

MERCADO DE DEUDA PÚBLICA

2011

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema



MERCADO DE DEUDA PÚBLICA 2011

SIGLAS Y ABREVIATURAS

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, 2012

ISSN: 1697-8617 (edición electrónica)

ÍNDICE

1 SITUACIÓN GENERAL DE LOS MERCADOS 9	1.1 La situación económica general 11
	1.2 Los mercados financieros internacionales 13
	1.3 El mercado de deuda pública en España 16
2 MERCADO PRIMARIO DE DEUDA DEL ESTADO 19	2.1 Evolución de la financiación del Estado 21
	2.2 Evolución del mercado primario 22
	2.3 Evolución del saldo vivo de deuda anotada 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 31
	3.2.2 Operaciones simultáneas 32
	3.3 Negociación con terceros 32
	3.3.1 Operaciones simples al contado 34
	3.3.2 Operaciones <i>repo</i> y simultáneas 34
	3.4 Mercados derivados 35
4 DISTRIBUCIÓN DE SALDOS POR GRUPOS DE AGENTES 37	4.1 Distribución de saldos vivos 39
	4.2 El Banco de España como entidad gestora 41
5 OTROS EMISORES 43	5.1 Mercado primario 45
	5.2 Mercado secundario 47
	5.3 Distribución por inversores 48
APÉNDICE ESTADÍSTICO 51	
GLOSARIO 65	

1 SITUACIÓN GENERAL DE LOS MERCADOS

1 SITUACIÓN GENERAL DE LOS MERCADOS

1.1 La situación económica general

La recuperación económica observada durante el último trimestre del año 2010, continuó durante los primeros meses de 2011, pero una serie de acontecimientos adversos e imprevistos durante la primera mitad del año provocaron que la economía mundial perdiese su ritmo de crecimiento. El gran terremoto de Japón y la posterior crisis de la central nuclear de Fukushima no solo afectaron a la actividad económica de ese país, sino al conjunto de la economía internacional, como consecuencia de la interrupción de las cadenas de suministro de productos provenientes de los países asiáticos. Además, el aumento del precio de las materias primas como consecuencia de las revueltas políticas que tuvieron lugar en oriente medio y el norte de África impactó negativamente en los ingresos reales de las economías desarrolladas. El crecimiento económico tuvo un comportamiento diferenciado entre el observado en las economías desarrolladas y el de las emergentes. Estas últimas siguieron mostrando un crecimiento vigoroso, mientras que en las economías de los países desarrollados las medidas de consolidación fiscal adoptadas, junto con la debilidad del mercado laboral y del sector de la construcción, afectaron negativamente al crecimiento. La tasa de paro en el área de la OCDE permaneció en niveles altos, próximos al 8,3 %.

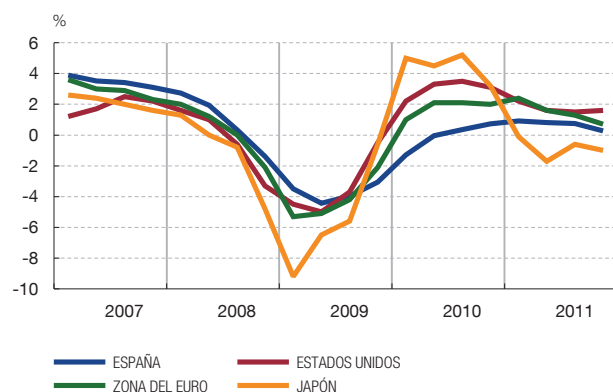
Durante la segunda mitad del año 2011 la confianza empresarial y del consumidor continuó deteriorándose, en un entorno de elevada incertidumbre y tensiones financieras en los mercados, derivadas de las discusiones sobre el techo de endeudamiento en Estados Unidos y del agravamiento de la crisis de deuda soberana¹ de los países de la zona del euro. Ello llevó a que el ritmo de crecimiento se debilitara, aunque la publicación a finales de año de diversos indicadores económicos y encuestas pareció apuntar ciertos signos de estabilización de la economía mundial.

La tasa de inflación anual aumentó gradualmente a lo largo del año en los países de la OCDE, antes de experimentar un ligero descenso en el último trimestre. En general, las presiones inflacionistas permanecieron relativamente controladas en las economías desarrolladas, mientras que en las economías de los países emergentes las presiones inflacionistas persistieron.

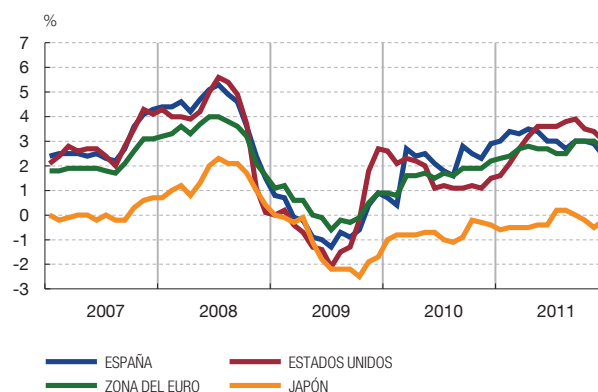
La economía de Estados Unidos continuó su recuperación durante 2011, aunque a un ritmo menor que en 2010. Para el conjunto del año, el producto interior bruto (PIB) creció en promedio un 1,7 %, inferior al 3 % registrado un año antes (véase su evolución trimestral en el gráfico 1.1). Durante el primer semestre el crecimiento fue débil, repuntando moderadamente en la segunda mitad del año, como consecuencia del incremento del consumo privado, de la inversión no residencial y de la contribución positiva del sector exterior. Por lo que respecta a los precios, la inflación en términos del IPC fue del 3 % en diciembre, superior al 1,5 % registrado en el mismo mes de 2010, como consecuencia del incremento de los precios de la energía y de los alimentos no elaborados. Si se excluyen del cálculo los precios de estas dos partidas, la inflación subyacente para el mes de diciembre fue del 2,2 % en 2011, superior al 0,6 % registrado un año antes. En este contexto, la Reserva Federal mantuvo los tipos de interés oficiales en un rango objetivo de entre el 0 % y el 0,25 %, vigentes desde finales de 2008, y señaló que es muy probable que se

¹ Las tensiones existentes en los mercados de deuda, que, en general, se habían limitado a Grecia, Irlanda y Portugal, se propagaron de forma creciente a Italia y España, y posteriormente a otros países de la zona del euro.

