15,1% en 2006), algo inferior a la registrada en España por el Ibex 35, que se situó en el 7,3% (notablemente inferior al 31,8% computado el año anterior).

Los mercados cambiarios en 2007 estuvieron marcados por la apreciación generalizada del euro frente a la mayoría de las divisas. En concreto, el euro continuó apreciándose respecto al dólar, alcanzando una apreciación del 11,8% para el conjunto del año. La publicación de

1. El repunte de los tipos de interés negociados en el mercado interbancario de depósitos fue especialmente significativo a medida que se aproximaba el fin de año. El diferencial entre el EURIBOR y el EUREPO también aumentó significativamente en todos los plazos durante dicho periodo.



FUENTE: Banco de España.

datos macroeconómicos poco alentadores en Estados Unidos, frente a la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento de este país, afectaron negativamente a la moneda estadounidense. Por su parte, la apreciación del euro frente al yen japonés fue del 5,1% para el conjunto del año.

1.3 El mercado de deuda pública en España

La financiación obtenida por el Estado mediante la emisión neta de deuda pública registró por segundo año consecutivo un importe negativo, en esta ocasión por valor de 2.010,3 millones de euros. Como consecuencia de ello, el saldo vivo de deuda del Estado registró una nueva reducción, en esta ocasión del 0,7%. La estrategia de emisión neta seguida por el Tesoro ha permitido que tuviera lugar un ligero aumento de la vida media del saldo vivo total, gracias principalmente a la fuerte emisión positiva de obligaciones del Estado (en el capítulo 2 se encontrará un análisis detallado de la estructura de emisiones de deuda anotada).

Los tipos de interés marginales de las distintas subastas de títulos en el mercado primario de deuda pública continuaron durante la primera mitad del año con la tendencia alcista iniciada a mediados de 2005. No obstante, esta tendencia se rompió a partir del verano, al convertirse la deuda pública en refugio de los inversores ante las incertidumbres aparecidas a raíz de la crisis de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos. Con todo, el tipo de interés marginal de las letras del Tesoro a un año se situó, en diciembre, en el 4,11%, lo que supuso un aumento de 34 pb respecto a la subasta del mismo mes del año anterior, mientras que en términos medios entre ambos ejercicios la diferencia fue de 84 pb. En el caso de los títulos a medio y largo plazo, los tipos marginales de las subastas también experimentaron una senda alcista en la primera parte del año y un descenso en los meses posteriores. En el caso de los bonos a cinco años, el incremento anual acumulado fue de algo más de 50 pb, mientras que en las obligaciones a diez años este aumento fue de menor intensidad, situándose en unos 20 pb. Las variaciones en términos medios anuales fueron en todos los casos superiores a las indicadas anteriormente (en torno a 60 pb para los bonos a cinco años, y de unos 40 pb para las obligaciones a diez años).

Los mercados secundarios de deuda pública mostraron un comportamiento muy similar al del mercado primario, con una tendencia creciente en la primera parte del año y un descenso de las rentabilidades en los últimos meses de 2007. De esta forma, la rentabilidad de las letras del Tesoro a doce meses se situó en el 4,03% en diciembre, solamente unos 30 pb por encima de la registrada un año antes, mientras que, en términos de promedio anual, este aumen-

to se situó en torno a los 80 pb. En el caso de los bonos y obligaciones a cinco y diez años, el descenso en la segunda parte del año no fue tan acusado, y acumularon aumentos en diciembre de unos 35 y 55 pb, respectivamente. En promedio anual, dichos aumentos fueron de unos 55 y 50 pb.

En general, a lo largo del año se han mantenido constantes los diferenciales de rentabilidades en España respecto a la zona del euro. No obstante, la evolución del bono alemán ha diferido ligeramente de la de sus activos comparables en el resto de los países de la zona del euro, a partir del segundo semestre del año y como consecuencia de las turbulencias que se han producido en los mercados financieros. En concreto, los tipos de interés de la deuda a largo plazo en España, medidos a través de los correspondientes a las obligaciones a diez años, mantuvieron durante la primera parte del año un diferencial con el bono alemán en torno a los 5 pb a favor del bono español, que ya había caracterizado la evolución del año anterior. Sin embargo, este diferencial aumentó considerablemente en el segundo semestre, llegando a situarse, en términos medios, entre los 10 y los 15 pb.

2 MERCADO PRIMARIO DE DEUDA DEL ESTADO

2 Mercado primario de deuda del Estado

El año 2007 ha vuelto a desarrollarse de forma favorable para la financiación del Estado. El saldo de caja por operaciones no financieras alcanzó en el conjunto del año un superávit de 20.135 millones de euros (1,92% del PIB), frente a los 11.471 millones de euros de superávit (1,17% del PIB) registrados el año anterior¹. Este resultado, unido al incremento que registraron los saldos de tesorería (por valor de 1.597 millones de euros) y a la acumulación neta registrada en el resto de activos financieros (por valor de 10.589 millones de euros), ha acabado determinando una capacidad de endeudamiento del Estado igual a 7.949 millones de euros, que supera en cerca del 24% a la del año anterior.

Ese excedente de recursos ha permitido que el saldo de deuda del Estado anotada se haya visto reducido en 2.010,3 millones de euros a lo largo de 2007². En términos de actividad en el mercado primario, el ejercicio 2007 se ha saldado con una contracción en el nivel de colocaciones brutas del 7,7%. De hecho, el volumen de colocaciones ha sido inferior en alrededor de 7.000 millones de euros respecto a lo anunciado en la presentación del programa de emisión para 2007. Sin embargo, el volumen de amortizaciones de deuda que ha debido refinanciar ha estado en línea con el previsto inicialmente, ya que, a diferencia de años anteriores, durante 2007 no se han ejecutado operaciones de recompra.

En términos absolutos, el coste medio de la financiación mediante deuda anotada del Estado a fines del ejercicio 2007 se incrementó en 17 pb respecto del nivel de mínimos históricos registrado en 2006. En términos relativos, la tónica favorable bajo la que se ha desenvuelto la financiación del Tesoro se ha traducido, un año más, en una captación de fondos durante el año a tasas inferiores a las de la media de los emisores soberanos integrados en el área del euro. No obstante, los efectos de las turbulencias financieras desencadenadas en Estados Unidos han ocasionado un deterioro en la comparación con Alemania y con Francia³.

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

2.1 Evolución de la financiación del Estado

De acuerdo con el avance informativo de la Intervención General de la Administración del Estado, la ejecución del presupuesto no financiero del Estado en el año 2007 ha presentado un superávit de caja que ascendió a 20.135 millones de euros. El saldo primario de caja del período, por su parte, se cifró en 34.674 millones de euros, lo que supone un 3,30% del PIB.

Como se indicaba en la introducción, la evolución de las operaciones no financieras y el resultado de la política financiera del Estado durante 2007 han determinado para el mismo una capacidad de endeudamiento por un importe igual a 7.949 millones de euros. En consonancia

1. Debe observarse que, en términos de Contabilidad Nacional (SEC-95), la capacidad de financiación del Estado durante 2007 ascendió a 13.523 millones de euros, lo que supone un 1,29% del PIB. 2. A fin de dar una visión un tanto más precisa de la positiva evolución financiera, debe tenerse en cuenta que durante el ejercicio 2007 también se amortizaron préstamos del interior y deuda asumida, entre la que se encontraba deuda de RTVE por valor de 3.181 millones de euros, así como deuda y préstamos en divisas por un valor conjunto igual a 298 millones de euros. 3. En términos de diferencial de *asset swap*, los costes de financiación del Tesoro se encarecieron a lo largo del ejercicio en alrededor de 15 pb en comparación con Alemania, y en 7 pb en relación con Francia.

con este hecho, la financiación neta captada mediante letras, bonos y obligaciones durante 2007 ha podido registrar por segundo año consecutivo un importe negativo, en esta ocasión por un valor nominal de 2.010,3 millones de euros, frente a la emisión neta negativa de 2.579,6 millones que se había registrado el año anterior.

La composición de la financiación neta obtenida por el Tesoro ha favorecido que se produjera una ligera ampliación de la vida media del saldo vivo de letras, bonos y obligaciones hasta 6,95 años (frente a 6,8 años en 2006). En concreto, este alargamiento ha tenido lugar gracias a la intensificación durante 2007 de la política de apelación neta con signo positivo en el segmento de las obligaciones del Estado. Esta concentración de la emisión neta en los plazos más largos no ha impedido que la colocación neta de bonos se viera ajustada sustancialmente a la baja. Este desenlace debe entenderse, asimismo, a la luz de la colocación neta positiva que experimentó el conjunto de las líneas de letras por un importe igual a 1.143,6 millones de euros, compensando en parte su contracción en el año precedente.

Como resultado de la política de financiación ejecutada por el Tesoro en 2007, se ha vuelto a producir, al igual que en 2006, una contracción en el saldo de deuda del Estado anotada, en esta ocasión por un importe relativo igual al 0,7%. De esta forma, el saldo de deuda del Estado anotada ascendía, al concluir el ejercicio 2007, a 293.364,7 millones de euros. Por lo que se refiere al nivel de actividad en el primario, el volumen ligeramente inferior de amortizaciones que, en conjunto, tuvieron lugar durante 2007, en comparación con el año anterior, y, sobre todo, la ausencia de una necesidad de captar fondos en términos netos han acabado determinando que la emisión bruta durante 2007 se haya vuelto a contraer, en esta ocasión alrededor de un 7,7% en términos interanuales.

En concreto, el importe de letras, bonos y obligaciones colocados ascendió en términos nominales a 52.090,9 millones de euros. Por lo que a costes se refiere, la financiación captada durante 2007 se situó en torno a los niveles vigentes en el mercado secundario en el momento de las subastas respectivas⁴ y, en conjunto, a unos niveles inferiores a los de la media de los estados del área del euro. No obstante, a lo largo de la segunda mitad del año se pronunció la divergencia entre los costes de captación de fondos del Tesoro español y los correspondientes a los tesoros francés o alemán, hasta alcanzar alrededor de 15 pb frente a este último, en términos de diferencial sintético de *asset swap*. La evolución de los tipos de financiación durante 2007 se ha caracterizado por haber reflejado, a grandes rasgos, la dinámica de los tipos de interés oficiales. Así, la rentabilidad de la deuda a diez años era unos 43 pb superior a la de comienzos del año, un movimiento similar a los 50 pb en que se vio incrementado a lo largo de 2007 el tipo mínimo de las subastas semanales del BCE.

2.2 Evolución del mercado primario

La captación neta de fondos mediante deuda del Estado durante 2007 se ha caracterizado, como ya se ha apuntado, por el signo negativo de su balance final. En términos de composición, esta amortización neta se ha centrado en los bonos, que en conjunto registraron una emisión neta negativa por importe de 14.292,2 millones de euros. Por el contrario, en los otros dos instrumentos la captación neta de fondos fue positiva, ya que la emisión neta de letras se cifró en 1.143,6 millones de euros, mientras que el conjunto de obligaciones del Estado registró una colocación neta de 11.138,3 millones de euros. Otra demostración de la intensidad de la política de emisión en este segmento es que la apelación al mismo superó en cerca de 3.700 millones de euros a la registrada en 2006,

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

ejercicio en el que la concentración en el segmento de más largo plazo había sido ya sustancial.

A resultas de la política de financiación ejecutada durante 2007, el saldo de letras en circulación a finales de dicho ejercicio ha aumentado un 3,7% en relación con el del cierre del año anterior. En consecuencia, el peso del saldo vivo de letras dentro del conjunto de deuda del Estado ha aumentado a finales de 2007 hasta el 11,06%, desde el 10,60% que suponía en 2006. Este aumento del saldo de letras ha afectado a las líneas de letras a seis meses y a un año, y se ha materializado en términos tanto absolutos como relativos. Por el contrario, el saldo de letras emitidas a dieciocho meses registró una contracción relativa próxima al 65%, lo que equivale a una disminución de su saldo vivo en 13.797,3 millones de euros.

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

La puesta en marcha de esta política en 2006 supuso la total amortización del saldo de letras a seis meses durante dicho ejercicio. De acuerdo con la nueva estrategia, las letras emitidas a dieciocho meses tuvieron un idéntico final tras la última colocación en enero de 2007. La política de agrupar los vencimientos de todas las letras en los meses pares del año también se modificó. A partir de febrero de 2007, las letras a un año emitidas cada mes vencen en el mismo mes del año siguiente. Adicionalmente, el volumen emitido mensualmente se pretende que sea relativamente homogéneo y que en el futuro los volúmenes de las emisiones y las amortizaciones tiendan a coincidir. A tal fin, la adaptación hacia la nueva política de emisión de letras aconsejó que en agosto de 2007 los saldos vivos de letras emitidos originalmente a dieciocho meses en agosto de 2006 se ampliaran con una nueva emisión de letras fungibles a seis meses. Con un ánimo idéntico, esta política de emisión de letras a seis meses se ha mantenido mensualmente hasta diciembre. De esta forma, se ha pretendido suavizar los perfiles de las amortizaciones durante el primer semestre de 2008 —en el que se amortizará totalmente el saldo vivo de letras a dieciocho meses y el saldo creado por las nuevas emisiones de letras a seis meses, además de los vencimientos regulares de letras a un año— y buscar una mayor sincronía entre el volumen que se ha de emitir mensualmente y las amortizaciones previstas. En definitiva, la reintroducción de letras a seis meses durante la segunda mitad de 2007 ha respondido a un objetivo meramente instrumental.

En el cuadro 2.1 puede apreciarse cómo la estrategia de financiación a corto plazo del Tesoro, que se acaba de describir, ha dado lugar a que la emisión bruta de letras haya experimentado un ligero crecimiento durante 2007, próximo al 4,2% para el conjunto de las líneas. La composición de la financiación bruta obtenida en las diferentes líneas de letras pone en evidencia la nueva estrategia de emisión a corto plazo. La colocación de letras a dieciocho meses se ha contraído fuertemente (94%), dado que en esta línea solo se emitió en enero, mientras que la de letras a un año ha registrado un repunte casi tan significativo (102,1%) como el que ya registrara en 2006.

Por lo que se refiere a la financiación neta captada a medio y largo plazo, la estrategia de colocación a largo plazo, al igual que en 2006, ha vuelto a basarse en una captación neta

Año 2007

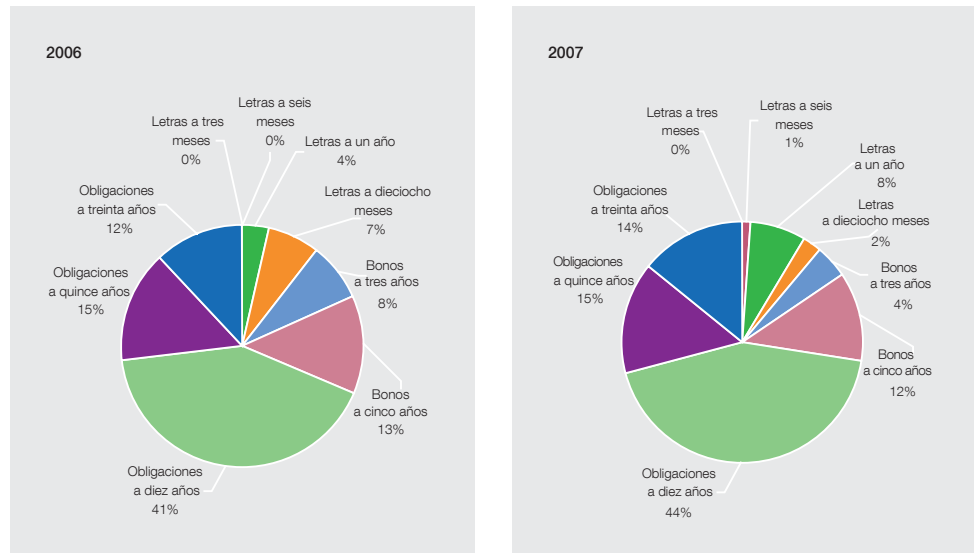
Millones de euros y %

	EMISIÓN BRUTA			AMORTIZACIÓN			EMISIÓN NETA			SALDO		
	2007	2006	%	2007	2006	%	2007	2006	%	2007	2006	%
Total	52.090,9	56.461,7	-7,7	54.101,2	59.041,3	-8,4	-2.010,3	-2.579,6	22,1	293.364,7	295.375,0	-0,7
Total Letras	26.970,8	25.890,9	4,2	25.827,2	27.883,9	-7,4	1.143,6	-1.992,9	157,4	32.444,5	31.300,9	3,7
A seis meses	3.088,7	0,0	—	0,0	1.719,7	-100,0	3.088,7	-1.719,7	279,6	3.088,7	0,0	—
A un año	23.015,8	11.390,8	102,1	11.163,7	10.561,0	5,7	11.852,2	829,9	1.328,2	22.265,8	10.413,7	113,8
A dieciocho meses	866,2	14.500,1	-94,0	14.663,5	15.603,2	-6,0	-13.797,3	-1.103,1	-1.150,8	7.089,9	20.887,2	-66,1
Total bonos y obligaciones	25.120,2	30.570,8	-17,8	28.274,0	31.157,4	-9,3	-3.153,9	-586,6	-437,6	260.920,2	264.074,1	-1,2
A tres años	1.684,9	9.919,6	-83,0	12.752,3	11.151,4	14,4	-11.067,4	-1.231,7	-798,5	11.604,6	22.672,0	-48,8
A cinco años	8.775,6	5.298,6	65,6	12.000,4	12.107,2	-0,9	-3.224,8	-6.808,6	52,6	35.528,3	38.753,1	-8,3
A diez años	8.633,7	11.696,0	-26,2	3.521,4	7.898,9	-55,4	5.112,3	3.797,1	34,6	128.558,2	123.445,9	4,1
A quince años	0,0	0,0	—	0,0	0,0	—	0,0	0,0	—	43.732,8	43.732,8	0,0
A treinta años	6.026,0	3.656,6	64,8	0,0	0,0	—	6.026,0	3.656,6	64,8	41.496,4	35.470,4	17,0

FUENTE: Banco de España.

positiva de las obligaciones a diez y a treinta años, exclusivamente. La emisión neta de bonos a medio plazo (tres y cinco años) ha registrado así una nueva contracción. La considerable emisión neta negativa del bono a tres años se explica por el hecho de que dejó de emitirse tras la subasta realizada en febrero de 2007 y, por lo tanto, la emisión neta es reflejo en gran medida del volumen que se amortizó durante el ejercicio. No obstante, la magnitud de la emisión bruta y neta, recogida en el cuadro 2.1, debe, sin embargo, cualificarse por una actuación atípica en la política de emisión durante 2007 en relación con los bonos a tres años. En diciembre de 2007 se procedió a la reapertura como bono de tres años de una obligación emitida originalmente (en mayo de 1999) como obligación a diez años, por un importe igual a 1.461,7 millones de euros. Teniendo en cuenta que, como viene siendo habitual, la construcción del cuadro 2.1 está basada en las especificaciones originales de la línea de la que se dispone, resulta claro que el mismo sobreestima la amortización neta de bonos a tres años por el importe de la referida colocación atípica. De forma recíproca, cabe decir también que la emisión neta positiva de obligaciones a diez años está sobreestimada en esa misma magnitud. Sin embargo, la imagen ofrecida por el cuadro 2.1 sobre el volumen neto emitido en las líneas catalogadas como de cinco o treinta años está libre de distorsiones. En cuanto al bono a cinco años, pese a que el volumen emitido fue notable, las amortizaciones que se debieron afrontar durante el ejercicio, muy superiores, explican el signo negativo de la emisión en términos netos.

Por su parte, el crecimiento en la emisión neta de obligaciones a diez años refleja la política de concentración de la liquidez en esa línea, que constituye la referencia principal del mercado. Igualmente, el crecimiento interanual del 17% registrado en el saldo de obligaciones a treinta años confirma inequívocamente la estrategia de captación de fondos en el más largo plazo seguida por el Tesoro. La constancia del saldo de obligaciones a quince años a lo largo de 2007 ha supuesto una confirmación de la suspensión de esta línea de emisión en 2005, así como la ausencia de amortizaciones a lo largo de 2007.



FUENTE: Banco de España.

En términos de actividad bruta, la buena evolución de la tesorería del Estado ha permitido recortar las emisiones en casi 7.000 millones de euros frente a lo inicialmente previsto. Por instrumentos, los máximos de actividad se alcanzaron, por distintos motivos, en letras a un año y, en menor medida, en bonos a cinco años y obligaciones a diez años. La condición de referencia que ostentan las obligaciones a diez años y el protagonismo exclusivo que las letras a un año están llamadas a mantener, tras la reforma del mercado de letras, explican los abultados volúmenes de colocaciones registrados en 2007. No obstante, el recurso a la obligación de cupón 3,8% durante todo 2007, sin que se emitiera una nueva obligación de diez años, contribuye a explicar la contracción interanual que se registró en la emisión bruta en este segmento.

Por el contrario, durante 2007 se procedió a la colocación de una nueva obligación a treinta años (cupón 4,90% y vencimiento en julio de 2040), así como de un nuevo bono a cinco años (cupón 3,90% y vencimiento en octubre de 2012). La nueva obligación de treinta años se emitió en junio, mediante el procedimiento de sindicación, por un importe de 4.000 millones de euros. En enero se emitió mediante subasta ordinaria el nuevo bono de cinco años, mientras que en febrero se cerraba la emisión del último bono de tres años (cupón 2,90%).

En conjunto, la política de emisión a medio y largo plazo ha determinado que el saldo de bonos y obligaciones suponga al concluir 2007 el 88,94% de la deuda del Estado (véase gráfico 2.1), lo que supone 0,46 pp menos que en 2006. Así pues, a pesar del especial interés que sigue revistiendo la emisión a más largo plazo, especialmente en la coyuntura reciente de bajas rentabilidades, la reforma del mercado de letras ha exigido proceder a mayores emisiones a corto plazo, lo que ha exigido una moderada detracción de liquidez del medio y largo plazo. De hecho, esta detracción ha tenido lugar a costa de los bonos, ya que al concluir 2007 las obligaciones suponían alrededor del 82% del saldo de emisiones originalmente a medio y largo plazo, frente al 77% en el año 2006.

La política de fomento de la liquidez en las referencias de medio y largo plazo durante 2007 se ha saldado en los siguientes términos. Aunque al cierre de 2007 la referencia de diez años vigente en ese momento no se había cerrado, el saldo vivo acumulado de la

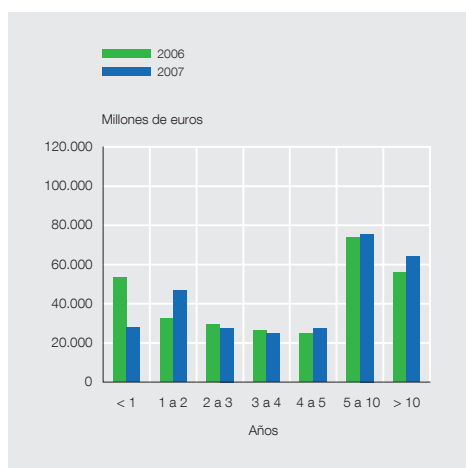
misma ascendía a 12.165,9 millones de euros, importe superior a los 11.695,5 millones de euros con que se cerró la anterior referencia a diez años de cupón 3,15%. Por su parte, la obligación a treinta años cuya emisión concluyó en febrero alcanzó, tras algo más de dos años de estar activa, un saldo vivo igual a 11.878,7 millones euros, frente a los 10.931,2 millones de euros que había alcanzado la anterior obligación a treinta años. Ambas comparaciones ponen en evidencia que, a pesar del escaso margen que dejan los logros en materia de consolidación fiscal, las referencias de más largo plazo todavía pueden verse favorecidas por la política de fomento de la liquidez. Sin embargo, esta no puede tener alcance universal, como lo muestra el saldo vivo con el que se procedió al cierre del último bono a tres años (9.907,6 millones de euros), que contrasta negativamente con los 13.782,2 millones de euros que alcanzó la anterior referencia a tres años. Por lo que se refiere a la referencia vigente en el bono a cinco años, no tiene sentido en estos momentos proceder a comparación alguna, puesto que se han cubierto tan solo cuatro subastas, faltando alrededor de tres o cuatro más.

La ejecución del programa de financiación de 2007 se ha materializado mediante un total de 30 subastas y sus correspondientes segundas vueltas, así como mediante la colocación por sindicación de la nueva obligación de treinta años. En consecuencia, se ha vuelto a reducir un año más el recurso al mercado por parte del Tesoro, ya que en el año anterior se habían realizado 40 subastas y una sindicación. Por lo que se refiere al desarrollo de las segundas vueltas, durante el ejercicio 2007 los creadores de mercado accedieron a las mismas en un 60% de las ocasiones. Más precisamente, el recurso a la segunda vuelta de letras se materializó en el 64% de las subastas, mientras que, en el caso de los bonos y obligaciones, esa ratio ascendió al 47%. La adjudicación en las segundas vueltas de deuda del Estado supuso un 7,9% de los importes nominales colocados en sus respectivas subastas de deuda. Si esta comparación se efectúa en términos de la emisión total durante 2007, el recurso a la segunda vuelta ha supuesto el 5,3% de las colocaciones totales, ratio que coincide con la alcanzada el año anterior.

Los rasgos más destacables sobre la ratio de cobertura de las distintas subastas efectuadas durante 2007 son los siguientes. Las colocaciones de obligaciones a treinta años han recibido el máximo interés por parte de los inversores, a juzgar por el hecho de que el nivel medio de sus peticiones fue 2,8 veces el de la adjudicación. Las subastas de instrumentos cuya emisión se cerraba, como las letras a dieciocho meses o los bonos a tres años, también cosecharon un especial interés, como evidencian sus respectivas ratios de cobertura de 3,4 y 2,6 veces. Las subastas de obligaciones a diez años se desarrollaron dentro de la tónica habitual en este instrumento de referencia para el Tesoro, registrándose ratios de cobertura holgadas, en el entorno de 2,3 veces. Solo la subasta de julio supuso cierto retroceso, al haber supuesto la demanda únicamente 1,6 veces la adjudicación. Por lo que se refiere a las letras a un año, la ratio de cobertura se situó en 2,1 veces.

2.3 Perfil de vencimientos

El volumen de amortizaciones de deuda que el Tesoro ha debido refinanciar durante 2007 ha estado en línea con el previsto inicialmente, ya que, a diferencia de años anteriores, no se han ejecutado operaciones de recompra. Esta decisión debe entenderse en el marco de una política de financiación que, como se ha comentado más arriba, ha desestimado nuevas colocaciones en el tramo medio de la curva (letras a dieciocho meses y bonos a tres años), es decir, en aquel en el que con mayor intensidad suelen recaer los efectos de las recompras. En definitiva, la ausencia de recompras ha obedecido, fundamentalmente, a un objetivo de preservar la liquidez en el tramo medio-corto de la curva, en unas circunstancias de por sí desfavorables para la misma.



FUENTE: Banco de España.

El gráfico 2.2 refleja el perfil de amortizaciones al que se enfrentaba el Tesoro a la conclusión del ejercicio 2007. En el mismo cabe destacar la mayor comodidad del Tesoro durante 2008 por lo que se refiere al volumen previsto de amortizaciones, casi la mitad del que tuvo que afrontar en el último ejercicio.

3 MERCADO SECUNDARIO DE DEUDA DEL ESTADO

3 Mercado secundario de deuda del Estado

3.1 Descripción general

En 2007, la contratación en el mercado de deuda pública ascendió a 22,7 billones de euros, lo que supuso un crecimiento del 0,4% sobre los importes negociados en 2006. Siendo esta expansión tan ligera, bien puede describirse 2007 como un año de estabilidad; de hecho, este sería ya el cuarto año consecutivo en que dicha característica, referida a los volúmenes cruzados, es la más llamativa.

La negociación en los ámbitos de titulares y de terceros apenas ha registrado variaciones. Así, mientras que la contratación en el primero de ellos cayó un 0,2%, los importes cruzados en el segundo aumentaron un 0,7%. Con variaciones tan limitadas en ambos segmentos, su importancia relativa no se modificó significativamente, de forma que la negociación entre titulares es aproximadamente la mitad de la realizada en el segmento de terceros.

Como en ediciones anteriores de esta Memoria, conviene realizar dos precisiones sobre la información estadística de este capítulo. En primer lugar, las cifras utilizadas tienen cierto grado de provisionalidad, especialmente en el tramo de terceros. En segundo, en este capítulo no se incluye la negociación de deuda pública realizada en el ámbito bursátil, ya que, además de ser muy escasa, suele tratarse de operaciones extrabursátiles que únicamente se introducen en el sistema para su registro y liquidación.

El mercado de deuda pública sigue concentrado en la negociación de bonos y obligaciones no segregados, pues supone el 91,5% de la negociación total. Así, tanto la contratación de letras, con un 7% del mercado, como la de instrumentos segregados, con el 1,5% restante, tienen poca relevancia en términos cuantitativos.

Por tipo de operaciones, la negociación en 2007 estuvo repartida de forma similar a 2006. Así, las operaciones *repo* acumularon el 48,3% de la contratación total, mientras que las simultáneas representaron el 36,4%. Por su parte, las operaciones simples tuvieron cuotas de mercado muy inferiores: un 12,8% en las operaciones al contado y un 1,3% en las operaciones a plazo.

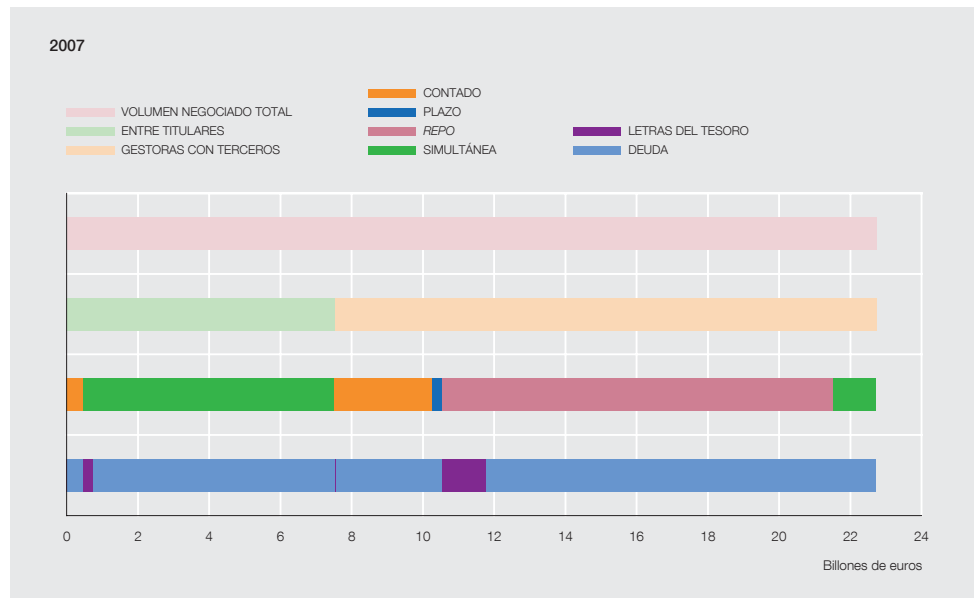
En el gráfico 3.1 se muestra el desglose de la contratación del mercado de deuda anotada entre los segmentos de titulares y de terceros, entre los distintos tipos de operaciones y entre los distintos instrumentos contratados¹.

3.2 Negociación entre titulares

La negociación entre titulares, cifrada en 7,5 billones de euros, registró una reducción del 0,2% en 2007. Esta variación es el resultado de descensos en las contrataciones con letras del Tesoro y con instrumentos segregados (cuyas variaciones fueron, respectivamente, de -28,8% y -17,3%) y un ligero aumento, cifrado en el 1,8%, en la negociación con bonos y obligaciones.

Los importes cruzados con bonos y obligaciones alcanzaron 7,2 billones de euros, lo que representa el 95,3% del mercado en este ámbito; por su parte, la negociación con letras del Tesoro alcanzó 342 mm de euros y la realizada con instrumentos segregados se situó en los 11 mm de euros.

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



FUENTE: Banco de España.

Por tipo de operación, nuevamente en 2007 la contratación en el segmento de contado ha registrado una caída significativa (un 10,3%), al cifrarse en 455 mm de euros. Por el contrario, las operaciones simultáneas han crecido ligeramente (0,6%) y su contratación alcanzó 7,1 billones de euros. Finalmente, las operaciones a plazo prácticamente han desaparecido y, como se apuntó en la edición anterior de esta Memoria, la operativa *repo* ya no puede realizarse en el ámbito de titulares.

Estas variaciones, en línea con las observadas en años anteriores, han aumentado la importancia relativa de las operaciones simultáneas, que representaron en 2007 el 93,9% de la negociación entre titulares. Por el contrario, las operaciones al contado, con una cuota del 6%, siguen perdiendo importancia cuantitativa en este tramo del mercado.

En el cuadro 3.1 se facilita la descomposición de la negociación entre titulares, por tipo de operación e instrumento, junto con las variaciones porcentuales en relación con la contratación del año 2006; por su parte, el cuadro 3.2 muestra las cuotas de negociación para los años 2006 y 2007.

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

3.2.1 OPERACIONES SIMPLES AL CONTADO

La negociación al contado registró un descenso del 10,3% en 2007, ya que pasó desde 508 mm de euros en 2006 a 455 mm en 2007. Esta caída se ha producido en la negociación de los tres tipos de instrumentos, cuyas variaciones se han cifrado en -43,5% en el caso de las letras, -5,4% en el de bonos y obligaciones y, finalmente, en -26,4% en el correspondiente a instrumentos segregados.