PRODUCTO INTERIOR BRUTO (a)



PRECIOS DE CONSUMO (a)



FUENTE: Banco de España.

a Tasas de variación interanual.

mantengan en niveles bajos hasta mediados de 2013. En junio de 2011 finalizó su programa de compras de valores por 600 mm de dólares que había iniciado en noviembre del año anterior, y en septiembre decidió ampliar la vida media de sus tenencias de valores con el doble objetivo de presionar a la baja los tipos de interés a largo plazo y hacer más acomodaticias las condiciones financieras.

En Japón, la tasa de crecimiento en 2011 estuvo fuertemente afectada por el terremoto de marzo y el posterior desastre nuclear. Para el conjunto del año, y en promedio, el PIB cayó un $-0,9\%$, muy por debajo del aumento del $4,5\%$ registrado en 2010. La debilidad de las exportaciones, junto con el aumento de las importaciones de materias primas tras el terremoto, provocó que se registrara el primer déficit comercial desde 1980. Respecto a la evolución de los precios, la economía japonesa tuvo que hacer frente nuevamente a presiones deflacionistas, por lo que la inflación en términos de IPC, que reflejó un $-0,4\%$ en diciembre de 2010, siguió registrando valores negativos a lo largo de 2011, terminando en $-0,2\%$ en diciembre. Tras el terremoto, el Banco de Japón mantuvo su política monetaria acomodaticia para estimular la economía y luchar contra la deflación, manteniendo el tipo oficial del dinero en un rango de entre el $0,0\%$ y el $0,1\%$, y amplió su conjunto de medidas de apoyo, incluyendo la provisión de liquidez a corto plazo, aumentando su programa de compra de activos e introduciendo su programa de financiación a las instituciones financieras de las zonas afectadas.

En el Reino Unido, la tasa de variación anual del PIB registró en promedio un aumento del $0,9\%$ en 2011, frente al $2,1\%$ del año anterior. La inflación medida en términos del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) fue del $4,2\%$ en diciembre, por encima del $3,7\%$ registrado un año antes. El Banco de Inglaterra mantuvo el tipo de interés oficial en el $0,5\%$ y amplió su programa de compras de valores en 75 mm de libras, hasta alcanzar un total de 275 mm de libras.

En la zona del euro, el nivel de actividad fue disminuyendo a medida que transcurría el año, cerrando el ejercicio con un crecimiento medio del PIB del $1,5\%$, frente al $1,8\%$ de 2010. Además, se observaron, como en el ejercicio anterior, divergencias tanto por componentes (ya que el crecimiento se apoyó principalmente en las exportaciones) como por países, pues frente al empuje de la economía alemana, y en menor medida de la francesa,

destacó la atonía de los países más afectados por la crisis de la deuda soberana, que debieron aplicar medidas restrictivas de política fiscal para alcanzar los objetivos previstos de reducción de los déficits públicos. La inflación del área registró valores positivos durante todo el año, aumentando la tasa de variación interanual del IAPC hasta alcanzar en diciembre el 2,7 %, igual que en el promedio del año, frente al 2,2 % de diciembre de 2010. En cuanto a la política monetaria, el BCE elevó el tipo de interés oficial en 25 pb en los meses de abril y julio para hacer frente a las presiones inflacionistas derivadas del incremento del coste de las materias primas, fijándolo en el 1,50 %. En la segunda mitad del año la intensificación de las turbulencias financieras derivadas de la crisis de la deuda soberana en algunos países de la zona del euro impactó negativamente en el nivel de actividad económica, por lo que el BCE decidió bajar 25 puntos básicos (pb) el tipo de interés oficial en los meses de noviembre y diciembre, fijándolo nuevamente en el 1 %, como a principios de año. Adicionalmente, el BCE tomó una serie de medidas no convencionales entre agosto y diciembre para corregir el mal funcionamiento de los mercados y de los mecanismos de transmisión de política monetaria, así como para reactivar el canal del crédito por parte de las entidades de crédito a las familias y empresas².

En la economía española, la modesta recuperación que había emprendido un año antes se fue debilitando a lo largo de 2011, a medida que la crisis de la deuda soberana en la UEM se fue extendiendo a un número mayor de países y se recrudecían las tensiones en los mercados financieros. Tras el estancamiento de la actividad en el tercer trimestre, la economía se contrajo a finales de año, aunque en términos de la tasa de variación interanual el producto registró un aumento del 0,3 % en el cuarto trimestre, cinco décimas inferior al registrado en los dos trimestres anteriores. Con este cierre de año, el PIB aumentó en promedio un 0,7 % en 2011, frente al descenso del -0,1 % de 2010. La contracción de la demanda interna, motivada principalmente por la contribución negativa de la inversión en construcción y por el retroceso del consumo público, se vio contrarrestada por la aportación positiva de la demanda exterior neta, que mitigó, por cuarto año consecutivo, el impacto de la contracción del gasto interno sobre la actividad. En cuanto a los precios, la tasa de variación del IPC acusó una marcada desaceleración en los últimos meses del año, concluyendo el año con una tasa interanual del 2,4 %, frente al 3 % de diciembre de 2010, por lo que el diferencial de inflación con la UEM, medido a través del IAPC, volvió a ser favorable para España con un registro negativo de 0,3 puntos porcentuales (pp).

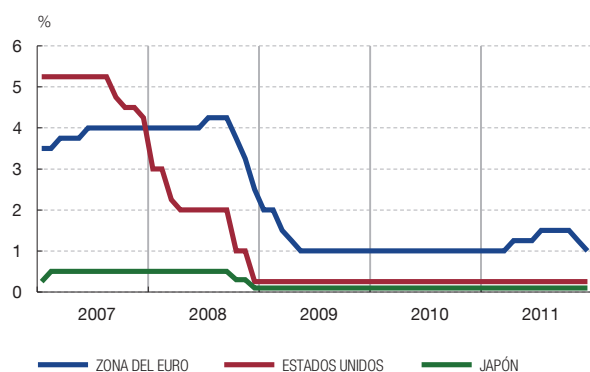
1.2 Los mercados financieros internacionales

La evolución de los mercados financieros internacionales continuó, como en 2010, marcada por un alto grado de incertidumbre y por el protagonismo que cobró el riesgo soberano en las economías avanzadas, particularmente en Europa, condicionando la estabilidad financiera y el crecimiento económico, y entrando en una dinámica de retroalimentación de estos factores entre sí.