La concentración de la negociación al contado de bonos y obligaciones en unas pocas emisiones se redujo en 2007. En efecto: mientras que en 2006 las cinco referencias con mayor actividad acumularon el 51% de los volúmenes cruzados, en 2007 las cinco emisiones con

Año 2007

mm de euros y %	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL	
	VOLUMEN	VARIACIÓN S/2006 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/2006 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/2006 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/2006 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/2006 (%)
	Total	455,4	-10,3	1,0	-72,2	—	—	7.075,0	0,6	7.531,4
<i>Letras del Tesoro</i>	36,1	-43,5	0,0	-100,0	—	—	306,2	-26,5	342,3	-28,8
<i>Bonos y obligaciones</i>	415,7	-5,4	0,9	-67,7	—	—	6.763,2	2,3	7.179,8	1,8
<i>Principales y cupones</i>	3,6	-26,4	0,1	-70,8	—	—	5,6	-6,9	9,3	-17,3

FUENTE: Banco de España.

CUOTAS DE NEGOCIACIÓN ENTRE TITULARES (a)

CUADRO 3.2

%	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL (b)	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007
	Total (b)	6,7	6,0	0,0	0,0	0,0	—	93,2	93,9	100,0
<i>Letras del Tesoro</i>	0,8	0,5	0,0	0,0	0,0	—	5,5	4,1	6,4	4,5
<i>Bonos y obligaciones</i>	5,8	5,5	0,0	0,0	0,0	—	87,6	89,8	93,5	95,3
<i>Principales y cupones</i>	0,1	0,0	0,0	0,0	—	—	0,1	0,1	0,1	0,1

FUENTE: Banco de España.

a. Porcentajes sobre la negociación total entre titulares.

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

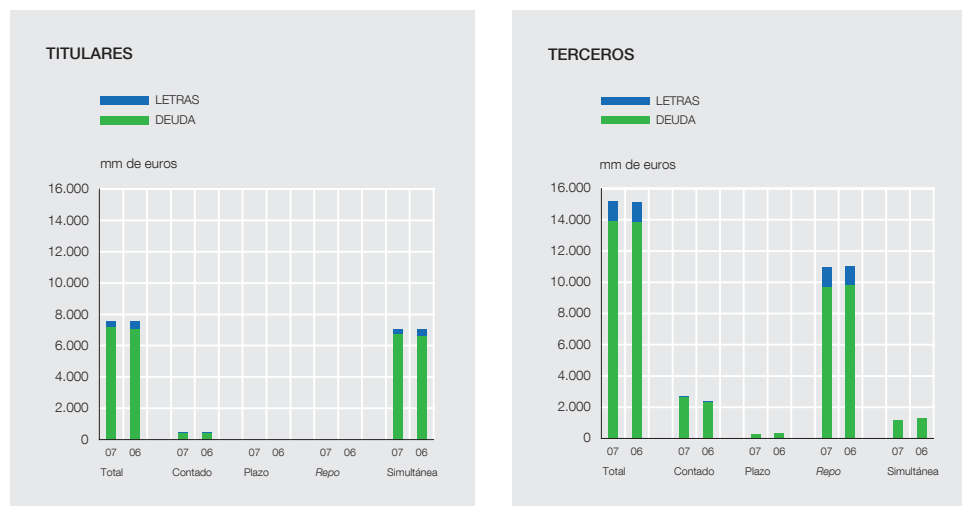
mayor contratación concentraron el 44% de la negociación. Por orden de importancia, las emisiones más negociadas fueron la obligación con cupón 3,80% y vencimiento en enero de 2017, que acumuló más del 19% de la contratación, la obligación con cupón 3,15% y vencimiento en enero de 2016, el bono con cupón 3,90% y vencimiento en octubre de 2012, la obligación con cupón 4% y vencimiento en enero de 2010, y el bono con cupón 3,25% y vencimiento en julio de 2010.

Por su parte, la negociación al contado de letras del Tesoro pasó de 64mm de euros en 2006 a 36 mm en 2007. Finalmente, los volúmenes cruzados con instrumentos segregados son muy limitados, pues se situaron en 2007 en 3,6 mm de euros.

3.2.2 OPERACIONES
SIMULTÁNEAS

En 2007 la negociación de operaciones simultáneas entre titulares, que experimentó un muy ligero avance (0,6%), se situó en 7,1 billones de euros, de los que 6,8 billones se instrumentaron con bonos y obligaciones. La contratación restante se hizo básicamente con letras del Tesoro (306 mm de euros), ya que los volúmenes contratados con principales y cupones segregados fueron muy reducidos (6 mm de euros).

En 2007 este tipo de operativa acumuló el 93,9% de la contratación entre titulares, cuota que es siete décimas porcentuales superior a la correspondiente a 2006.



FUENTE: Banco de España.

3.3 Negociación con terceros

La negociación con terceros creció un 0,7% en 2007 y alcanzó un volumen de contratación de 15,2 billones de euros. Al igual que en el segmento de titulares, si bien en menor medida, la actividad se concentra en las operaciones con bonos y obligaciones, las cuales, a pesar de una ligerísima reducción, sumaron una negociación de 13,6 billones.

Por su parte, los volúmenes cruzados con letras del Tesoro sumaron 1,3 billones de euros, lo que supuso un crecimiento del 3,3% respecto a la contratación observada en 2006. Finalmente, la negociación con principales y cupones segregados, aunque creció de manera notable, se situó en tan solo 316 mm de euros.

La concentración de la contratación en la deuda a medio y largo plazo disminuyó ligeramente ya que pasó del 90,5% del total de la negociación con terceros en 2006 al 89,7% en 2007. En sentido contrario se movió la cuota de las letras del Tesoro (que pasó del 8,1% al 8,3%) y la de los instrumentos segregados (que pasó del 1,5% al 2,1%).

Por tipo de operación, solamente aumentaron las operaciones al contado (13,7%), pues en los casos restantes se observaron descensos: en el entorno del 9% tanto en las operaciones a plazo como en las simultáneas, y del 0,6% en el caso de los *repos*.

Aunque las operaciones *repo* siguen perdiendo peso en el total de la negociación con terceros, continúan siendo las más importantes en este ámbito, pues suponen el 72,2% de la contratación. Por su parte, las operaciones al contado acumularon el 17,9% de la negociación, mientras que las simultáneas y las operaciones a plazo representaron el 7,9% y el 1,9%, respectivamente.

El resto de la sección se dedica a la descripción, en primer lugar, de la operativa al contado y, en segundo, de la contratación en *repo* y en simultáneas. Los cuadros 3.3 y 3.4 recogen, para la negociación con terceros, la misma información que, para el caso de la negociación entre titulares, facilitaban los cuadros 3.1 y 3.2; asimismo, la parte derecha del gráfico 3.2 muestra el desglose de la negociación con terceros para los años 2006 y 2007.

3.3.1 OPERACIONES SIMPLES AL CONTADO

La contratación al contado, que ascendió a 2,7 billones de euros, registró un aumento del 13,7% en 2007; esta negociación correspondió casi totalmente a las operaciones con bonos

Año 2007

	mm de euros y %									
	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL	
	VOLUMEN	VARIACIÓN S/2006 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/2006 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/2006 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/2006 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/2006 (%)
Total	2.724,2	13,7	294,8	-9,1	10.971,9	-0,6	1.197,8	-9,3	15.188,7	0,7
Letras del Tesoro	21,5	-26,2	0,6	—	1.230,2	3,8	2,4	618,6	1.254,7	3,3
Bonos y obligaciones	2.689,1	14,1	290,7	-10,2	9.446,7	-2,0	1.191,9	-9,7	13.618,4	-0,1
Principales y cupones	13,6	42,7	3,5	352,2	295,0	39,2	3,5	—	315,6	41,8

FUENTE: Banco de España.

y obligaciones, ya que los volúmenes negociados con letras del Tesoro y con deuda segregada fueron muy escasos: 21,5 mm y 13,6 mm, respectivamente.

En la negociación de letras del Tesoro, las entidades gestoras dieron contrapartida en nombre propio a sus clientes en el 97% de los volúmenes contratados. Este porcentaje es inferior en los casos de los bonos y obligaciones (un 87%) y de los instrumentos segregados (un 86%). En la mayoría de la negociación restante, las entidades se limitaron a registrar operaciones comunicadas por las partes contratantes. La mayor presencia del registro por orden conjunta de las partes en la negociación de deuda a medio y largo plazo puede explicarse por la mayor actividad de inversores institucionales y de no residentes en este segmento del mercado.

Al contrario de lo que se observaba en años anteriores, en que el volumen medio por operación era más alto cuando se producía el registro por orden conjunta de las partes, en 2007 las operaciones en que las entidades dieron contrapartida en nombre propio tuvieron un importe medio ligeramente mayor. No obstante, las diferencias no han sido muy significativas y ambos volúmenes medios se situaron en torno a los 15 millones de euros.

Al igual que en el caso de la contratación al contado entre titulares, aunque de manera más atenuada, la negociación con terceros también mostró una elevada concentración: las cinco emisiones más negociadas durante 2007 acumularon el 31% de los volúmenes cruzados.

3.3.2 OPERACIONES REPO Y SIMULTÁNEAS

En 2007 la negociación en operaciones *repo* con terceros sumó un importe de 11 billones de euros, lo que supuso una caída del 0,6% en relación con la contratación observada en el año 2006. A pesar de ello, desde un punto de vista meramente cuantitativo, esta operativa sigue siendo la más relevante, ya que acumula el 72,2% de la negociación con terceros.

De estos volúmenes negociados en *repo*, el 86% se cruzó con bonos y obligaciones; menor importancia tuvieron la negociación con letras del Tesoro (un 11% del total) y la contratación con principales y cupones segregados (el 3% restante).

En la negociación de *repos*, las gestoras dieron contrapartida en nombre propio en casi la totalidad de los volúmenes cruzados en 2007, siendo marginales los otros dos tipos de intermediación de estas entidades (el registro por orden conjunta de las partes contratantes y la actividad como comisionista).

%	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL (b)	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007
	Total (b)	15,9	17,9	2,2	1,9	73,2	72,2	8,8	7,9	100,0
<i>Letras del Tesoro</i>	0,2	0,1	0,0	0,0	7,9	8,1	0,0	0,0	8,1	8,3
<i>Bonos y obligaciones</i>	15,6	17,7	2,1	1,9	63,9	62,2	8,8	7,8	90,5	89,7
<i>Principales y cupones</i>	0,1	0,1	0,0	0,0	1,4	1,9	0,0	0,0	1,5	2,1

FUENTE: Banco de España.

a. Porcentajes sobre la negociación total con terceros.

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

La negociación en operaciones simultáneas, realizada casi totalmente con bonos y obligaciones, cayó un 9,3% en 2007 respecto a la registrada en 2006 y se situó en 1,2 billones de euros. Con esta contracción, la contratación en simultáneas perdió cuota en la negociación de terceros, ya que pasó del 8,8% en 2006 al 7,9% en 2007.

Las entidades dieron contrapartida en nombre propio en la totalidad de las operaciones simultáneas realizadas con terceros. Los volúmenes medios por operación indican que en esta contratación participan grandes inversores, mientras que el resto de participantes utiliza habitualmente las operaciones *repo* para la toma de posiciones temporales. Así, en la negociación con terceros, mientras que el volumen medio de una operación *repo* con bonos y obligaciones en 2007 era ligeramente superior a 4 millones de euros, el tamaño medio de una operación simultánea alcanzó casi los 38 millones de euros.

3.4 Mercados derivados

En 2007, la evolución de los mercados europeos de productos derivados de la deuda pública² denominados en euros fue muy similar a la del año anterior. La actividad sigue concentrándose en el mercado alemán, que abarca la casi totalidad del volumen negociado, con una cuota de prácticamente el 100%.

Al igual que ha ocurrido en los últimos años, la contratación de estos instrumentos en EUREX siguió aumentando, aunque esta vez de forma mucho menos acusada que en ejercicios previos. Así, en 2007 alcanzó un volumen de negociación solo un 1,6% superior al de 2006, tras un incremento en dicho año, con respecto a 2005, del 8%. En lo que se refiere exclusivamente a la negociación del futuro sobre el bono a diez años, que es el producto derivado de la deuda soberana más negociado³, las cifras muestran un panorama muy similar, con un ligero aumento del volumen negociado, de un 1%.

En este contexto, MEFF continuó la tendencia decreciente iniciada en 1998. El volumen total de contratación del futuro sobre el bono a diez años, que siguió representando un segmento residual del mercado, ascendió durante 2007 a solo 1,3 millones de euros, lo que supone un 13% menos de negociación que en 2006, año en el que el volumen ya era muy reducido. La posición abierta, por otra parte, finalizó el año a cero, frente a los 100.000 euros de 2006.

2. Mientras que en MEFF el único contrato derivado de deuda pública es el futuro sobre el bono nacional español a diez años, en EUREX se siguen negociando contratos de futuros y opciones sobre el bono alemán a dos, cinco y diez años, así como futuros sobre el bono a treinta años. 3. El futuro sobre el bono alemán a diez años representó el 46% del total de la negociación de estos productos en EUREX.

4 DISTRIBUCIÓN DE SALDOS POR GRUPOS DE AGENTES

4 Distribución de saldos por grupos de agentes

4.1 Distribución de saldos vivos

En 2007, el saldo vivo de bonos y obligaciones se redujo en 4,4 mm de euros; por el contrario, los saldos de letras del Tesoro y de instrumentos segregados aumentaron en 1,1 mm y 2,2 mm de euros, respectivamente. Con estas variaciones, al concluir 2007 los saldos vivos de letras del Tesoro ascendían a 32,4 mm de euros, los de bonos y obligaciones se situaban en 247 mm¹, y, por último, los de principales y cupones segregados totalizaban 25,3 mm.

El gráfico 4.1 muestra, tanto para 2006 como para 2007, las carteras registradas de letras del Tesoro y de bonos y obligaciones de cada grupo de agentes como porcentaje de los correspondientes saldos vivos. Por su parte, los cuadros A.13 y A.14 del apéndice estadístico facilitan, respectivamente, las carteras registradas y las carteras a vencimiento que mantienen los distintos tipos de agentes, tanto en valores absolutos como en términos porcentuales sobre los saldos vivos.

Por lo que se refiere a los bonos y obligaciones, la variación más significativa es la desinversión (en 7 mm de euros) de los no residentes. También se han producido caídas en las tenencias de empresas no financieras, cuyas carteras cayeron 3,9 mm de euros, y en las del grupo de otras instituciones financieras, que han deshecho posiciones por importe de 1,9 mm de euros.

Por el contrario, se observaron aumentos en las carteras de bonos y obligaciones del sistema crediticio, por importe de 4,7 mm de euros, destacando el incremento de la cartera de los bancos. Asimismo, las tenencias de las Administraciones Públicas aumentaron en 4,4 mm de euros.

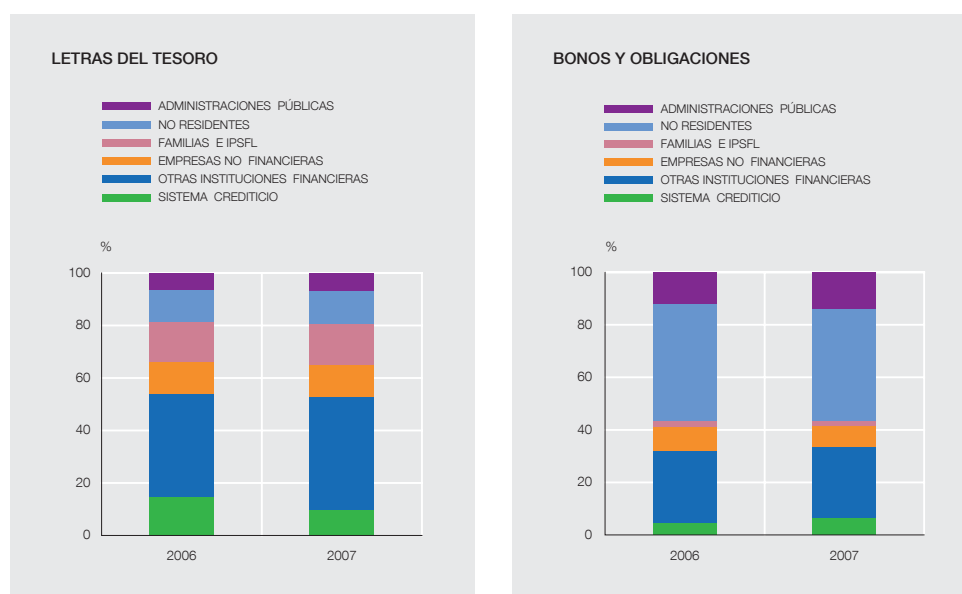
A pesar de estas variaciones, los inversores no residentes siguen siendo el grupo que posee una proporción mayor del saldo vivo de bonos y obligaciones —en concreto, un 42,6%—, mientras que el mencionado conjunto de otras instituciones financieras continúa en segundo lugar, con unas tenencias del 27,1% del mencionado saldo. Tras estos dos grupos, los siguientes inversores más relevantes son las Administraciones Públicas y las empresas no financieras, con unas tenencias del 14,1% y del 8,1% del saldo vivo, respectivamente.