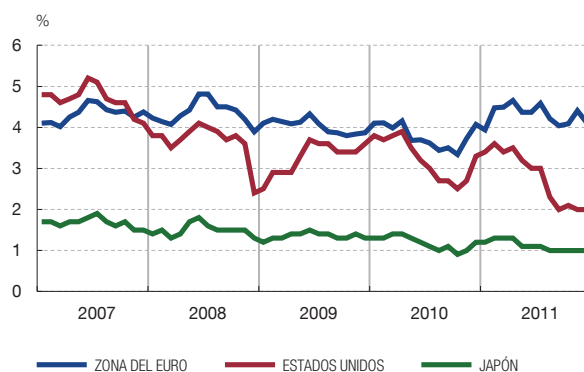
Esta situación aceleró el riesgo de contagio entre países y zonas geográficas, al persistir dudas entre los agentes económicos sobre la capacidad de los distintos Gobiernos para

2 Continuó con su política de adjudicación plena a tipo fijo; convocó nuevas operaciones de financiación a plazos más largos (a seis, doce, y treinta y seis meses, estas últimas con la posibilidad de reembolso anticipado al cabo de un año); reactivó el programa de compras de valores en el mercado que había iniciado en mayo de 2010 y comenzó un nuevo programa de compras de bonos garantizados (*covered bonds*) por un importe de 40 mm de euros; convocó tres subastas de financiación en dólares estadounidenses a tres meses y rebajó 50 pb el precio de los acuerdos temporales de provisión de liquidez (*líneas swaps*) en dólares en coordinación con otros bancos centrales; y amplió las garantías admitidas al incorporar créditos bancarios que cumplan determinados requisitos y relajar las condiciones exigidas para ciertas titulizaciones (ABS). Finalmente, redujo del 2 % al 1 % el coeficiente de reservas mínimas y suspendió las operaciones de ajuste que venía celebrando el último día del período de cumplimiento del coeficiente de reservas.

TIPOS DE INTERVENCIÓN



RENTABILIDADES DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS (a)



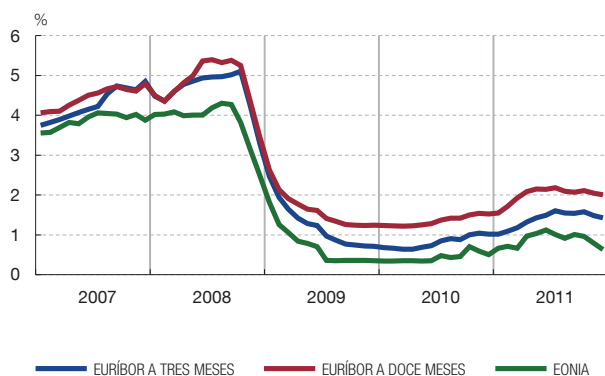
FUENTE: Banco de España.

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.

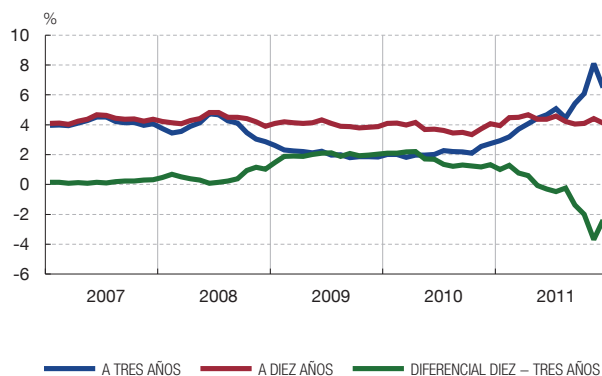
aprobar las reformas estructurales necesarias en los ámbitos fiscal, laboral y de saneamiento de los sistemas financieros. También se mantuvieron las incertidumbres sobre el papel que finalmente desempeñará el Mecanismo de Estabilidad Financiera Europeo, sobre su capacidad de financiación y respecto a la fecha de su puesta en funcionamiento. En conjunto, todos estos factores afectaron de forma negativa a las expectativas de los agentes económicos sobre la recuperación de la actividad económica y del mercado laboral, que viene registrando elevadas tasas de paro. Frente a esta situación de los mercados financieros, los bancos centrales mantuvieron los tipos de interés en los bajos niveles alcanzados y adoptaron nuevas medidas no convencionales, con el fin de restaurar los mecanismos de transmisión de sus políticas monetarias, mejorar el funcionamiento de los mercados, facilitar la financiación de las entidades de crédito, que vieron cerrado su acceso a los mercados mayoristas de financiación, y minimizar, de este modo, la probabilidad de que potenciales problemas de liquidez de estas entidades ligados a la dificultad para obtener fondos se tradujesen en una contracción en la oferta de crédito a las familias y a las empresas.

Los tipos de interés a largo plazo evolucionaron de forma diferente en las principales áreas económicas (véase gráfico 1.2). Dentro de la zona del euro hay que diferenciar claramente entre la evolución de los tipos de interés a largo plazo de los países no afectados por la crisis de la deuda soberana y la de los que sí lo estuvieron. Mientras que los primeros finalizaron 2011 con niveles inferiores a los observados al cierre de 2010, los segundos sufrieron repuntes de distinta cuantía a lo largo de 2011. A modo de ejemplo, en Alemania los tipos de interés de la deuda pública a diez años, que en promedio de diciembre de 2010 terminaron en niveles del 2,95 %, repuntaron ligeramente en los primeros meses del año, para posteriormente iniciar una tendencia descendente y terminar en diciembre en promedio del 2,01 %, lo que representa una reducción de 94 pb. En el caso de España, y durante el mismo período, se pasó del 5,37 % al 5,50 %, lo que supone un repunte de 13 pb, mientras que la media de los países de la zona del euro pasó del 4,07 % al 4,11 %, es decir, un repunte de 4 pb. También en Estados Unidos y en Japón descendieron los tipos de interés a largo plazo, si bien la intensidad del movimiento fue mayor en Estados Unidos que en Japón. Así, en Estados Unidos el tipo de interés de la deuda pública a diez años se situó, en promedio de diciembre de 2011, en un 2 %, frente al 3,30 % del mismo mes de 2010, es decir, un recorte de 130 pb. Por tanto, mientras que el dife-

MERCADOS MONETARIOS



RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA (a)



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.

rencial de rentabilidades a diez años entre el área del euro y Estados Unidos se amplió, pasando de 77 pb a 211 pb en promedio entre diciembre de 2010 y el mismo mes de 2011, el diferencial para ese mismo período entre Estados Unidos y Alemania se redujo de 35 pb a -1 pb. En el caso de Japón, el descenso registrado en la rentabilidad promedio del mes de diciembre con respecto al año anterior fue de solo 18 pb, situándose en un 1,01 %.