En relación con las letras del Tesoro, las variaciones en las carteras de los distintos grupos de agentes han sido muy limitadas. Como más significativas pueden señalarse el aumento de las tenencias del grupo de otras instituciones financieras por importe de 1,7 mm de euros y el descenso de la cartera del sistema crediticio en 1,5 mm de euros. Tras estas variaciones, el grupo de otras instituciones financieras sigue siendo el propietario más relevante de este tipo de instrumento, aumentando su peso en cuatro puntos porcentuales, hasta alcanzar el 42,8% del saldo vivo.

También, en relación con los instrumentos segregados, se puede señalar que las variaciones observadas en las carteras han sido reducidas. En este tipo de instrumento, durante 2007 el grupo de otras instituciones financieras, con unas tenencias del 46,6% del saldo vivo, ha su-

1. Las cifras de saldos de bonos y obligaciones facilitadas en este capítulo no han de coincidir necesariamente con las recogidas en el capítulo 2, dedicado al mercado primario, debido al tratamiento diferenciado de los principales y cupones segregados, instrumentos que no emite el Tesoro, sino que resultan de la actividad de los participantes en el mercado.

DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL DE SALDOS REGISTRADOS



FUENTE: Banco de España.

perado en importancia cuantitativa a los inversores no residentes, cuyas carteras suponen el 41,7% de dicho saldo.

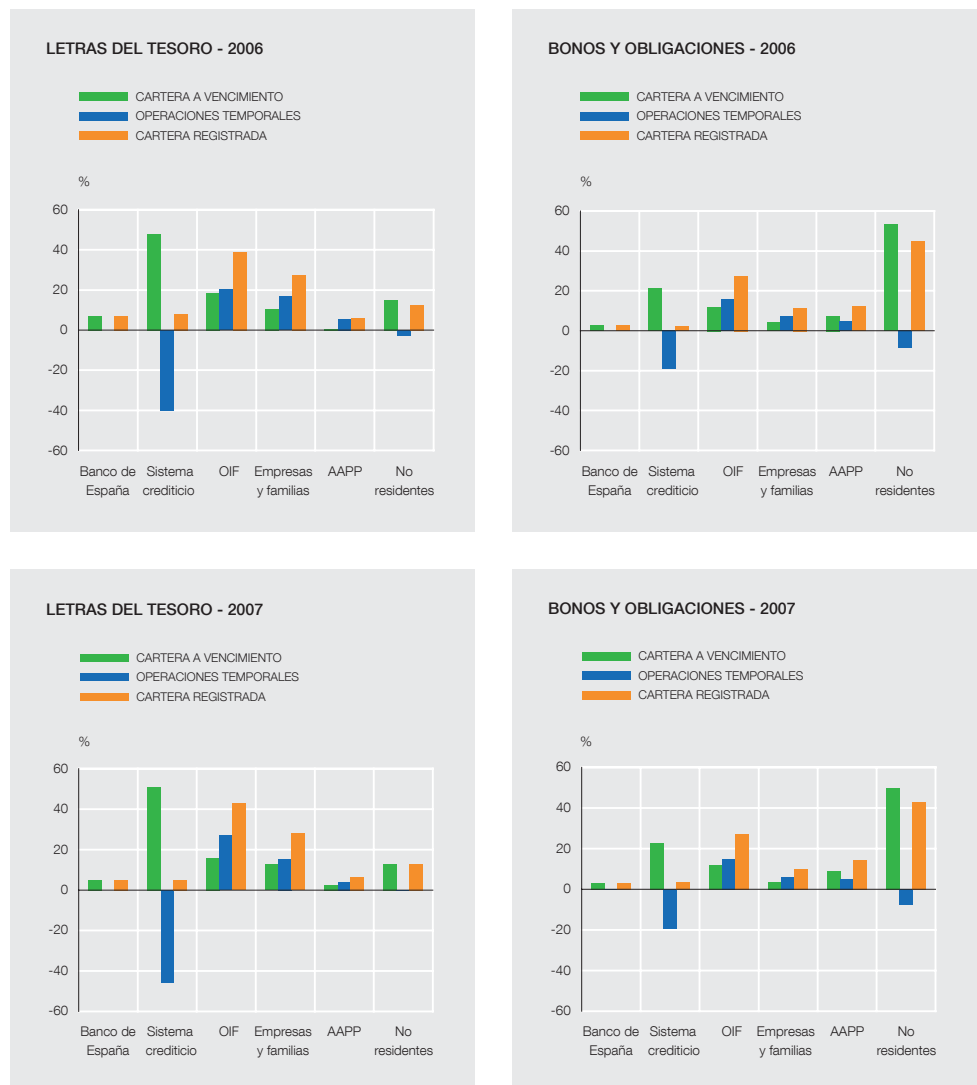
En el gráfico 4.2 se presentan, para los distintos grupos de agentes y en términos porcentuales sobre los saldos vivos de letras del Tesoro y de bonos y obligaciones correspondientes a los dos últimos años, las carteras a vencimiento, las operaciones temporales netas y las carteras registradas. En él pueden observarse las distintas formas de actuación que tienen los diferentes grupos de agentes.

Por un lado, el sistema bancario, que actúa como intermediario, mantiene grandes carteras a vencimiento, que refinancia mediante operaciones temporales con otras instituciones financieras, empresas, familias y, desde febrero de 2001, con el Tesoro; por otro lado, los inversores no residentes mantienen una posición muy elevada a vencimiento, concentrada en los bonos y obligaciones, y apenas la refinancian; finalmente, tanto el grupo de otras instituciones financieras —dominado por la actuación de los fondos de inversión— como las empresas no financieras y las familias complementan sus posiciones a vencimiento con adquisiciones temporales.

4.2 El Banco de España como entidad gestora

Los saldos mantenidos en las Cuentas Directas del Banco de España aumentaron un 10% en 2007 y se situaron al final de dicho año en 6.641 millones de euros. Este crecimiento ha sido el resultado de un significativo avance —cifrado en el 24,6%— en los saldos registrados de letras del Tesoro y de un moderado descenso —de un 0,4%— en los correspondientes a bonos y obligaciones.

Al final de 2007, los saldos de bonos y obligaciones ascendían a 3.518 millones de euros y representaban el 53% de los saldos mantenidos en las Cuentas Directas del Banco de España, cinco puntos porcentuales menos que en 2006. Por su parte, las tenencias de letras del Tesoro mantenidas en este sistema, que se situaban en 3.123 millones de euros, representaban el 47% restante.



FUENTE: Banco de España.

- a. A diferencia del criterio utilizado en el gráfico anterior, se ha separado el Banco de España del sistema crediticio.
- b. Porcentajes sobre saldos vivos.

Con estas cifras, el Banco de España era, al cierre de 2007, la sexta entidad gestora por tamaño de los saldos registrados, lo que representa una subida de dos lugares en esta clasificación. En el caso de las letras del Tesoro, era la segunda entidad con mayores saldos registrados a favor de terceros, mientras que, en el caso de los bonos y obligaciones, se encontraba en la duodécima plaza.

5 OTROS EMISORES

5 Otros emisores

En el año 2007 se produjo una disminución de 625 millones de euros en el saldo de deuda anotada de emisores distintos del Estado en la Central de Anotaciones, básicamente como consecuencia de la caída del saldo registrado por los emisores distintos de las Comunidades Autónomas. En efecto: mientras que estas registraron una emisión neta de 6 millones de euros, el saldo del resto de emisores se redujo en 631 millones de euros. Esta disminución del saldo vivo tuvo su reflejo en una menor contratación en el mercado secundario, que se redujo un 20% con respecto al año anterior. Este descenso se explica, principalmente, por la caída en la negociación de operaciones *repo*, que aglutina la mayor parte de la actividad del mercado.

5.1 Mercado primario

Al final de 2007, el saldo de deuda de Comunidades Autónomas y otras instituciones públicas anotado en la Central de Anotaciones se situó en 16.961 millones de euros, lo que representa una disminución de 625 millones de euros con respecto al ejercicio anterior. Esta emisión neta se compone de un aumento de 6 millones de euros en el saldo anotado por las Comunidades Autónomas, y de una disminución de 631 millones de euros en el anotado por otras instituciones públicas (véase cuadro 5.1).

La totalidad de la emisión bruta, 2.438 millones de euros, correspondió a deuda autonómica, de la cual se amortizaron 2.432 millones de euros. Por su parte, en el caso de las otras instituciones públicas no se realizaron nuevas emisiones, mientras que la amortización se elevó a 631 millones de euros.

Por Comunidades Autónomas, destacan las amortizaciones netas de las comunidades de Valencia y Galicia, cifradas en 333 millones y 202 millones de euros, respectivamente. En el caso de la Comunidad Valenciana, estas amortizaciones permitieron cancelar la totalidad del saldo que tenía en circulación a finales del ejercicio precedente. También contribuyeron negativamente a la emisión neta total las comunidades de Navarra y Baleares, con descensos en sus saldos de 30 millones y de 23 millones de euros, respectivamente. Por el contrario, entre las Comunidades Autónomas que han permitido compensar estas caídas, resaltan las comunidades de Canarias y de Castilla-La Mancha, ambas con un aumento de 150 millones de euros en su saldo. Igualmente, las comunidades de Andalucía, Aragón, Madrid y Castilla y León contribuyeron con emisiones netas positivas de 129 millones, 80 millones, 52 millones y 33 millones de euros, respectivamente. Por último, la Comunidad de Murcia, al igual que ya ocurriera en 2006, no ha realizado emisiones ni ha amortizado deuda, con lo que su saldo anotado no ha variado.

Por volumen de emisión bruta, Andalucía fue la comunidad autónoma que emitió por mayor importe en 2007. A pesar de que sus emisiones se elevaron a 1.307 millones de euros, su emisión neta ascendió a 129 millones de euros, dado que debió afrontar amortizaciones de deuda por importe de 1.178 millones de euros. A continuación, los volúmenes de emisión bruta más importantes se registraron en las comunidades de Madrid, Galicia y Canarias. Son precisamente las cuatro Comunidades Autónomas citadas en este párrafo las que registraban los mayores saldos de deuda anotada al finalizar el año 2007.

Por último, respecto a la deuda registrada en la Central de Anotaciones por parte de otras instituciones públicas, hay que señalar que la única variación registrada en 2007 la constituyen las amortizaciones de deuda anotada por el Instituto de Crédito Oficial (ICO), por importe de 631 millones de euros. De este modo, el saldo de esta entidad se situó en 460 millones de

Mercado primario. Año 2007

Millones de euros

	SALDO EN CIRCULACIÓN 31.12.2006	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN 31.12.2007
Total	17.586	2.438	3.063	-625	16.961
Comunidades Autónomas	15.943	2.438	2.432	6	15.949
<i>Andalucía</i>	4.752	1.307	1.178	129	4.881
<i>Aragón</i>	571	80	—	80	651
<i>Baleares</i>	463	—	23	-23	440
<i>Canarias</i>	1.000	200	50	150	1.150
<i>Cantabria</i>	0	—	—	—	0
<i>Castilla y León</i>	704	110	77	33	737
<i>Castilla-La Mancha</i>	688	150	—	150	838
<i>Galicia</i>	2.467	200	402	-202	2.265
<i>Madrid</i>	3.957	391	339	52	4.009
<i>Murcia</i>	367	—	—	0	367
<i>Navarra</i>	641	—	30	-30	611
<i>Valencia</i>	333	—	333	-333	0
Otras instituciones públicas	1.643	0	631	-631	1.012
<i>ICO</i>	1.091	—	631	-631	460
<i>INI</i>	120	—	—	—	120
<i>RTVE</i>	180	—	—	—	180
<i>RENFE</i>	252	—	—	—	252

FUENTE: Banco de España.

euros al cierre del ejercicio. En relación con el resto de entidades, hay que señalar que los saldos anotados por el Instituto Nacional de Industria (INI), Radiotelevisión Española (RTVE) y la Red Nacional de Ferrocarriles Españoles (RENFE) cerraron el ejercicio en 120 millones, 180 millones y 252 millones de euros, respectivamente.

5.2 Mercado secundario

En 2007, la negociación de deuda de Comunidades Autónomas y otras instituciones públicas en el mercado secundario se elevó a 56.222 millones de euros, lo que supone una rebaja del 20% con respecto a la observada en 2006, que se situó en 70.317 millones de euros.

Esta disminución tuvo lugar en los dos ámbitos de negociación del mercado. Por un lado, la contratación de gestoras con terceros alcanzó los 55.907 millones de euros, lo que representa una disminución del 19,7% con respecto al año anterior. Por otro lado, la operativa entre titulares de cuenta fue de 315 millones de euros, importe un 54,5% inferior al registrado el año anterior.

Del volumen total negociado en el conjunto del mercado en 2007, un 78,2% se concentró en la operativa con bonos y obligaciones de Comunidades Autónomas, un 21,4% en la operativa con pagarés y, finalmente, el 0,4% restante correspondió a la negociación con bonos y obligaciones de otras instituciones públicas. En cuanto a la evolución de cada uno de estos segmentos, tanto la operativa con bonos y obligaciones de Comunidades Autónomas como la realizada con deuda de otras instituciones públicas registraron descensos respectivos del

Mercado secundario. Volúmenes negociados

Millones de euros

	CONJUNTO DEL MERCADO		ENTRE TITULARES				GESTORAS CON TERCEROS				
	TOTAL	CONTADO	PLAZO	REPOS	SIMULTÁNEAS	TOTAL	CONTADO	PLAZO	REPOS	SIMULTÁNEAS	
1998	77.519	24.028	2.681	397	397	20.555	53.490	8.805	709	35.027	8.949
1999	63.661	2.740	1.766	65	3	906	60.921	4.829	475	53.999	1.618
2000	46.550	1.261	957	48	—	256	42.289	4.132	15	40.693	449
2001	65.405	2.211	840	23	16	1.332	63.194	4.373	32	58.748	41
2002	63.789	1.947	1.002	4	—	941	61.842	5.011	1	56.751	79
2003	60.300	878	449	40	—	388	59.422	5.501	60	53.819	43
2004	72.874	577	407	150	—	20	72.297	5.456	80	66.711	51
2005	71.704	370	242	118	—	10	71.334	4.992	4	66.338	—
2006	70.317	692	484	173	—	22	69.625	5.161	180	64.260	24
Total 2007	56.222	315	218	—	—	97	55.907	4.385	40	51.472	10
Bonos y obligaciones	44.219	310	218	—	—	92	43.909	4.086	40	39.773	10
<i>De Comunidades Autónomas</i>	43.974	291	214	—	—	77	43.683	3.977	—	39.696	10
<i>De otras instituciones públicas</i>	245	19	4	—	—	15	226	109	40	77	—
Pagarés	12.003	5	—	—	—	5	11.998	299	—	11.699	—

FUENTE: Banco de España.

28,4% y del 8,6%. En contraste, el volumen de negociación a través de pagarés finalizó el año 2007 con un crecimiento de más de un 38% en su volumen de contratación.

A la disminución del volumen de contratación entre titulares de cuenta contribuyeron los tres segmentos de negociación, destacando la reducción de la operativa con bonos y obligaciones autonómicos, con un descenso del 56% con respecto al año anterior. Por su parte, la contratación entre titulares con pagarés, así como la de bonos y obligaciones de otras instituciones públicas, registraron descensos respectivos del 5% y del 54,5% al cierre de 2007, si bien ambas magnitudes representan, en términos absolutos, valores escasamente representativos.

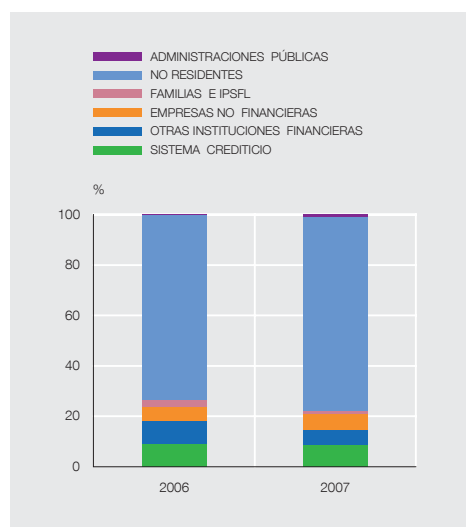
Entre los titulares de cuenta, la operativa al contado con bonos y obligaciones autonómicos fue la partida más significativa: su importe en 2007 alcanzó los 214 millones de euros, un 54% menos que en el ejercicio anterior. Por el contrario, el importe negociado en operaciones simultáneas se multiplicó por más de cuatro, tratándose, sin embargo, de una cifra comparativamente poco significativa.

El grueso de la actividad del mercado secundario de otros emisores se concentra en el segmento de gestoras con terceros. Su volumen de contratación en 2007 fue de 55.907 millones de euros, lo que representa un 99,4% de la contratación total. Respecto al importe negociado el año anterior, estas cifras suponen una caída del 19,7%.

La negociación en el segmento de gestoras con terceros se instrumenta principalmente a través de la operativa con *repos*. De esta forma, en 2007 el volumen total de *repos* cruzado en este ámbito ascendió a 51.472 millones de euros. Este volumen, que representa más de un 92% del total de la negociación en este segmento, supone un descenso del 20% en relación con la contratación del año anterior.

DEUDA DE COMUNIDADES AUTÓNOMAS Y OTROS EMISORES
DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL DE SALDOS REGISTRADOS

GRÁFICO 5.1



FUENTE: Banco de España.

El 77% del total de la negociación vía *repos* entre gestoras y clientes se realizó con bonos y obligaciones de Comunidades Autónomas, hasta alcanzar un importe de 39.696 millones de euros en 2007. El descenso registrado en esta partida, un 29%, explica en gran medida el retroceso experimentado por el segmento de gestoras con terceros. En la operativa en *repos* con bonos y obligaciones de otras instituciones públicas, el volumen cruzado descendió un 54,7%; mientras, el volumen negociado de *repos* sobre pagarés se incrementó en un 43%, hasta alcanzar los 11.699 millones de euros al cierre de 2007.

Por su parte, la operativa al contado entre gestoras y terceros, que representó un escaso 7,8% del total de este segmento de mercado, registró en 2007 un descenso del 15% y totalizó un importe de 4.385 millones de euros.

Como resumen, basta señalar que la tendencia decreciente de la negociación con deuda de otros emisores se ha visto confirmada en 2007. La reducción observada se concentró en las áreas más significativas de negociación: las operaciones al contado entre titulares y las operaciones *repo* con terceros.

5.3 Distribución por inversores

La distribución relativa del saldo registrado total de deuda de Comunidades Autónomas y otras instituciones públicas entre diferentes grupos de inversores refleja, al cierre del ejercicio 2007, un perfil muy similar al mostrado en el ejercicio anterior, como se observa en el gráfico 5.1. En él se aprecia la importancia mantenida por las carteras registradas a nombre de inversores no residentes, que representaron, al cierre de 2007, un 76,7% del saldo total, situándose en 13.013 millones de euros, lo que supone un ligero crecimiento, del 1,3%, con respecto al importe alcanzado en 2006.

Al mismo tiempo, se ha producido un ligero avance en el peso relativo de las carteras de empresas no financieras, pues aumentó desde el 5,5% de 2006 hasta el 6,3% en 2007. Asimismo, el peso de la cartera registrada por las Administraciones Públicas se incrementó, pasando del 0,3% en 2006 al 0,9% en 2007.

Por el contrario, las tenencias del sistema crediticio se redujeron en 2007, acabando su peso relativo sobre el saldo vivo en un 8,8%. A pesar de este descenso, este grupo de inversores

sigue siendo el segundo grupo más importante, en términos de carteras registradas, por detrás del sector no residente.

Por lo que respecta a los restantes grupos de inversores, sus participaciones en el saldo vivo disminuyeron. En efecto: las tenencias de otras instituciones financieras bajaron desde un 9,1% en 2006 hasta un 5,9% en 2007, mientras que en las correspondientes a familias e instituciones sin ánimo de lucro se redujeron desde el 2,9% hasta el 1,2%.

Como viene sucediendo en los últimos años, la casi práctica totalidad del volumen de las carteras registradas por el grupo de inversores no residentes se mantenía a vencimiento al cierre de 2007. Por su parte, el sistema crediticio, sin incluir el Banco de España, mantenía una cartera a vencimiento superior a la registrada, incorporando una posición de venta temporal por un importe de 1.240 millones de euros.

Dicha posición se compensaba principalmente con las compras temporales del Banco de España (332 millones de euros), al usar estos activos como garantía de operaciones de política monetaria, de otras instituciones financieras (329 millones de euros), de las empresas no financieras (439 millones de euros) y de las familias e instituciones sin fines de lucro (145 millones de euros).

6 SUPERVISIÓN DEL SISTEMA

6 Supervisión del sistema

En el transcurso del ejercicio 2007, la supervisión del mercado de deuda pública llevada a cabo por el Banco de España se centró en la inspección de cuatro entidades, dos de las cuales eran entidades gestoras y otras dos, titulares de cuentas. Los saldos registrados por cuenta de terceros por el conjunto de las entidades inspeccionadas, directamente o a través de la gestora correspondiente, representaron el 1,36% del saldo total en manos de terceros en la Central de Anotaciones.

En general, la inspección de estas entidades detectó un conjunto de deficiencias de poca relevancia, similares a las ya encontradas en ejercicios anteriores, por lo que puede decirse que el mercado se desarrolla en un entorno de gran fiabilidad en todos los ámbitos analizados.

En la supervisión relacionada con el control interno de las operaciones se detectó, en una de las entidades, una relativa escasez de medios técnicos y humanos, así como ciertas deficiencias en el control contable de las operaciones de deuda pública con terceros. Asimismo, en otra entidad también se detectó una significativa escasez de medios técnicos y humanos, aunque esta se vio soslayada por los buenos medios disponibles de la entidad gestora que registraba sus operaciones con terceros.

En cuanto a los aspectos registrales y de comunicación de las operaciones a Iberclear, si bien en tres de las entidades supervisadas se detectaron códigos de actividad erróneos en algunas de las operaciones, solo en una de ellas dichos errores pueden considerarse significativos. Asimismo, en una entidad se detectó la ausencia del código identificativo de la orden en varias operaciones. Además, una entidad presentó errores tanto en la comunicación del tipo de operación de alta como en el campo de la entidad intermediadora.

En lo relativo a los aspectos contables, fue donde la inspección detectó una mayor variedad de errores e incidencias. Así, se identificaron errores, aunque de escasa relevancia, en la valoración de la cartera propia por parte de una de las entidades inspeccionadas. En otra entidad se observaron ciertas irregularidades tanto en la sectorización de las operaciones temporales como en la contabilización en cuentas patrimoniales de pasivo de operaciones que aún estaban pendientes de ejecución, figurando estas contabilizadas en fecha distinta a la de su fecha valor. Igualmente, en dos entidades se observó una incorrecta contabilización de operaciones en cuentas de orden, reservadas estas a cuentas de terceros; en un caso, se trataba de operaciones de la cartera propia de la entidad y, en otro, de operaciones con otro titular de cuenta. En el caso de una entidad, se identificó que no estaba incluyendo el cupón devengado en el valor de los activos de terceros. Por último, se detectó en tres de las entidades inspeccionadas la incorrecta contabilización de ciertas operaciones *repo* contratadas con terceros, en las que el efectivo aportado por el cliente no coincidía con el efectivo de mercado de los valores transmitidos a este.

En estas últimas operaciones, ninguna de las tres entidades comunicaba a los clientes la naturaleza real del conjunto de la operación, es decir, qué parte estaba respaldada por deuda pública y qué parte no lo estaba. Esta deficiencia se incluye entre las que afectan a la política de transparencia y de protección del inversor a la que están obligadas las entidades que operan en el mercado. En este mismo ámbito de transparencia y protección al inversor, en dos entidades se observó que no hacían entrega del documento contractual correspondiente a

algunas operaciones. En el caso de otra entidad, se detectaron deficiencias en la formulación jurídica de los contratos y, en el caso de operaciones *repo*, estos no reflejaban fielmente todas las condiciones intrínsecas de la operación.

En cuanto al proceso de circularización que se realiza normalmente con los clientes, este se llevó a cabo en las cuatro entidades inspeccionadas. Del mismo se recibió un 33% de respuestas de los clientes en las que todas mostraban su conformidad con el servicio prestado, con la excepción de dos casos, ocurridos cada uno con una entidad distinta, y ambos fueron resueltos por la entidad correspondiente.

Por otra parte, durante 2007 se presentaron en el Servicio de Reclamaciones del Banco de España ocho reclamaciones relacionadas con deuda pública. De ellas, cuatro se dirigían al Banco de España en su papel de entidad gestora, y las cuatro restantes hacían referencia a otras entidades gestoras.

Entre las que se dirigían al Banco de España, en calidad de entidad gestora, dos reflejaban la discrepancia del cliente con el precio aplicado en el reembolso de las letras del Tesoro. En otra ocasión, el cliente reclamaba no haber recibido la carta-solicitud de reinversión. Estos tres casos fueron resueltos directamente por el Servicio de Reclamaciones, documentando la correcta actuación del Banco de España. Por último, un cliente tan solo solicitaba información sobre las cuentas directas a su nombre mantenidas en el Banco de España; en este caso, se contestó detallando los datos solicitados de que dispone el Servicio de Cuentas Directas.

De las cuatro reclamaciones contra otras entidades gestoras, dos se debieron a las comisiones cobradas por dichas entidades en operaciones con deuda pública; en uno de los casos, se resolvió con un informe favorable al reclamante y, en el otro, con un informe a favor de la entidad. Otra reclamación no cumplió con el requisito de remitir la información que se le solicitó, por lo que el expediente tuvo que archivarse. Por último, un cliente demandaba información sobre una suscripción de letras del Tesoro realizada en el año 1989; en este caso, la entidad gestora no pudo facilitar la información solicitada, como consecuencia del largo tiempo transcurrido.

7 Innovaciones

Como en años anteriores, la deuda pública española ha mostrado en 2007 un comportamiento positivo. La buena posición comparativa de la economía española frente a sus competidores europeos, unida a la máxima calificación crediticia otorgada por las principales agencias de calificación del riesgo de crédito, sostuvo su buena valoración por parte de los mercados financieros. De hecho, su rentabilidad, medida por la de las obligaciones del Estado a diez años, se mantuvo, en media, 2 pb por debajo de la registrada para el conjunto del área del euro.

En cuanto a la política de emisión del Tesoro en 2007, hay que destacar que, en general, las emisiones fueron sensiblemente inferiores a las previstas inicialmente en la estrategia de emisión para el conjunto del año, lo cual fue posible gracias a la favorable evolución de los ingresos públicos.

Atendiendo al tipo de instrumento, fue en el segmento de las obligaciones del Estado donde se concentró el recorte de emisiones en 2007, teniendo como principal novedad el lanzamiento de una nueva referencia a treinta años, emitida mediante el procedimiento de sindicación, con un volumen de 4.000 millones de euros. Además, la comentada buena evolución de las finanzas públicas permitió retrasar el lanzamiento de una nueva obligación a diez años hasta 2008. En el segmento de bonos del Estado, por su parte, el Tesoro optó por dar liquidez en el mercado primario a una única referencia, lanzando solamente un nuevo bono a cinco años. En el segmento de letras del Tesoro, se inició un cambio en el esquema de mercado, que se completará en 2008, al subastarse por última vez una letra a dieciocho meses en el mes de enero de 2007. Desde entonces, el Tesoro solo ha emitido regularmente letras a doce meses, marcando una nueva dinámica en este mercado, que estará regida por un núcleo formado por subastas mensuales de letras a doce meses, acompañado por subastas de letras a corto plazo a finales de año. El objetivo de esta reforma es que las letras a plazos cortos funcionen como compensadoras de la estacionalidad de la tesorería del Estado, ya que es precisamente en los últimos meses del año donde se concentran los mayores pagos del Estado y, sin embargo, las emisiones de deuda son menores. Además, se deja abierta la posibilidad de emitir letras a muy corto plazo para cubrir necesidades puntuales de tesorería. Por último, dado el descenso de las necesidades de financiación, durante 2007 no se realizaron emisiones en divisas.

En lo que se refiere a la organización de los mercados de valores españoles en general y al de deuda pública en particular, 2007 no fue un año en que se introdujeran muchos cambios. Las únicas novedades a este respecto tienen que ver con la promulgación de dos reales decretos que modificaron la estructura y el régimen jurídico de las sociedades que gestionan mercados secundarios de valores y las sociedades que administran sistemas de registro, compensación y liquidación de valores.

Por un lado, el Real Decreto 361/2007, de 16 de marzo, desarrolló reglamentariamente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de la participación en el capital de las sociedades mencionadas. Los principales cambios introducidos¹ hicieron referencia al

1. La Ley 12/2006 ya había modificado determinados artículos de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, con el objeto de dar mayor flexibilidad y aclarar el régimen de las entidades titulares del capital de las sociedades que gestionan mercados secundarios de valores y las que administran sistemas de registro, compensación y liquidación de valores.

establecimiento de normas especiales para los poseedores de participaciones significativas o de control en las sociedades administradoras de mercados secundarios y sistemas de registro, compensación y liquidación de valores. A este respecto, la Ley 24/1988 establecía que era el Gobierno el que debería autorizar la adquisición o la enajenación de una participación de control en dichas sociedades, siendo este Real Decreto el que concretó qué información sería necesario facilitar para fundamentar dicha autorización. Entre otros aspectos, se debería informar sobre otras participaciones del adquirente en sociedades análogas, sus actividades en los mercados financieros y la estrategia para el mercado en cuestión. También sería necesario un informe de la entidad o entidades propietarias hasta ese momento de la participación de control.

Asimismo, desde la entrada en vigor de este Real Decreto la participación en el capital de este tipo de sociedades está sujeta a las mismas reglas de participaciones significativas previstas en la Ley 24/1988 para las empresas de servicios de inversión, con algunas especificidades determinadas en este Real Decreto. De este modo, el ministro de Economía y Hacienda podrá oponerse a la adquisición de una participación significativa cuando el grado o el tipo de influencia del adquirente comprometa el buen funcionamiento de los mercados o para evitar distorsiones en los mismos, así como por no darse un trato equivalente a las entidades españolas en el país de origen del adquirente, o de quien controle, directa o indirectamente, al adquirente. Además, en la adquisición de una participación significativa en el capital de la sociedad igual o superior al 1%, pero inferior al 5%, se entenderá que la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) no se opone a la misma si no se pronuncia dentro de los diez días hábiles siguientes a aquel en que haya sido informada o desde el momento en que se complete la información adicional que, en su caso, la CNMV haya requerido. También se facultó a este organismo para pedir la información que considere necesaria sobre el accionariado de estas sociedades, así como de las sociedades que ostenten una participación de control en todas o alguna de ellas. Por último, dichas entidades deberán respetar ciertas condiciones para la introducción de limitaciones a los derechos que atribuya la participación en su capital y, cuando les sean aplicables, deberán cumplir también las condiciones recogidas por la Ley 24/1988 para ofertas públicas de adquisición y comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas.

Por otro lado, el Real Decreto 363/2007, de 16 de marzo, surgió con el objetivo de actualizar el régimen jurídico de las sociedades rectoras de las bolsas de valores, de la Sociedad de Bolsas y de Iberclear. Para ello modificó el Real Decreto 726/1989, de 23 de junio, sobre sociedades rectoras y miembros de las bolsas de valores, Sociedad de Bolsas y Fianza Colectiva; el Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre, por el que se regulan los mercados oficiales de futuros y opciones; y el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones y compensación y liquidación de operaciones bursátiles. El resultado de estas modificaciones fue el siguiente:

- (i) Quedaron clarificados los motivos para oponerse al nombramiento de los miembros del consejo de administración de las sociedades afectadas, concretándolos en la no concurrencia de los requisitos de honorabilidad profesional y de conocimientos y experiencia que se exigen a los miembros del consejo de administración de una empresa de servicios de inversión en la Ley 24/1998.
- (ii) Se flexibilizó el régimen económico de las sociedades afectadas, que no tendrían que volver a someter su presupuesto anual a la aprobación de la CNMV o,

en su caso, de la comunidad autónoma correspondiente, ni el organismo regulador podrá imponer modificaciones en el mismo².

- (iii) Se introdujeron modificaciones en los mecanismos de aseguramiento de la entrega de valores y, en concreto, en el régimen de los préstamos de valores vinculados de Iberclear, para evitar el posible efecto de inflación transitoria de títulos en ciertos supuestos de liquidación de operaciones de compra-venta de valores.
- (iv) Se encomendó a Iberclear el establecimiento de los procedimientos de prevención de demoras en la entrega de aquellos valores cuyas características, número y tipo de operaciones, incidencias surgidas y otras circunstancias relevantes así lo aconsejasen. Dichos procedimientos podrían incluir tanto plazos y requisitos especiales para la tramitación y liquidación de las operaciones sobre esos valores como registros diferenciados de los valores cuya entrega se hubiese comprometido, o sistemas de resolución de las discrepancias que pudieran surgir en la liquidación de las operaciones, incluyendo las prestaciones sustitutorias de las obligaciones incumplidas y las indemnizaciones a las entidades perjudicadas con cargo al efectivo de las operaciones en cuestión y a las penalizaciones impuestas a las entidades incumplidoras. Del mismo modo, se podrían establecer sistemas diferenciados para asegurar la entrega de los valores que figurasen en las cuentas de las entidades participantes en el Registro Central y de aquellos otros anotados en las cuentas de los registros contables de detalle a cargo de dichas entidades.
- (v) Se actualizó el régimen económico y jurídico de las entidades adheridas a Iberclear, así como los requisitos de adhesión al sistema, que serían determinados por el ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, por la CNMV.