Por otro lado, la evolución de los tipos de interés negociados en los mercados monetarios del área del euro se dividió en dos períodos claramente diferenciados (véase gráfico 1.3). Mientras que en la primera mitad del año los tipos fueron repuntando ligeramente por las expectativas de subida del tipo interés oficial por parte del BCE, en junio se produjo un cambio de tendencia y durante el segundo semestre fueron disminuyendo, evolución que se vio favorecida por las medidas adoptadas por el BCE en este período y, en concreto, por la reducción de los tipos de interés de intervención. El resultado para el conjunto del año fue que el euríbor a doce meses se situó, en promedio de diciembre de 2011, en torno al 2 %, 47 pb por encima del registrado en diciembre de 2010, mientras que el euríbor a tres meses se situó en el 1,43 %, 41 pb por encima de la cifra alcanzada el año anterior. En los plazos más cortos, el eonia acumuló un aumento a lo largo del año de 13 pb, cerrando con un valor promedio para diciembre de 2011 del 0,63 %.

En cuanto a la renta variable, el año 2011 se caracterizó por un aumento generalizado de la volatilidad, como resultado de la incertidumbre derivada de la crisis de confianza de deuda soberana de los países de la zona del euro y las expectativas de bajo crecimiento en las economías desarrolladas. El resultado fue que en Estados Unidos el índice S&P 500 recuperó en el último trimestre del año las pérdidas sufridas durante los meses de verano, cerrando prácticamente al mismo nivel que en 2010, año en que este índice se revalorizó un 12,8 %. En Japón, la evolución del índice Nikkei reflejó los problemas económicos derivados del terremoto y el posterior desastre nuclear, por lo que acumuló en 2011 un descenso del 17,3 %, cuando en 2010 había experimentado una caída del 3 %. Por otra parte, en el área del euro, la continuación de la crisis de deuda soberana provocó la correspondiente caída de las cotizaciones, que en el caso del DJ EUROSTOXX 50 se saldó con un descenso para 2011 del 17,1 %, muy superior al descenso del 5,8 % registrado un año antes. El mercado español evolucionó de forma similar al europeo, aunque las pérdidas

fueron de menor intensidad, registrando el IBEX 35 un descenso en 2011 del 13,1 %, inferior a la caída del 17,4 % producida un año antes.

Los mercados cambiarios, por su parte, continuaron en un entorno de gran volatilidad, marcados por las perspectivas de crecimiento económico, así como por la evolución de las condiciones financieras y fiscales de las distintas áreas económicas. Hasta el mes de abril, el euro se apreció con respecto al dólar estadounidense, el yen y otras divisas, manteniendo niveles similares hasta finales del verano, para iniciar a partir de ese momento una tendencia de depreciación con respecto a un amplio abanico de divisas, que duró hasta finales de año, salvo un pequeño receso observado en octubre. A finales de diciembre el euro cotizaba a 1,29 dólares estadounidenses, lo que representa una depreciación del 3,2 % respecto a los niveles de comienzos de año y un 2,4 % respecto a la media de 2010. El euro también se depreció en 2011 con respecto al yen y a la libra esterlina un 7,8 % y un 3 %, respectivamente, sobre los niveles registrados a comienzos de año; y un 13,9 % y un 2,7 %, respectivamente, sobre las medias registradas en 2010. El tipo de cambio nominal efectivo del euro se depreció con respecto a las divisas de sus veinte principales socios comerciales un 2,2 % en 2011.

1.3 El mercado de deuda pública en España

Las dificultades que caracterizaron al mercado europeo de deuda pública durante 2010 persistieron durante el año 2011. A pesar de que algunos Estados miembros de la zona del euro continuaron con dificultades para obtener financiación en los mercados de capitales, el Tesoro español completó su programa de financiación manteniendo la confianza de los inversores. Ahora bien, el coste de financiación aumentó con respecto a 2010, debido a las diversas crisis de confianza en la deuda soberana que afectaron a la zona del euro, así como a las diversas rebajas de *rating* de deuda soberana de varios países, entre ellos España, por parte de las principales agencias de calificación crediticia. Estas rebajas se justificaron fundamentalmente por la incertidumbre existente sobre la capacidad de las autoridades para tomar las medidas de ajuste fiscal necesarias, así como por el deterioro de las expectativas de crecimiento.

En efecto, en 2011 las tres principales agencias de calificación rebajaron el *rating* de la deuda pública española, tal como hicieron el año anterior. Standard & Poor's rebajó la calificación desde AA (vigente desde abril de 2010) a AA- en octubre de 2011. Por su parte, Moody's la rebajó desde Aa1 (vigente desde diciembre de 2010) a Aa2 en marzo y a A1 en octubre de 2011. Finalmente, Fitch rebajó su nota desde AA+ (vigente desde mayo de 2010) a AA- en octubre de 2011.

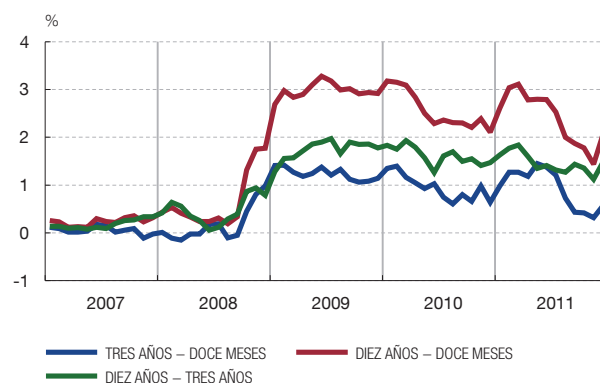
Durante el año 2011, tanto los bonos como las obligaciones tuvieron una aportación positiva a la financiación del Estado, registrando una emisión neta en cada uno de estos segmentos de 24.262 millones y 28.490 millones de euros, respectivamente. Por su parte, la emisión neta de letras del Tesoro apenas alcanzó los 851 millones de euros. En cuanto a la composición del saldo vivo, destaca la aportación del segmento de medio plazo, que fue el único que registró un aumento de su participación en el total, al pasar a representar el 25,4 % (frente al 23,4 % en 2010), a costa de un descenso relativo de los segmentos de corto y largo plazo. Aun así, las obligaciones del Estado siguieron representando más de la mitad del saldo vivo total de deuda pública (59 % en 2011).

Los tipos marginales de las subastas experimentaron aumentos generalizados a lo largo de 2011, continuando con la tendencia ascendente observada desde mayo de 2010. Estos aumentos replicaron la tendencia mostrada por el mercado secundario, como se comentará a continuación.

RENTABILIDADES POR PLAZOS



DIFERENCIALES DE RENTABILIDAD POR PLAZOS



FUENTE: Banco de España.

La negociación en los mercados secundarios de deuda durante 2011 experimentó un aumento del 9,5 % respecto al año anterior. Este incremento de la negociación se produjo en todos los segmentos del mercado, y tanto en la negociación entre titulares (8,7 %) como con terceros (10,1 %). Por instrumentos, el perfil de 2011 fue muy parecido al del 2010, correspondiendo el grueso de la negociación a los bonos y obligaciones no segregados, que representan el 80,7 % del total. Por tipo de operación y para el conjunto del mercado, las operaciones *repo* volvieron a registrar, al igual que en 2010, un notable descenso, por lo que pasaron a representar un 20,7 % del total en 2011, frente al 31,1 % que representaban en 2010. Por el contrario, la negociación al contado aumentó desde el 25 % en 2010 hasta el 34,3 % en 2011. Por su parte, la cuota de contratación en simultáneas, que sigue siendo el tipo de operación predominante, se mantuvo más estable, representando un 43,9 % del total en 2011. Una descripción más detallada de la evolución de los volúmenes de emisión y de negociación de deuda pública se incluye en los capítulos 2 y 3, respectivamente.

En cuanto a las rentabilidades negociadas en el mercado secundario español, su evolución vino determinada a lo largo del año por los diversos episodios de crisis de confianza por los que atravesó la deuda soberana. Como muestra el gráfico 1.4, los rendimientos de la deuda pública española tuvieron un comportamiento similar en todos los tramos de la curva, cediendo ligeramente durante el primer trimestre del año para iniciar a partir de ese momento una senda ascendente que se prolongó hasta el mes de noviembre, y finalmente, ceder de forma significativa durante el mes de diciembre, terminando el año en niveles ligeramente superiores a los observados en diciembre de 2010. Así, el rendimiento de las letras a doce meses fue aumentando hasta alcanzar en promedio el 4,75 % en el mes de noviembre y ceder hasta el 3,45 % en diciembre, es decir, 19 pb por encima de las rentabilidades registradas un año antes. En lo que se refiere a la deuda a medio y largo plazo, las rentabilidades a tres y a diez años repuntaron hasta alcanzar en promedio niveles del 5,07 % y del 6,19 %, respectivamente, en noviembre, cerrando el año en niveles del 4,02 % y del 5,50 %, que representan un incremento de 12 pb y 13 pb respecto al cierre de 2010. Por lo tanto, el diferencial diez - tres años se situó en diciembre de 2011 en 148 pb, muy similar a los 147 pb observados un año antes, mientras que los diferenciales tres años - doce meses y diez años - doce meses ascendieron 31 pb y 32 pb, situándose en 76 pb y 224 pb, respectivamente.

Esta tendencia creciente de las rentabilidades de la deuda pública española se tradujo en una ligera ampliación de los diferenciales con respecto a la media del área del euro, aumentando en 2011 en 11 pb con respecto al cierre de 2010, cerrando en 142 pb. En cuanto al diferencial con respecto a la deuda alemana a diez años, fue ampliándose progresivamente en 2011, hasta alcanzar un valor de 360 pb de promedio en diciembre, frente a los 247 pb que registró en media en diciembre de 2010.

2 MERCADO PRIMARIO DE DEUDA DEL ESTADO

2 MERCADO PRIMARIO DE DEUDA DEL ESTADO

En el presente capítulo se analiza brevemente la evolución de los flujos de financiación del Estado y del mercado primario de deuda del Estado durante el año 2011, así como la composición del saldo resultante de deuda anotada. Todas las cifras presentadas se refieren a deuda del Estado denominada en euros registrada en el Mercado de Deuda Pública Anotada.

Las necesidades de endeudamiento en 2011 fueron notablemente inferiores (28,2 %) a las registradas en 2010. El programa para cubrir las necesidades de fondos del Tesoro se ejecutó de forma satisfactoria, pese a la persistencia de la crisis de la deuda soberana en Europa, que, en el caso de España, se manifestó de forma más acentuada durante la segunda mitad del año. En consecuencia, la implementación de la política de emisión ha debido adaptarse al entorno imperante en cada momento del año, sin por ello dejar de mantener su fidelidad con los principios de predictibilidad y transparencia que tradicionalmente la guían.

2.1 Evolución de la financiación del Estado

De acuerdo con el informe de la Intervención General de la Administración del Estado, el saldo de caja por operaciones no financieras registró en el conjunto del año un déficit de 46.950 millones de euros (4,4 % del PIB), frente al déficit de 52.235 millones de euros (5 % del PIB) registrado en 2010¹. Este resultado, unido a la acumulación neta experimentada por los activos financieros (por importe de 456 millones de euros), acabó determinando una necesidad de endeudamiento del Estado igual a 47.406 millones de euros, que, comparada con la cifra de 66.051 millones de euros registrada en 2010, supone una reducción significativa del 28,2 %, fruto de la continuidad del ajuste en las cuentas del Estado. Entre los activos financieros, cabe observar el incremento por un importe de 1.718 millones de euros en el saldo neto de caja que el Tesoro mantiene en el Banco de España o en depósito en instituciones financieras.

En 2011, los costes de la financiación que ha permitido cubrir las necesidades de fondos del Tesoro han estado fuertemente condicionados por la dinámica que adquirió la crisis de confianza que afectó al mercado europeo de deuda pública, a la que España no fue ajena. En conjunto, el balance que han dejado esos acontecimientos en términos de costes de financiación para el Estado se salda con un incremento del coste medio de los fondos tomados a lo largo de 2011, de aproximadamente 130 pb². Este endurecimiento en las condiciones de financiación que se había producido ya en el cuarto trimestre de 2010 dio paso a una ligera relajación en el primer trimestre de 2011, para iniciar a partir de ese momento una senda ascendente que se prolongó hasta el mes de noviembre, para finalmente ceder de forma significativa durante el mes de diciembre, terminando el año en niveles en el entorno de los observados en diciembre de 2010. Este comportamiento se produjo con mayor o menor intensidad en los distintos plazos de la curva de rendimientos, registrándose los mayores repuntes en los meses de julio y noviembre, coincidiendo con la intensificación de las tensiones en los mercados de deuda soberana europeos.

¹ El saldo primario de caja, por otra parte, tomó en 2011 un valor de -24.746 millones de euros, lo que supone un 2,3 % del PIB.

² Los nueve primeros cuadros del apéndice estadístico informan de la emisión de deuda del Estado en cada tipo de instrumento. En ellos se incluye una columna con el tipo marginal de la última subasta de cada mes para los distintos instrumentos de deuda anotada.

2.2 Evolución del mercado primario

Durante 2011, el recurso neto del Tesoro a la financiación mediante deuda del Estado se saldó con una nueva disminución interanual, lo que evidencia la continuidad del proceso de consolidación presupuestaria en la Administración Central del Estado. En efecto, las cifras de emisión neta captada mediante letras, bonos y obligaciones durante 2011 registraron un importe positivo, por un valor nominal de 53.603,4 millones de euros, frente a 64.812,0 millones en 2010, lo que representa una reducción en la captación neta de fondos del 17,3 %, como se refleja en el cuadro 2.1³.