Por último, en 2007 tuvo lugar otra modificación de la regulación del mercado español de deuda pública. El Banco de España, con su Circular 2/2007, de 26 de enero, del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, dio respuesta a la disposición transitoria primera de la Ley 44/2002, de medidas de reforma del sistema financiero. En este sentido, una vez que Iberclear había asumido sus funciones, entre ellas la gestión del sistema de registro y liquidación de valores admitidos a negociación en el mercado de deuda pública, esta Circular vino a integrar y sistematizar aquellos aspectos relacionados con la negociación y contratación en dicho mercado. Para ello, derogó totalmente once circulares y parcialmente otra, y reguló las obligaciones de información de los titulares de cuenta y entidades gestoras, que deberían tener a disposición del Banco de España información sobre su situación financiera y medios necesarios a su condición profesional. De igual manera, definió y clarificó las operaciones de mercado, todas ellas recogidas en la normativa anterior. Así, distinguió, en primer lugar, las compraventas simples al contado y a plazo, siendo las primeras aquellas que se ejecutan como máximo en un plazo de cinco días, y las segundas, en un plazo superior. En segundo lugar, distinguió las modalidades de operaciones dobles: compraventas con pacto de recompra (*repos*) y compra-

2. No obstante, la CNMV o, en su caso, la comunidad autónoma correspondiente mantienen la potestad de aprobar las tarifas de estas entidades, a las que podrán establecer excepciones o limitaciones a los precios máximos de esos servicios cuando puedan afectar a la solvencia financiera de las sociedades rectoras, provocar consecuencias perturbadoras para el desarrollo del mercado de valores o contrarias a los principios que lo rigen, o introducir discriminaciones injustificadas entre los distintos miembros de la bolsa.

ventas simultáneas³. Respecto a las primeras, las clasificó en compraventas con pacto de recompra en fecha fija⁴ y compraventas con pacto de recompra a la vista⁵.

Como principal novedad, dado su escaso volumen de negociación, la Circular eliminó la posibilidad de formalizar *repos* entre titulares de cuenta, limitando la operativa de los mismos, por tanto, a operaciones de compraventa simples al contado o a plazo y a operaciones simultáneas. En cualquier caso, los titulares de cuenta pueden seguir contratando con terceros todas las operaciones mencionadas, aunque con las siguientes particularidades:

- (i) El importe nominal mínimo que se ha de contratar en las operaciones de compraventa a plazo con deuda pública anotada, ya sean simples o simultáneas, pasó de 60.000 a 100.000 euros. No obstante, también pueden realizarse operaciones por importe inferior, siempre que se formalicen en los contratos tipo recogidos en la Orden Ministerial de 25 de octubre de 1995, que desarrolla parcialmente el Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios.
- (ii) En lo referente a la transparencia y publicidad en las operaciones con terceros, cuando la entidad actúe ofreciendo contrapartida en nombre propio, todas las condiciones de la operación deberán ser concretadas y cerradas en el momento de la contratación, quedando obligada a cotizar públicamente en términos de tasa anual equivalente; incluyendo, en su caso, las comisiones establecidas por las entidades para cada tipo de operación. Cuando la entidad actúe por cuenta ajena, las condiciones de la operación se estipularán en términos de un precio o tipo de interés de referencia —que podrá referirse a la fecha valor de la operación— y de la comisión que sobre el mismo se convenga. Así, desde la entrada en vigor de la Circular, que se produjo el 1 de marzo de 2007, las entidades tienen que entregar al comitente una copia del documento en que se formalice la orden de inversión en deuda pública. Además, la liquidación del efectivo deberá coincidir con la fecha valor de transmisión de los valores.

3. Las compraventas simultáneas son aquellas en las que se contratan, al mismo tiempo, dos compraventas de valores de sentido contrario, realizadas ambas con valores de idénticas características y por el mismo importe nominal, pero con distinta fecha de ejecución. Ambas compraventas podrán ser: al contado con diferentes fechas de liquidación, a plazo, o la primera al contado y la segunda a plazo. 4. Las compraventas con pacto de recompra en fecha fija son aquellas en las que el titular de los valores los vende hasta la fecha de amortización, conviniendo simultáneamente la recompra de valores de idénticas características y por igual valor nominal, en una fecha determinada e intermedia entre la de venta y la de amortización más próxima, aunque esta sea parcial o voluntaria. 5. Las compraventas con pacto de recompra a la vista son aquellas en que, en el momento de la contratación, se estipulen el precio y la fecha de transmisión de la compraventa inicial y se fije el período durante el que el comprador-vendedor tiene la opción de exigir la recompra en las condiciones que deberán quedar establecidas en el mismo acto de contratación.

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 Rotación de la deuda del Estado
- A.13 Distribución por inversores de la deuda del Estado. Carteras registradas
- A.14 Distribución por inversores de la deuda del Estado. Carteras a vencimiento
- A.15 Distribución por inversores de la deuda de otros emisores. Carteras registradas
- A.16 Distribución por inversores de la deuda de otros emisores. Carteras a vencimiento

LETRAS DEL TESORO A SEIS MESES

CUADRO A.1

Año 2007

Millones de euros y %					
	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2006				0,0	
Total 2007	3.088,7	0,0	3.088,7		
Enero	—	—	—	—	—
Febrero	—	—	—	—	—
Marzo	—	—	—	—	—
Abril	—	—	—	—	—
Mayo	—	—	—	—	—
Junio	—	—	—	—	—
Julio	—	—	—	—	—
Agosto	571,6	—	571,6	571,6	4,170
Septiembre	590,9	—	590,9	1.162,5	4,000
Octubre	634,4	—	634,4	1.796,9	4,049
Noviembre	582,4	—	582,4	2.379,3	3,985
Diciembre	709,4	—	709,4	3.088,7	4,015

FUENTE: Banco de España.

(a) Dato de la última subasta de cada mes.

LETRAS DEL TESORO A DOCE MESES

CUADRO A.2

Año 2007

Millones de euros y %					
	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2006				10.413,7	
Total 2007	23.015,8	11.163,7	11.852,2		
Enero	750,0	—	750,0	11.163,7	3,842
Febrero	1.419,6	1.933,1	-513,5	10.650,2	3,900
Marzo	2.220,6	—	2.220,6	12.870,8	3,954
Abril	1.654,6	1.923,4	-268,8	12.602,0	4,089
Mayo	2.148,5	—	2.148,5	14.750,5	4,208
Junio	1.676,4	1.927,7	-251,3	14.499,1	4,328
Julio	2.026,9	—	2.026,9	16.526,0	4,425
Agosto	2.283,0	1.884,9	398,1	16.924,1	4,270
Septiembre	2.004,4	—	2.004,4	18.928,5	4,052
Octubre	2.262,1	1.796,8	465,3	19.393,8	4,144
Noviembre	2.250,0	—	2.250,0	21.643,8	3,949
Diciembre	2.319,8	1.697,7	622,0	22.265,8	4,114

FUENTE: Banco de España.

a. Dato de la última subasta de cada mes.

LETRAS DEL TESORO A DIECIOCHO MESES

CUADRO A.3

Año 2007

Millones de euros y %

	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2006				20.887,2	
Total 2007	866,2	14.663,5	-13.797,3		
Enero	866,2	—	866,2	21.753,5	3,905
Febrero	—	2.575,6	-2.575,6	19.177,9	—
Marzo	—	—	—	19.177,9	—
Abril	—	2.374,0	-2.374,0	16.803,8	—
Mayo	—	—	—	16.803,8	—
Junio	—	2.448,1	-2.448,1	14.355,7	—
Julio	—	—	—	14.355,7	—
Agosto	—	2.560,0	-2.560,0	11.795,7	—
Septiembre	—	—	—	11.795,7	—
Octubre	—	2.311,6	-2.311,6	9.484,1	—
Noviembre	—	—	—	9.484,1	—
Diciembre	—	2.394,2	-2.394,2	7.089,9	—

FUENTE: Banco de España.

a. Dato de la última subasta de cada mes.

BONOS DEL ESTADO A TRES AÑOS

CUADRO A.4

Año 2007

Millones de euros y %

	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2006				22.672,0	
Total 2007	1.684,9	12.752,3	-11.067,4		
Enero	—	—	—	22.672,0	—
Febrero	1.684,9	—	1.684,9	24.356,8	3,951
Marzo	—	—	—	24.356,8	—
Abril	—	—	—	24.356,8	—
Mayo	—	—	—	24.356,8	—
Junio	—	—	—	24.356,8	—
Julio	—	12.752,3	-12.752,3	11.604,6	—
Agosto	—	—	—	11.604,6	—
Septiembre	—	—	—	11.604,6	—
Octubre	—	—	—	11.604,6	—
Noviembre	—	—	—	11.604,6	—
Diciembre	—	—	—	11.604,6	—

FUENTE: Banco de España.

a. Dato de la última subasta de cada mes.

BONOS DEL ESTADO A CINCO AÑOS

CUADRO A.5

Año 2007

Millones de euros y %					
	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2006				38.753,1	
Total 2007	8.775,6	12.000,4	-3.224,8		
Enero	3.500,2	—	3.500,2	42.253,3	4,006
Febrero	—	—	—	42.253,3	—
Marzo	1.919,8	—	1.919,8	44.173,1	3,949
Abril	—	—	—	44.173,1	—
Mayo	—	—	—	44.173,1	—
Junio	1.500,0	—	1.500,0	45.673,1	4,489
Julio	—	—	—	45.673,1	—
Agosto	—	—	—	45.673,1	—
Septiembre	1.855,6	—	1.855,6	47.528,7	4,197
Octubre	—	12.000,4	-12.000,4	35.528,3	—
Noviembre	—	—	—	35.528,3	—
Diciembre	—	—	—	35.528,3	—

FUENTE: Banco de España.

a. Dato de la última subasta de cada mes.

OBLIGACIONES DEL ESTADO A DIEZ AÑOS

CUADRO A.6

Año 2007

Millones de euros y %					
	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2006				123.445,9	
Total 2007	8.633,7	3.521,4	5.112,3		
Enero	1.735,2	—	1.735,2	125.181,1	4,105
Febrero	—	—	—	125.181,1	—
Marzo	1.482,4	3.521,4	-2.039,0	123.142,1	3,956
Abril	—	—	—	123.142,1	—
Mayo	—	—	—	123.142,1	—
Junio	—	—	—	123.142,1	—
Julio	2.103,0	—	2.103,0	125.245,1	4,649
Agosto	—	—	—	125.245,1	—
Septiembre	—	—	—	125.245,1	—
Octubre	—	—	—	125.245,1	—
Noviembre	1.851,3	—	1.851,3	127.096,4	4,263
Diciembre	1.461,8	—	1.461,8	128.558,2	4,049

FUENTE: Banco de España.

a. Dato de la última subasta de cada mes.

OBLIGACIONES DEL ESTADO A QUINCE AÑOS

CUADRO A.7

Año 2007

Millones de euros y %

	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2006				43.732,8	
Total 2007	0,0	0,0	0,0		
Enero	—	—	—	43.732,8	—
Febrero	—	—	—	43.732,8	—
Marzo	—	—	—	43.732,8	—
Abril	—	—	—	43.732,8	—
Mayo	—	—	—	43.732,8	—
Junio	—	—	—	43.732,8	—
Julio	—	—	—	43.732,8	—
Agosto	—	—	—	43.732,8	—
Septiembre	—	—	—	43.732,8	—
Octubre	—	—	—	43.732,8	—
Noviembre	—	—	—	43.732,8	—
Diciembre	—	—	—	43.732,8	—

FUENTE: Banco de España.

a. Dato de la última subasta de cada mes.

OBLIGACIONES DEL ESTADO A TREINTA AÑOS

CUADRO A.8

Año 2007

Millones de euros y %

	EMISIÓN BRUTA	AMORTIZACIÓN	EMISIÓN NETA	SALDO EN CIRCULACIÓN	TIPO MARGINAL (a) (%)
Diciembre 2006				35.470,4	
Total 2007	6.026,0	0,0	6.026,0		
Enero	—	—	—	35.470,4	—
Febrero	989,8	—	989,8	36.460,2	4,254
Marzo	—	—	—	36.460,2	—
Abril	—	—	—	36.460,2	—
Mayo	—	—	—	36.460,2	—
Junio	4.000,0	—	4.000,0	40.460,2	—
Julio	—	—	—	40.460,2	—
Agosto	—	—	—	40.460,2	—
Septiembre	1.036,2	—	1.036,2	41.496,4	4,702
Octubre	—	—	—	41.496,4	—
Noviembre	—	—	—	41.496,4	—
Diciembre	—	—	—	41.496,4	—

FUENTE: Banco de España.

a. Dato de la última subasta de cada mes.

EVOLUCIÓN DE LA CONTRATACIÓN DE LETRAS DEL TESORO

CUADRO A.9

mm de euros

	TOTAL	ENTRE TITULARES					GESTORAS CON TERCEROS				
		TOTAL	CONTADO	PLAZO	REPOS	SIMULTÁ-NEAS	TOTAL	CONTADO	PLAZO	REPOS	SIMULTÁ-NEAS
1998	1.928,7	348,1	39,8	1,4	284,9	22,0	1.580,6	60,8	0,4	1.515,8	3,6
1999	2.503,1	452,5	31,6	2,0	75,3	343,6	2.050,6	48,2	1,1	1.994,1	7,2
2000	2.508,2	428,1	21,8	1,7	42,4	362,2	2.080,1	57,7	0,4	1.993,2	28,8
2001	2.723,0	491,9	21,6	0,1	22,2	448,0	2.231,1	36,4	0,2	2.164,5	30,0
2002	2.237,7	225,3	14,8	0,0	9,2	201,3	2.012,4	25,3	0,0	1.985,2	1,9
2003	2.607,9	508,9	61,7	0,4	7,0	439,8	2.099,0	28,1	0,0	2.069,9	1,0
2004	2.273,3	472,5	84,8	0,4	2,0	385,3	1.800,8	30,1	0,2	1.768,7	1,8
2005	2.229,2	484,1	82,4	0,1	0,4	401,2	1.745,1	32,9	0,2	1.709,1	2,9
2006	1.695,6	480,9	63,9	0,5	0,0	416,5	1.214,7	29,1	0,0	1.185,3	0,3
2007	1.597,0	342,3	36,1	0,0	0,0	306,2	1.254,7	21,5	0,6	1.230,2	2,4

FUENTE: Banco de España.

EVOLUCIÓN DE LA CONTRATACIÓN DE BONOS Y OBLIGACIONES

CUADRO A.10

mm de euros

	TOTAL	ENTRE TITULARES					GESTORAS CON TERCEROS				
		TOTAL	CONTADO	PLAZO	REPOS	SIMULTÁ-NEAS	TOTAL	CONTADO	PLAZO	REPOS	SIMULTÁ-NEAS
1998	12.505,4	2.868,4	442,6	23,4	142,9	2.259,5	9.637,0	1.168,5	29,0	6.718,4	1.721,1
1999	10.563,0	2.829,5	459,0	6,8	49,1	2.314,6	7.733,5	1.256,6	26,3	5.588,4	862,2
2000	11.187,4	3.872,5	484,3	6,8	112,2	3.269,2	7.314,9	1.005,9	7,5	5.803,1	498,4
2001	13.386,7	5.165,3	770,1	15,0	62,7	4.317,5	8.221,4	1.197,6	7,0	6.397,3	619,5
2002	16.413,5	6.255,0	976,6	13,3	88,1	5.177,0	10.158,5	1.280,3	3,9	7.941,5	932,8
2003	18.383,7	7.208,1	878,1	18,7	58,5	6.252,8	11.175,6	1.265,7	42,1	8.764,0	1.103,8
2004	20.275,6	7.283,2	549,3	9,7	94,3	6.629,9	12.992,4	1.463,1	101,6	10.360,5	1.067,2
2005	19.705,4	7.236,5	479,2	9,5	69,3	6.678,5	12.468,9	1.725,7	291,5	9.394,5	1.057,2
2006	20.690,0	7.051,7	439,2	2,8	0,1	6.609,6	13.638,3	2.356,7	323,6	9.638,4	1.319,6
2007	20.798,2	7.179,8	415,7	0,9	—	6.763,2	13.618,4	2.689,1	290,7	9.446,7	1.191,9

FUENTE: Banco de España.

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
2002	183,8	12,5	7,9	1,0	—	3,6	171,3	7,7	0,2	161,8	1,6
2003	296,0	9,8	5,2	0,4	—	4,2	286,2	7,3	0,0	278,2	0,7
2004	284,7	24,9	3,1	0,5	—	21,3	259,8	6,2	0,3	252,7	0,6
2005	263,2	23,8	2,6	0,2	—	21,0	239,4	5,6	0,1	233,1	0,6
2006	233,7	11,2	4,9	0,3	—	6,0	222,5	9,5	0,8	211,9	0,3
2007	324,9	9,3	3,6	0,1	—	5,6	315,6	13,6	3,5	295,0	3,5

FUENTE: Banco de España.