Aunque el volumen de amortizaciones que tuvo lugar en 2011 fue ligeramente mayor que el de 2010, la menor necesidad de captar fondos en términos netos determinó que la emisión bruta durante 2011 experimentara un descenso del 4,3 % interanual. En efecto, el importe de letras, bonos y obligaciones colocados ascendió en términos nominales a 199.723,7 millones de euros, frente a los 208.624,0 millones de 2010. La composición de esta emisión bruta entre letras del Tesoro y bonos y obligaciones tendió a equilibrarse en términos nominales, como consecuencia de un descenso en la colocación de letras del 11,2 % respecto a 2010, y un incremento del recurso bruto al mercado mediante bonos y obligaciones de un 4,2 % sobre el ejercicio precedente. Esta evolución vino marcada en gran medida por los vencimientos que había que afrontar en ambos segmentos del mercado en 2011 en comparación con el ejercicio anterior, menores en letras y superiores en bonos y obligaciones, como puede apreciarse en el cuadro 2.1. En 2011, los máximos de actividad volvieron a concentrarse en las letras a un año y en las obligaciones a diez años.

Por lo que se refiere al capítulo de letras del Tesoro, la emisión bruta en todas ellas fue menor que la realizada en 2010. Como ya se ha mencionado, el mayor volumen de financiación bruta correspondió a las letras a un año, con 49.700,8 millones de euros, casi un 8 % menos que los importes que vencían. El ajuste ha sido más intenso en las letras a dieciocho meses, para las que una reducción de la emisión bruta en casi un 24 % ha situado el nivel de fondos captados en 14.686,8 millones de euros. Las letras a tres y a seis meses supusieron desembolsos por un importe nominal igual a 18.057,8 y 19.397,5 millones de euros.

La composición de la actividad de emisión en bonos y obligaciones favoreció a la parte intermedia de la curva, ya que las obligaciones a diez años y los bonos a cinco años concentraron cerca del 70 % de la emisión, al registrar 46.460,5 y 25.174,1 millones de euros, respectivamente. Estos niveles de actividad han supuesto crecimientos cercanos al 63 % y al 13 %, respectivamente, en relación con los registrados en 2010, y contrastan con la caída en la emisión bruta a tres años (29,2 %), a quince años (37 %) y a treinta años (67,7 %).

No obstante, para extraer conclusiones sobre los importes de emisión bruta de bonos y obligaciones recogidos en el cuadro 2.1, es preciso destacar que durante 2011 se realizó una intensa reapertura de bonos y obligaciones que ya se habían dejado de emitir. Esta política, que con menor intensidad se había realizado en la segunda parte de 2010, permitió al Tesoro diversificar su emisión en un mayor número de instrumentos, complementando la —en todo caso, predominante— colocación en tramos sucesivos de títulos de reciente emisión. El cuadro 2.2 da una idea cuantitativa del recurso a esta operativa durante 2011,

³ A ese respecto, es importante recordar que las cifras que se presentan en esta Memoria muestran importes nominales representativos de saldos de deuda en circulación y no importes efectivos. Esta observación resulta especialmente relevante en 2011, debido al mayor recurso este año a la financiación instrumentada mediante la reapertura de bonos que ya se habían dejado de emitir, cuyo precio de mercado se encontraba, en general, por debajo de su valor nominal. Igualmente, es preciso recordar que la construcción del cuadro está basada en las especificaciones originales de cada línea. Así, por ejemplo, en la reapertura de una obligación a diez años a la que le quedan tres años de vida hasta el vencimiento, la emisión se atribuye al plazo de diez años y no al de tres.

Año 2011

Millones de euros y %

	Emisión bruta			Amortización			Emisión neta			Saldo		
	2011	2010	%	2011	2010	%	2011	2010	%	2011	2010	%
TOTAL	199.723,7	208.624,0	-4,3	146.120,3	143.812,0	1,6	53.603,4	64.812,0	-17,3	580.516,4	526.913,0	10,2
Total letras	101.842,9	114.661,0	-11,2	100.991,7	110.417,0	-8,5	851,1	4.244,0	-79,9	90.607,1	89.756,0	0,9
A tres meses	18.057,8	20.676,0	-12,7	17.455,6	19.723,0	-11,5	602,2	953,0	-36,8	7.687,2	7.085,0	8,5
A seis meses	19.397,5	20.772,0	-6,6	17.603,8	32.117,0	-45,2	1.793,8	-11.345,0	115,8	11.251,8	9.458,0	19,0
A un año	49.700,8	53.941,0	-7,9	53.941,2	58.577,0	-7,9	-4.240,4	-4.636,0	8,5	49.700,6	53.941,0	-7,9
A dieciocho meses	14.686,8	19.272,0	-23,8	11.991,1	—	—	2.695,6	19.272,0	-86,0	21.967,6	19.272,0	14,0
Total bonos y obligaciones	97.880,8	93.963,0	4,2	45.128,6	33.395,0	35,1	52.752,3	60.568,0	-12,9	489.909,3	437.157,0	12,1
A tres años	14.630,3	20.659,0	-29,2	15.542,0	—	—	-911,7	20.659,0	-104,4	61.101,3	62.013,0	-1,5
A cinco años	25.174,1	22.262,0	13,1	—	16.183,0	-100,0	25.174,1	6.079,0	314,1	86.501,1	61.327,0	41,0
A diez años	46.460,5	28.594,0	62,5	29.586,6	17.212,0	71,9	16.873,9	11.382,0	48,3	189.518,9	172.645,0	9,8
A quince años	8.966,7	14.241,0	-37,0	—	—	—	8.966,7	14.241,0	-37,0	81.799,7	72.833,0	12,3
A treinta años	2.649,3	8.207,0	-67,7	—	—	—	2.649,3	8.207,0	-67,7	70.988,3	68.339,0	3,9

FUENTE: Banco de España.

al descomponer en tramos de distinto plazo residual la parte de la emisión bruta de bonos que se habían dejado de emitir, que viene registrada en el cuadro 2.1 en su correspondiente segmento de plazo original. El importe total de las reaperturas realizadas en 2011 ascendió a 35.152 millones de euros⁴. Combinando el cuadro 2.1 y el cuadro 2.2, se podría concluir que, desde el punto de vista del plazo residual hasta el vencimiento, el tramo de emisión en el entorno del tres años subiría en unos 10 mm de euros y el tramo en el entorno de los diez años bajaría en un volumen similar, con lo que la emisión bruta con plazos residuales en los entornos de tres, cinco y diez años habría estado bastante más equilibrada de lo que parecería indicar el cuadro 2.1.