ROTACIÓN DE LA DEUDA DEL ESTADO

Negociación total/saldo medio

	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL (a)	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Total	9,5	10,2	1,1	1,0	36,1	35,3	27,3	26,7	74,0	73,2
<i>Letras del Tesoro</i>	2,8	1,9	0,0	0,0	36,0	39,6	12,7	9,9	51,6	51,4
<i>Bonos y obligaciones</i>	11,1	12,2	1,3	1,1	38,4	37,1	31,6	31,2	82,5	81,6
<i>Principales y cupones</i>	0,7	0,7	0,1	0,1	9,7	12,0	0,3	0,4	10,7	13,2

FUENTE: Banco de España.

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

DISTRIBUCIÓN POR INVERSORES DE LA DEUDA DEL ESTADO. CARTERAS REGISTRADAS

CUADRO A.13

mm de euros y %

	LETRAS DEL TESORO				BONOS Y OBLIGACIONES				PRINCIPALES Y CUPONES			
	2006		2007		2006		2007		2006		2007	
	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%
Total	31,3	100,0	32,4	100,0	251,4	100,0	247,0	100,0	23,1	100,0	25,3	100,0
Sistema crediticio	4,7	15,0	3,2	10,0	11,4	4,5	16,0	6,5	0,4	1,8	0,4	1,7
<i>Banco de España</i>	2,2	7,0	1,7	5,1	6,4	2,5	7,5	3,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Bancos</i>	1,3	4,1	0,5	1,6	1,5	0,6	5,0	2,0	0,3	1,2	0,2	1,0
<i>Cajas de ahorros</i>	0,7	2,3	0,6	1,9	2,3	0,9	2,4	1,0	0,1	0,6	0,1	0,6
<i>Cooperativas</i>	0,5	1,6	0,4	1,1	0,6	0,2	0,6	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Resto</i>	0,0	0,0	0,1	0,2	0,6	0,3	0,4	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1
Otras instituciones financieras	12,2	38,8	13,9	42,8	68,8	27,4	66,9	27,1	10,9	47,2	11,8	46,6
<i>Fondos de inversión</i>	7,3	23,3	7,5	23,3	32,4	12,9	30,0	12,1	4,9	21,0	5,2	20,6
<i>Fondos de pensiones</i>	1,4	4,5	2,1	6,5	10,6	4,2	10,7	4,3	0,9	4,0	1,1	4,4
<i>Seguros</i>	1,0	3,1	1,2	3,7	19,8	7,9	18,8	7,6	5,1	22,0	5,4	21,4
<i>Resto</i>	2,5	7,9	3,0	9,3	5,9	2,4	7,5	3,1	0,1	0,2	0,1	0,3
Empresas no financieras	3,9	12,4	3,9	12,1	24,0	9,5	20,1	8,1	0,7	2,9	0,8	3,4
Familias	4,7	14,9	5,1	15,8	4,7	1,9	3,9	1,6	1,5	6,4	1,5	6,1
Administraciones Públicas	1,9	6,2	2,1	6,6	30,3	12,1	34,7	14,1	0,0	0,2	0,1	0,6
No residentes	3,9	12,5	4,1	12,8	112,3	44,7	105,3	42,6	9,6	41,4	10,6	41,7

FUENTE: Banco de España.

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

CUADRO A.14

mm de euros y %

	LETRAS DEL TESORO				BONOS Y OBLIGACIONES				PRINCIPALES Y CUPONES			
	2006		2007		2006		2007		2006		2007	
	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%
Total	31,3	100,0	32,4	100,0	251,4	100,0	247,0	100,0	23,1	100,0	25,3	100,0
Sistema crediticio	17,2	54,8	18,1	55,9	59,1	23,5	63,3	25,6	2,3	9,8	2,3	9,0
<i>Banco de España</i>	2,2	7,0	1,7	5,1	6,3	2,5	7,4	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Bancos</i>	7,6	24,4	10,9	33,7	18,6	7,4	19,5	7,9	1,1	4,9	1,1	4,2
<i>Cajas de ahorros</i>	6,5	20,6	4,8	14,6	29,9	11,9	35,7	14,5	1,1	4,7	1,2	4,6
<i>Cooperativas</i>	0,9	2,8	0,8	2,4	0,6	0,2	0,6	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1
<i>Resto</i>	0,0	0,0	0,0	0,1	3,7	1,5	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1
Otras instituciones financieras	5,8	18,7	5,1	15,8	29,8	11,9	29,9	12,1	9,4	40,9	9,7	38,5
<i>Fondos de inversión</i>	2,8	8,9	2,1	6,4	6,1	2,4	5,0	2,0	3,6	15,7	3,5	13,7
<i>Fondos de pensiones</i>	0,4	1,4	0,3	1,0	5,0	2,0	5,3	2,2	0,8	3,2	0,9	3,4
<i>Seguros</i>	0,5	1,4	0,3	1,0	15,9	6,3	15,7	6,4	5,0	21,7	5,3	21,0
<i>Resto</i>	2,2	7,0	2,4	7,4	2,8	1,1	3,8	1,6	0,1	0,3	0,1	0,3
Empresas no financieras	0,4	1,4	0,5	1,7	8,8	3,5	7,0	2,8	0,6	2,8	0,5	2,0
Familias	2,9	9,3	3,6	11,0	1,8	0,7	1,9	0,8	1,3	5,7	1,4	5,7
Administraciones Públicas	0,2	0,7	0,8	2,6	18,3	7,3	21,9	8,9	0,0	0,0	0,0	0,0
No residentes	4,7	15,1	4,2	13,0	133,7	53,2	123,0	49,8	9,4	40,9	11,4	44,9

FUENTE: Banco de España.

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

CUADRO A.15

Millones de euros y %

	DEUDA DE CCAA				OTRA DEUDA PÚBLICA				PAGARÉS			
	2006		2007		2006		2007		2006		2007	
	MILLONES	%	MILLONES	%	MILLONES	%	MILLONES	%	MILLONES	%	MILLONES	%
Total	15.612,6	100,0	15.629,1	100,0	1.644,0	100,0	1.012,6	100,0	329,9	100,0	318,8	100,0
Sistema crediticio	1.375,0	8,8	1.310,1	8,4	163,0	9,9	81,0	8,0	68,6	20,8	101,0	31,7
<i>Banco de España</i>	—	—	322,7	—	7,3	0,4	9,5	0,9	—	—	—	—
<i>Bancos</i>	1009,9	6,5	589,4	3,8	52,5	3,2	10,7	1,1	31,3	9,5	89,0	27,9
<i>Cajas de ahorros</i>	337,6	2,2	380,7	2,4	91,4	5,6	53,8	5,3	36,2	11,0	12,0	3,8
<i>Cooperativas</i>	20,9	0,1	17,3	0,1	11,1	0,7	7,0	0,7	1,2	0,4	0,0	0,0
<i>Resto</i>	7,2	0,0	7,2	0,0	0,6	0,0	0,6	0,1	—	—	—	—
Otras instituciones financieras	1.063,4	6,8	508,5	3,3	409,8	24,9	369,7	36,5	134,0	40,6	125,9	39,5
<i>Fondos de inversión</i>	436,7	2,8	208,4	1,3	27,6	1,7	22,7	2,2	107,9	32,7	114,0	35,8
<i>Fondos de pensiones</i>	121,1	0,8	139,7	0,9	31,0	1,9	30,0	3,0	25,3	7,7	11,3	3,5
<i>Seguros</i>	468,1	3,0	158,0	1,0	349,3	21,2	316,3	31,2	—	—	0,1	—
<i>Resto</i>	37,5	0,2	2,4	0,0	1,9	0,1	0,7	0,1	0,9	0,3	0,5	0,2
Empresas no financieras	727,1	4,7	916,8	5,9	167,6	10,2	121,5	12,0	70,3	21,3	36,2	11,4
Familias	165,1	1,1	196,3	1,3	339,8	20,7	12,7	1,3	2,4	0,7	0,4	0,1
Administraciones Públicas	37,1	0,2	114,0	0,7	0,7	0,0	0,6	0,1	16,4	5,0	52,8	16,6
No residentes	12.244,1	78,4	12.583,4	80,5	563,1	34,3	427,1	42,2	38,2	11,6	2,5	0,8

FUENTE: Banco de España.

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

CUADRO A.16

Millones de euros y %

	DEUDA DE CCAA				OTRA DEUDA PÚBLICA				PAGARÉS			
	2006		2007		2006		2007		2006		2007	
	MILLONES	%	MILLONES	%	MILLONES	%	MILLONES	%	MILLONES	%	MILLONES	%
Total	15.612,6	100,0	15.629,1	100,0	1.644,0	100,0	1.012,6	100,0	329,9	100,0	318,8	100,0
Sistema crediticio	2.313,6	14,8	2.083,9	13,3	179,2	10,9	96,7	9,5	158,1	47,9	218,5	68,5
<i>Banco de España</i>	—	—	0,0	—	0,0	0,0	0,0	0,0	—	—	—	—
<i>Bancos</i>	1018,1	6,5	924,0	5,9	53,8	3,3	16,9	1,7	31,3	9,5	89,0	27,9
<i>Cajas de ahorros</i>	1260,7	8,1	1134,1	7,3	108,1	6,6	67,3	6,6	123,8	37,5	126,5	39,7
<i>Cooperativas</i>	32,3	0,2	25,8	0,2	16,6	1,0	12,5	1,2	3,0	0,9	3,0	0,9
<i>Resto</i>	2,5	0,0	0,0	0,0	0,6	0,0	—	—	—	—	—	—
Otras instituciones financieras	471,9	3,0	284,2	1,8	399,1	24,3	359,7	35,5	91,2	27,7	31,5	9,9
<i>Fondos de inversión</i>	150,4	1,0	150,5	1,0	17,7	1,1	12,6	1,2	72,2	21,9	26,0	8,2
<i>Fondos de pensiones</i>	49,2	0,3	34,9	0,2	31,0	1,9	30,1	3,0	18,1	5,5	5,4	1,7
<i>Seguros</i>	264,3	1,7	97,6	0,6	348,6	21,2	316,3	31,2	—	—	0,1	—
<i>Resto</i>	8,0	0,1	1,3	0,0	1,9	0,1	0,6	0,1	0,9	0,3	0,0	0,0
Empresas no financieras	504,8	3,2	620,3	4,0	165,5	10,1	120,2	0,1	32,5	9,9	13,5	4,2
Familias	83,6	0,5	55,9	0,4	336,4	20,5	8,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Administraciones Públicas	6,5	0,0	4,2	0,0	0,7	0,0	0,6	0,1	9,9	3,0	52,8	16,6
No residentes	12.242,3	78,4	12.580,6	80,5	563,1	34,3	427,2	0,1	38,2	11,6	2,5	0,8

FUENTE: Banco de España.

GLOSARIO

Anotación en cuenta

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

Bono del Estado

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

Bono segregable

Valor negociable con cupones periódicos que son susceptibles de segregación y negociación separada del principal, de modo que un valor con n pagos periódicos de cupón se convierte en $n+1$ (incluyendo el principal) bonos emitidos a descuento. En lo que al ámbito de la Central de Anotaciones se refiere, la posibilidad de segregación y reconstitución de bonos y obligaciones del Estado y de Comunidades Autónomas que hayan recibido la calificación de segregables requiere autorización del Ministerio de Economía y Hacienda. Las segregaciones, que solo pueden ser realizadas por creadores de mercado, deberán realizarse sobre importes nominales múltiples de 100.000 euros, con un mínimo de 500.000 euros.

Capacidad o necesidad de financiación del Estado

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

Cartera a vencimiento

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

Cartera disponible o registrada

Saldo de la cuenta de valores de un agente participante en el mercado de deuda pública anotada. Representa el volumen de valores anotados de su propiedad, independientemente del tipo de operación utilizado para su adquisición, en el momento del cálculo.

Central de Anotaciones (CADE)

Plataforma mediante la que Iberclear gestiona la llevanza del registro central de los valores negociados en este mercado y organiza la compensación y liquidación de las operaciones que en él se realicen.

Contrapartida Central

Entidad cuya función principal es la interposición por cuenta propia en los procesos de compensación y liquidación de valores, fundamentando su actuación en la novación de contratos. Así, desempeña el papel de vendedor frente al comprador y de comprador frente al vendedor, asumiendo el riesgo de contraparte de la contratación. Para gestionar dicho riesgo, la contrapartida central debe seleccionar adecuadamente las entidades participantes, asegurar una cobertura apropiada de las posiciones mediante la exigencia de garantías y diseñar mecanismos de reparto de pérdidas entre las entidades participantes en el mercado.

Creadores de mercado

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

Cuenta de terceros

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

Cuenta propia

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

Cuentas Directas del Banco de España

Cuentas de valores anotados propiedad de terceros que han elegido como entidad gestora al Banco de España. La operatividad de estas cuentas es limitada.

Entidades gestoras

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

Iberclear

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

Letras del Tesoro

Valores de deuda pública a corto plazo emitidos a descuento. En los últimos años, los plazos típicos de emisión han sido a tres, seis, doce y dieciocho meses.

Mediadores del mercado

Agentes cuya actividad exclusiva consiste en la puesta en contacto y asesoramiento de los miembros del mercado de deuda pública, sin que su mediación suponga interposición en la operación. Existe un grupo de mediadores, que coincide con el de mediadores del Servicio de Liquidación del Banco de España, que 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*.

Meffclear

Cámara de Contrapartida Central de MEFF para operaciones sobre deuda pública negociadas entre sus miembros liquidadores y/o clientes. Inicialmente, sus servicios alcanzan solamente al mercado de *repos* y de contado de deuda del Estado, aunque a largo plazo está previsto ampliar su alcance a operaciones de tipo de interés, renta fija privada y renta variable.

Mercado a plazo

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

Mercado ciego

Ámbito de negociación donde los participantes, negociantes de deuda, tanto si son creadores de mercado como si son aspirantes a creador, cotizan sus precios de compra y venta en firme, a través de un conjunto de mediadores especializados de deuda anotada que muestran los mejores precios de compra y de venta. Las operaciones en este ámbito se realizan, por tanto, sin conocimiento de la contrapartida de la operación.

Mercado de futuros

Mercado derivado, organizado, dotado de una cámara de compensación que se interpone entre las partes, en el que se negocian compraventas a plazos normalizados de un activo subyacente, a un precio fijado en el momento de contratar la operación.

Mercado derivado

Mercado organizado en el que se negocian productos derivados de un activo subyacente, con liquidación aplazada y características normalizadas.

Necesidad de endeudamiento

Concepto del ámbito de la contabilidad de caja que refleja la magnitud de la apelación neta por parte del Estado a recursos financieros ajenos con el fin de satisfacer las exigencias impuestas por el saldo de sus operaciones no financieras y por la variación neta de sus activos financieros. Una apelación neta de signo negativo se denomina «capacidad de endeudamiento».

No residentes

Participantes en el mercado de deuda pública anotada que permanecen más de 183 días, durante el año natural, fuera del territorio español y cuyo núcleo principal o base de sus

actividades empresariales o profesionales o de sus intereses económicos no radica en España.

Objetivos de colocación

Sistema por el que el Tesoro anuncia, de forma previa a cada subasta, la cantidad de deuda que está dispuesto a emitir. Dicho sistema consta de un objetivo previsto y un máximo, establecidos ambos en términos nominales.

Obligación del Estado

Valor de deuda pública con cupón anual, emitido a un plazo superior a los cinco años. Los plazos típicos de emisión son a diez, quince y treinta años.

Operación a plazo

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

Operación al contado

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

Operación con pacto de recompra a fecha fija

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

Operación con pacto de recompra a la vista

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

Operación doble

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

Operación simple

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

Posición abierta

La posición abierta en un instrumento derivado compensable en una cámara consiste en el número de contratos del mismo que permanecen vivos, en un momento dado del tiempo, por no haber sido cancelados anticipadamente como consecuencia de una transacción de signo contrario o por haber alcanzado su fecha de vencimiento.

Punto básico

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

Repo

Véase «Operación con pacto de recompra...»

Rotación

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

Segundo escalón

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

Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV)

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

Servicio de Liquidación del Banco de España (SLBE)

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

Simultánea

Véase «Operación doble».

Sindicación

Procedimiento de emisión crecientemente utilizado por los emisores soberanos, que consiste en que un grupo de entidades se compromete, a cambio de una comisión de venta y aseguramiento, a colocar una emisión de valores entre los inversores. Además de mejorar la distribución de la deuda entre los inversores finales, esta técnica de emisión permite alcanzar rápidamente un saldo en circulación lo suficientemente elevado como para posibilitar su pronta presencia en las plataformas internacionales de negociación electrónica, lo que redundará en una mayor liquidez de la nueva referencia. Aunque la sindicación admite múltiples estructuras, un rasgo común a todas ellas es la existencia de un grupo restringido de entidades seleccionadas por el emisor que lideran, organizan y, en la mayor parte de los casos, aseguran la emisión. El Tesoro español utilizó por primera vez este procedimiento en marzo de 2002, con ocasión de la emisión del primer tramo de la nueva obligación de referencia a quince años.