Finalmente, la emisión bruta a quince y a treinta años ascendió a 8.966,7 y a 2.649,3 millones de euros, respectivamente, y se concentró en la primera parte del año. En comparación con 2010, supuso un descenso de la colocación bastante notable.

En términos netos, la financiación del Tesoro ha tenido lugar fundamentalmente mediante las líneas de deuda a medio y largo plazo, que concentraron un 98 % del total, ya que la aportación neta de fondos mediante letras se cifró en el modesto importe de 851,1 millones de euros. Los importes captados mediante bonos se situaron en 24.262,4 millones de euros, mientras que la emisión neta de obligaciones alcanzó los 28.489,9 millones. Esta composición relativa de la colocación neta por instrumentos no difiere sustancialmente de la realizada en 2010.

Un examen de la financiación neta por líneas de actividad revela que, en el segmento de corto plazo, la emisión neta negativa de letras a un año, cifrada en 4.240,4 millones de euros, se ha visto compensada tanto por la aportación positiva de las letras a dieciocho meses,

⁴ Un efecto adicional de la reapertura de líneas ya emitidas lo constituye el hecho de que el saldo objetivo para algunos bonos y obligaciones en circulación se ha incrementado por encima del límite anteriormente establecido en 16.500 millones de euros.

Año 2011

Millones de euros

	Plazo residual (años)					Total
	2-4	4-8	8-13	13-20	20-30	
TOTAL	10.645,0	8.799,0	12.725,0	1.058,0	1.925,0	35.152,0
PLAZO ORIGINAL:						
A tres años						
A cinco años	8.121,0					8.121,0
A diez años	1.378,0	8.799,0	12.725,0			22.902,0
A quince años	1.146,0			1.058,0		2.204,0
A treinta años					1.925,0	1.925,0

FUENTE: Banco de España.

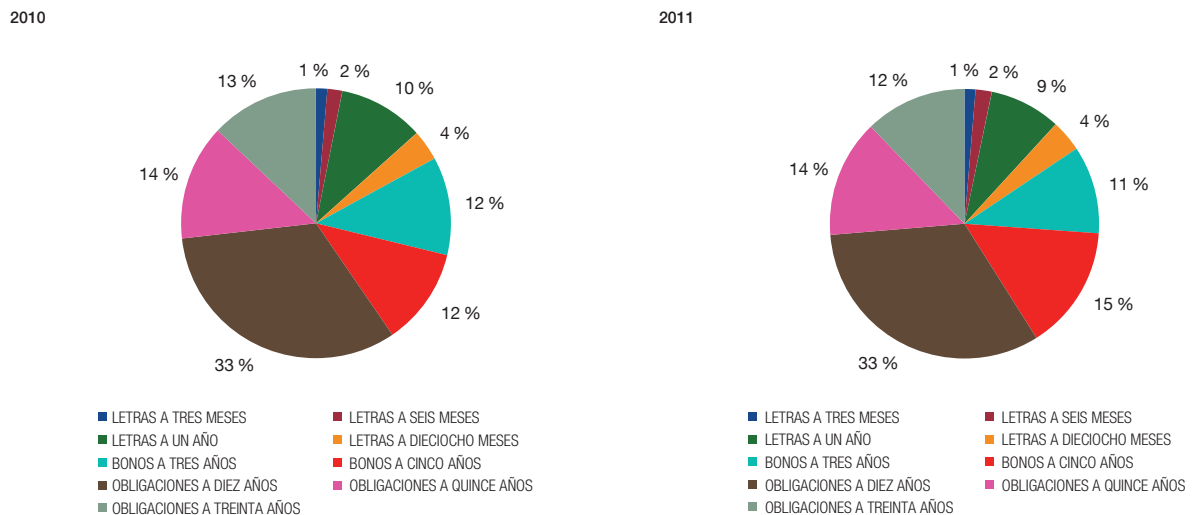
por importe de 2.695,6 millones de euros, como por fondos netos obtenidos a través de las letras a tres y a seis meses, que en conjunto aportaron otros 2.396 millones de euros⁵. El hecho de que la emisión neta en letras a un año, el instrumento predominante en el segmento de corto plazo, fuera negativa refleja que el volumen de amortizaciones en este instrumento superó la suma de vencimientos de las otras líneas de financiación mediante letras del Tesoro.

En cuanto el segmento de la deuda a medio y largo plazo, destaca la emisión neta de bonos a cinco años en 2011, hasta registrar 25.174,1 millones de euros, resultado que en gran parte refleja la ausencia de amortizaciones durante este año de bonos emitidos originalmente a cinco años.

La instrumentación del programa de financiación se realizó fundamentalmente con cargo al programa de subastas del Tesoro. Sin alterar en sustancia la transparencia y predictibilidad que viene caracterizando tradicionalmente la actuación del Tesoro como emisor, al comienzo de 2011 se procedió a adaptar ligeramente el margen de maniobra de los anuncios de emisión. Al objeto de hacer frente a los retos que ya se vislumbraban al comienzo del año, esa reforma de los anuncios de emisión ha supuesto dotar al emisor de mayor flexibilidad para gestionar la mayor volatilidad en las condiciones de demanda, al pasar a realizar mensualmente el anuncio de los bonos y obligaciones emitidos cada mes, frente a la periodicidad y alcance trimestrales con que se realizaban en 2010.

En conjunto, el programa de emisión bruta se saldó con 91 subastas (48 de letras y 43 de bonos y obligaciones), las correspondientes segundas vueltas y dos colocaciones mediante sindicación. Las dos sindicaciones realizadas en 2011 de sendas obligaciones a diez y a quince años tuvieron lugar en el primer trimestre del año (enero y marzo, respectivamente). En la segunda parte del año, las condiciones del mercado secundario alteraron la política habitual de abrir el primer tramo de una nueva obligación mediante sindicación, aunque el importe de la colocación de la nueva referencia a diez años por el procedimiento de subasta (4.330 millones de euros en noviembre) permitió asegurar también la liquidez desde el lanzamiento del nuevo instrumento.

⁵ La subasta de letras a tres meses celebrada en diciembre registró una demanda muy fuerte, cercana a los 10.500 millones de euros, que, pese a ser solo satisfecha parcialmente, determinó el signo ligeramente positivo que registró el recurso neto a esta línea de financiación del Tesoro en 2011 (véase cuadro A.1 del apéndice estadístico).



FUENTE: Banco de España.