Sistema de provisión de valores

Sistema de operaciones simultáneas (o permutas de valores), organizado por la Central de Anotaciones, destinado a reducir el riesgo de liquidación de valores en el mercado de deuda pública anotada. En virtud de este sistema, que, previa adhesión voluntaria al mismo, funciona de forma automática, a condición de la existencia de saldo suficiente en la cuenta de efectivo (o de otros valores) de la entidad en descubierto, un colectivo de prestamistas y el Banco de España ceden el valor que sea necesario para completar la liquidación del día a la entidad en descubierto, en simultánea (o mediante permuta de valores si es el Banco de España el prestamista), a un precio penalizador.

Strips

Acrónimo de *Separate Trade of Registered Interest Principal Securities*, con el mismo significado que «bono segregable» (véase este).

Subasta

Procedimiento de emisión utilizado con carácter general por el Tesoro. Los inversores presentan al emisor sus peticiones, que pueden ser competitivas (reflejan los precios que están dispuestos a pagar por los valores) o no competitivas (no reflejan dichos precios). El emisor decide el precio mínimo que acepta recibir, rechazando todas las peticiones a precios inferiores al mismo.

Terceros

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

Titulares

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

Valor cupón cero

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

Valor emitido a descuento

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

Vida residual

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

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

Estudios e informes

PERIÓDICOS

Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España (ediciones en español e inglés) (anual)
Boletín Económico (mensual) (hay una versión en inglés de periodicidad trimestral)
Estabilidad Financiera (ediciones en español e inglés) (semestral)
Informe Anual (ediciones en español e inglés)
Informe del Servicio de Reclamaciones (trimestral)
Memoria de Actividades de Investigación (ediciones en español e inglés) (anual)
Memoria de la Supervisión Bancaria en España (ediciones en español e inglés) (anual)
Memoria del Servicio de Reclamaciones (anual)
Mercado de Deuda Pública (anual)

NO PERIÓDICOS

Central de Balances: estudios de encargo
Notas de Estabilidad Financiera

ESTUDIOS ECONÓMICOS

- 55 ISABEL ARGIMÓN MAZA: El comportamiento del ahorro y su composición: evidencia empírica para algunos países de la Unión Europea (1996).
- 56 JUAN AYUSO HUERTAS: Riesgo cambiario y riesgo de tipo de interés bajo regímenes alternativos de tipo de cambio (1996).
- 57 OLYMPIA BOVER, MANUEL ARELLANO Y SAMUEL BENTOLILA: Duración del desempleo, duración de las prestaciones y ciclo económico (1996). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 58 JOSÉ MARÍN ARCAS: Efectos estabilizadores de la política fiscal. Tomos I y II (1997). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 59 JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, IGNACIO FUENTES, FERNANDO GUTIÉRREZ Y M.^a TERESA SASTRE: El sistema bancario español ante la Unión Monetaria Europea (1997).
- 60 ANA BUISÁN Y ESTHER GORDO: El sector exterior en España (1997).
- 61 ÁNGEL ESTRADA, FRANCISCO DE CASTRO, IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: La inversión en España (1997).
- 62 ENRIQUE ALBEROLA ILA: España en la Unión Monetaria. Una aproximación a sus costes y beneficios (1998).
- 63 GABRIEL QUIRÓS (coordinador): Mercado español de deuda pública. Tomos I y II (1998).
- 64 FERNANDO C. BALLABRIGA, LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ Y JAVIER JAREÑO MORAGO: Un modelo macroeconómico BVAR para la economía española: metodología y resultados (1998). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 65 ÁNGEL ESTRADA Y ANA BUISÁN: El gasto de las familias en España (1999).
- 66 ROBERTO BLANCO ESCOLAR: El mercado español de renta variable. Análisis de la liquidez e influencia del mercado de derivados (1999).
- 67 JUAN AYUSO, IGNACIO FUENTES, JUAN PEÑALOSA Y FERNANDO RESTOY: El mercado monetario español en la Unión Monetaria (1999).
- 68 ISABEL ARGIMÓN, ÁNGEL LUIS GÓMEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y FRANCISCO MARTÍ: El sector de las Administraciones Públicas en España (1999).
- 69 JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Assessing the benefits of price stability: The international experience (2000).
- 70 OLYMPIA BOVER Y MARIO IZQUIERDO: Ajustes de calidad en los precios: métodos hedónicos y consecuencias para la Contabilidad Nacional (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 71 MARIO IZQUIERDO Y M.^a DE LOS LLANOS MATEA: Una aproximación a los sesgos de medición de las variables macroeconómicas españolas derivados de los cambios en la calidad de los productos (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 72 MARIO IZQUIERDO, OMAR LICANDRO Y ALBERTO MAYDEU: Mejoras de calidad e índices de precios del automóvil en España (2001). (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 73 OLYMPIA BOVER Y PILAR VELILLA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 74 MARIO IZQUIERDO Y M.^a DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).
- 76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconómica de la política fiscal en España (2005).

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

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

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 29 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. I: España y México (1994).
- 30 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. II: Suramérica y el Caribe (1994).
- 31 BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Reforma y fraude fiscal en el reinado de Carlos II. La Sala de Millones (1658-1700) (1995).
- 32 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. I: Recursos y sectores productivos (1995).
- 33 FERNANDO SERRANO MANGAS: Vellón y metales preciosos en la Corte del Rey de España (1618-1668) (1996).
- 34 ALBERTO SABIO ALCUTÉN: Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930) (1996).
- 35 M.ª GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996).
- 36 CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997).
- 37 EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998).
- 38 ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999).
- 39 MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000).
- 40 ANA CRESPO SOLANA: El comercio marítimo entre Ámsterdam y Cádiz (1713-1778) (2000).
- 41 LLUIS CASTAÑEDA: El Banco de España (1874-1900). La red de sucursales y los nuevos servicios financieros (2001).
- 42 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. II: Finanzas y renta nacional (2002).
- 43 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: El sector exterior durante la autarquía. Una reconstrucción de las balanzas de pagos de España, 1940-1958. Edición revisada (2003).
- 44 INÉS ROLDÁN DE MONTAUD: La banca de emisión en Cuba (1856-1898) (2004).
- 45 ALFONSO HERRANZ LONCÁN: La dotación de infraestructuras en España, 1844-1935 (2004).
- 46 MARGARITA EVA RODRÍGUEZ GARCÍA: Compañías privilegiadas de comercio con América y cambio político (1706-1765) (2005).
- 47 MARÍA CONCEPCIÓN GARCÍA-IGLESIAS SOTO: Ventajas y riesgos del patrón oro para la economía española (1850-1913) (2005).
- 48 JAVIER PUEYO SÁNCHEZ: El comportamiento de la gran banca en España, 1921-1974 (2006).
- 49 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: Guerra Civil, comercio y capital extranjero. El sector exterior de la economía española (1936-1939) (2006).
- 50 ISABEL BARTOLOMÉ RODRÍGUEZ: La industria eléctrica en España (1890-1936) (2007).

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0706 ENRIQUE ALBEROLA Y JOSÉ M.ª SERENA: Global financial integration, monetary policy and reserve accumulation. Assessing the limits in emerging economies.
- 0707 ÁNGEL LEÓN, JAVIER MENCÍA Y ENRIQUE SENTANA: Parametric properties of semi-nonparametric distributions, with applications to option valuation.
- 0708 ENRIQUE ALBEROLA Y DANIEL NAVIA: Equilibrium exchange rates in the new EU members: external imbalances vs. real convergence.
- 0709 GABRIEL JIMÉNEZ Y JAVIER MENCÍA: Modelling the distribution of credit losses with observable and latent factors.
- 0710 JAVIER ANDRÉS, RAFAEL DOMÉNECH Y ANTONIO FATÁS: The stabilizing role of government size.
- 0711 ALFREDO MARTÍN-OLIVER, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: Measurement of capital stock and input services of Spanish banks.
- 0712 JESÚS SAURINA Y CARLOS TRUCHARTE: An assessment of Basel II procyclicality in mortgage portfolios.
- 0713 JOSÉ MANUEL CAMPA E IGNACIO HERNANDO: The reaction by industry insiders to M&As in the European financial industry.
- 0714 MARIO IZQUIERDO, JUAN F. JIMENO Y JUAN A. ROJAS: On the aggregate effects of immigration in Spain.
- 0715 FABIO CANOVA Y LUCA SALA: Back to square one: identification issues in DSGE models.
- 0716 FERNANDO NIETO: The determinants of household credit in Spain.
- 0717 EVA ORTEGA, PABLO BURRIEL, JOSÉ LUIS FERNÁNDEZ, EVA FERRAZ Y SAMUEL HURTADO: Actualización del modelo trimestral del Banco de España. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0718 JAVIER ANDRÉS Y FERNANDO RESTOY: Macroeconomic modelling in EMU: How relevant is the change in regime?
- 0719 FABIO CANOVA, DAVID LÓPEZ-SALIDO Y CLAUDIO MICHELACCI: The labor market effects of technology shocks.
- 0720 JUAN M. RUIZ Y JOSEP M. VILARRUBIA: The wise use of dummies in gravity models: Export potentials in the Euromed region.
- 0721 CLAUDIA CANALS, XAVIER GABAIX, JOSEP M. VILARRUBIA Y DAVID WEINSTEIN: Trade patterns, trade balances and idiosyncratic shocks.

- 0722 MARTÍN VALLCORBA Y JAVIER DELGADO: Determinantes de la morosidad bancaria en una economía dolarizada. El caso uruguayo.
- 0723 ANTÓN NÁKOV Y ANDREA PESCATORI: Inflation-output gap trade-off with a dominant oil supplier.
- 0724 JUAN AYUSO, JUAN F. JIMENO Y ERNESTO VILLANUEVA: The effects of the introduction of tax incentives on retirement savings.
- 0725 DONATO MASCIANDARO, MARÍA J. NIETO Y HENRIETTE PRAST: Financial governance of banking supervision.
- 0726 LUIS GUTIÉRREZ DE ROZAS: Testing for competition in the Spanish banking industry: The Panzar-Rosse approach revisited.
- 0727 LUCÍA CUADRO SÁEZ, MARCEL FRATZSCHER Y CHRISTIAN THIMANN: The transmission of emerging market shocks to global equity markets.
- 0728 AGUSTÍN MARAVALL Y ANA DEL RÍO: Temporal aggregation, systematic sampling, and the Hodrick-Prescott filter.
- 0729 LUIS J. ÁLVAREZ: What do micro price data tell us on the validity of the New Keynesian Phillips Curve?
- 0730 ALFREDO MARTÍN-OLIVER Y VICENTE SALAS-FUMÁS: How do intangible assets create economic value? An application to banks.
- 0731 REBECA JIMÉNEZ-RODRÍGUEZ: The industrial impact of oil price shocks: Evidence from the industries of six OECD countries.
- 0732 PILAR CUADRADO, AITOR LACUESTA, JOSÉ MARÍA MARTÍNEZ Y EDUARDO PÉREZ: El futuro de la tasa de actividad española: un enfoque generacional.
- 0733 PALOMA ACEVEDO, ENRIQUE ALBEROLA Y CARMEN BROTO: Local debt expansion... vulnerability reduction? An assessment for six crises-prone countries.
- 0734 PEDRO ALBARRÁN, RAQUEL CARRASCO Y MAITE MARTÍNEZ-GRANADO: Inequality for wage earners and self-employed: Evidence from panel data.
- 0735 ANTÓN NÁKOV Y ANDREA PESCATORI: Oil and the great moderation.
- 0736 MICHIEL VAN LEUVENSTEIJN, JACOB A. BIKKER, ADRIAN VAN RIXTEL Y CHRISTOFFER KOK-SØRENSEN: A new approach to measuring competition in the loan markets of the euro area.
- 0737 MARIO GARCÍA-FERREIRA Y ERNESTO VILLANUEVA: Employment risk and household formation: Evidence from differences in firing costs.
- 0738 LAURA HOSPIDO: Modelling heterogeneity and dynamics in the volatility of individual wages.
- 0739 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA, SERGIO PUENTE Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Firm productivity dynamics in Spain.
- 0740 ALFREDO MARTÍN-OLIVER Y VICENTE SALAS-FUMÁS: The output and profit contribution of information technology and advertising investments in banks.
- 0741 ÓSCAR ARCE: Price determinacy under non-Ricardian fiscal strategies.
- 0801 ENRIQUE BENITO: Size, growth and bank dynamics.
- 0802 RICARDO GIMENO Y JOSÉ MANUEL MARQUÉS: Uncertainty and the price of risk in a nominal convergence process.
- 0803 ISABEL ARGIMÓN Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Los determinantes de los saldos presupuestarios de las Comunidades Autónomas.
- 0804 OLYMPIA BOVER: Wealth inequality and household structure: US vs. Spain.
- 0805 JAVIER ANDRÉS, J. DAVID LÓPEZ-SALIDO Y EDWARD NELSON: Money and the natural rate of interest: structural estimates for the United States and the euro area.
- 0806 CARLOS THOMAS: Search frictions, real rigidities and inflation dynamics.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0602 PABLO MARTÍN-ACEÑA: La Banque de France, la BRI et la création du Service des Études de la Banque d'Espagne au début des années 1930.
- 0603 CRISTINA BARCELÓ: Imputation of the 2002 wave of the Spanish Survey of Household Finances (EFF).
- 0604 RAFAEL GÓMEZ Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: The importance of being mature: The effect of demographic maturation on global per-capita income.
- 0605 JUAN RUIZ Y JOSEP VILARRUBIA: Canales de reciclaje internacional de los petrodólares. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0606 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y SERGIO GAVILÁ: Posible impacto de Basilea II en los países emergentes.
- 0607 ESTHER GORDO, JAVIER JAREÑO Y ALBERTO URTASUN: Radiografía del sector de servicios en España.
- 0608 JUAN AYUSO, ROBERTO BLANCO Y FERNANDO RESTOY: House prices and real interest rates in Spain.
- 0701 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Los principales rasgos y experiencias de la integración de la economía española en la UEM.
- 0702 ISABEL ARGIMÓN, FRANCISCO DE CASTRO Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Una simulación de los efectos de la reforma del IRPF sobre la carga impositiva.
- 0703 YENER ALTUNBAŞ, ALPER KARA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Corporate governance and corporate ownership: The investment behaviour of Japanese institutional investors.
- 0704 ARTURO MACÍAS Y ÁLVARO NASH: Efectos de valoración en la posición de inversión internacional de España.
- 0705 JUAN ÁNGEL GARCÍA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Inflation-linked bonds from a central bank perspective.
- 0706 JAVIER JAREÑO MORAGO: Las encuestas de opinión en el análisis coyuntural de la economía española.
- 0801 MARÍA J. NIETO Y GARRY J. SCHINASI: EU framework for safeguarding financial stability: Towards an analytical benchmark for assessing its effectiveness.

EDICIONES VARIAS¹

RAMÓN SANTILLÁN: Memorias (1808-1856) (1996) (**).

BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): La política monetaria y la inflación en España (1997) (*).

BANCO DE ESPAÑA: La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales (1997). 3,01 €.

TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 28,13 €.

JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS Y FERNANDO GUTIÉRREZ (Ed.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (***)

VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 5,31 €.

PEDRO TEDDE DE LORCA: El Banco de San Fernando (1829-1856) (1999) (*).

BANCO DE ESPAÑA (Ed.): Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal (2000). 12,02 €.

PABLO MARTÍN ACEÑA: El Servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000) (2000). 9,02 €.

TERESA TORTELLA: Una guía de fuentes sobre inversiones extranjeras en España (1780-1914) (2000). 9,38 €.

VICTORIA PATXOT Y ENRIQUE GIMÉNEZ-ARNAU: Banqueros y bancos durante la vigencia de la Ley Cambó (1922-1946) (2001). 5,31 €.

BANCO DE ESPAÑA: El camino hacia el euro. El real, el escudo y la peseta (2001). 45 €.

BANCO DE ESPAÑA: El Banco de España y la introducción del euro (2002). Ejemplar gratuito.

BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1940-2001 (2004). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)

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

BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): El análisis de la economía española (2005) (*). (Ediciones en español e inglés.)

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

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

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

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

Difusión estadística

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

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

Boletín Estadístico (mensual, solo disponible en versión electrónica en el sitio web²)

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

Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (series anuales y trimestrales³)

Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito⁴

Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)

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

Formación

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

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

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

JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (2001).

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

UBALDO NIETO DE ALBA: Matemática financiera y cálculo bancario.

LUIS A. HERNANDO ARENAS: Tesorería en moneda extranjera.

PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual

Boletín Mensual

Otras publicaciones

1. Todas las publicaciones las distribuye el Banco de España, excepto las señaladas con (*), (**), (***) o (****), que las distribuyen, respectivamente, Alianza Editorial, Editorial Tecnos, Macmillan (Londres) y Thomson-Aranzadi. Los precios indicados incluyen el 4% de IVA. 2. Además, diariamente se actualiza en la sección de Estadísticas. 3. Además, se difunde en Internet una actualización trimestral de los cuadros de esta publicación. 4. Solo disponible en el sitio web del Banco de España hasta su incorporación a la publicación *Circulares del Banco de España. Recopilación*.

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