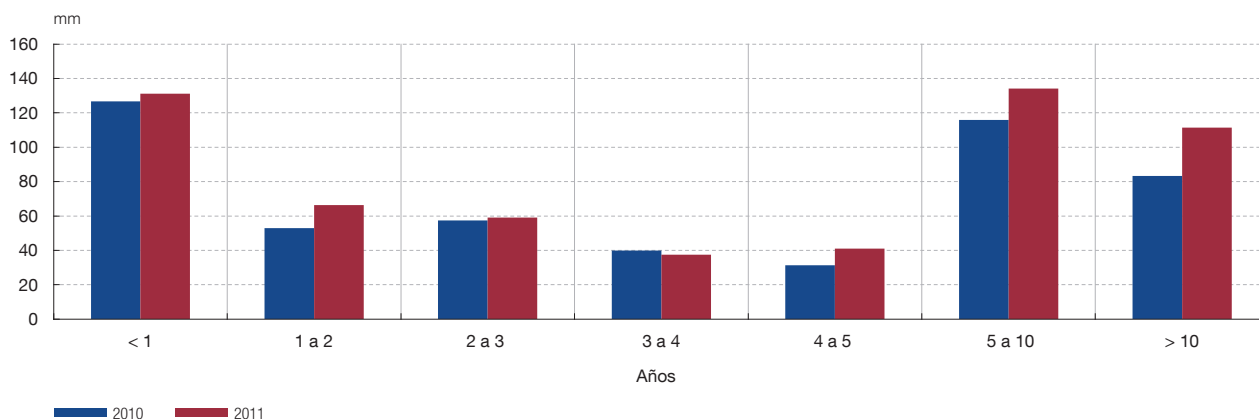
En cuanto a la ejecución de las subastas, el mayor nivel relativo de demanda se concentró, al igual que en 2010, en las letras, para las que la ratio de cobertura media fue de alrededor de cuatro veces. Por lo que se refiere a los bonos a tres y a cinco años, por un lado, y a las obligaciones a diez años, por otro, la ratio de cobertura ascendió a 2,2 y a 2,0 veces, respectivamente. En cuanto al desarrollo de las segundas vueltas, los creadores de mercado accedieron a ellas en un 70 % de las ocasiones. El recurso a las segundas vueltas fue menor para bonos y obligaciones, para los que este canal de oferta se utilizó en un 35 % de las ocasiones, frente a las letras, cuya utilización fue del 100 % en las de doce y dieciocho meses y del 80 % en las de más corto plazo. El importe colocado mediante segundas vueltas para letras, bonos y obligaciones representó alrededor del 6 % del total emitido, porcentaje similar al correspondiente a 2010.

2.3 Evolución del saldo vivo de deuda anotada

Como resultado del programa de emisión de 2011 descrito en los apartados anteriores, el saldo vivo de deuda del Estado en circulación acabó registrando un aumento del 10,2 %. El saldo de deuda del Estado anotada en el mercado de deuda pública ascendía, al concluir el ejercicio 2011, a 580.516,4 millones de euros.

La composición por líneas de ese saldo vivo debe interpretarse con las mismas cautelas que se mencionaban anteriormente. No obstante, algunas conclusiones son claras. La estabilización del saldo nominal de letras en 2011 en cerca de 90.500 millones de euros supone una reducción de 1,4 pp en el peso de esta línea de financiación para el Tesoro, hasta 15,6 % (véase gráfico 2.1). En términos de composición, las letras a un año concentraban alrededor del 55 % del saldo vivo de instrumentos a corto plazo, frente al 24 % que suponían las letras a dieciocho meses.

Por lo que se refiere a bonos y obligaciones, la concentración de la emisión neta en este conjunto de líneas ha determinado que su saldo creciese cerca del 12 %, hasta alcanzar 489.909,3 millones de euros. Este saldo supone que el peso de los bonos y de las obligaciones en la financiación del Estado al cierre de 2011 era del 84,4 %, frente al 83 % el año 2010. El desglose entre bonos, por un lado, y obligaciones, por otro, muestra que el saldo de los bonos creció un 20 %, por lo que su peso en el saldo total en circulación ganó 2 pp,



FUENTE: Banco de España.

situándose en un 25,4 % en 2011, frente al crecimiento más moderado (del 9 %) en el saldo de obligaciones, que hizo que perdiera peso relativo desde el 59,6 % de 2010 al 59 % en 2011. No obstante, las obligaciones del Estado siguen representando más de la mitad del saldo vivo total de deuda pública.

En términos de composición por cada una de las líneas individuales, destaca el crecimiento de 3,3 pp en el peso que representan los bonos originalmente emitidos a cinco años, hasta situarse en casi un 15 %. De esta forma, el peso de esta línea en la financiación del Tesoro sobrepasa en 2011 el que tienen las obligaciones a quince o a treinta años, cuyo saldo en circulación ha crecido de forma más moderada y alcanza un peso del 14,1 % y el 12,3 %, respectivamente. No obstante, el núcleo de la financiación mediante bonos y obligaciones lo aporta la línea de diez años, cuyo peso en el conjunto del saldo de deuda viva al cierre de 2011 era del 32,6 %, lo que supone casi el 39 % de la aportación del conjunto de bonos y obligaciones.

Desde una perspectiva más centrada en el plazo residual del saldo vivo de deuda, la actividad a lo largo de 2011 en líneas emitidas originalmente a tres o a cinco años se ha saldado en una ligera reducción de la vida media en aproximadamente tres meses. En cambio, la vida residual del conjunto de las obligaciones se mantuvo aproximadamente estable a pesar de la menor emisión de obligaciones a quince y a treinta años. Si se tiene en cuenta la ligera reducción registrada en la vida media del saldo de letras, en conjunto la cartera de deuda del Estado ha reducido su vida residual media en solo dos meses, aproximadamente, pasando de 6,7 años en 2010 a 6,5 años en 2011.

El gráfico 2.2 refleja la similitud existente entre los perfiles de amortizaciones brutas a los que se enfrentaba el Tesoro al finalizar los ejercicios 2011 y 2010, con una distribución por plazos de vencimiento que solamente ha sufrido cambios marginales.

3 MERCADO SECUNDARIO DE DEUDA DEL ESTADO

3 MERCADO SECUNDARIO DE DEUDA DEL ESTADO

3.1 Descripción general

La negociación en el mercado de deuda del Estado registró un aumento del 9,5 % en 2011 en relación con los volúmenes cruzados en el año 2010. Con esta expansión se corta una secuencia de tres años de reducciones en la actividad del mercado y la negociación vuelve a situarse por encima de los veinte billones de euros; en concreto, en 20,3 billones.

Tanto la negociación en el ámbito de titulares del mercado como la registrada en el segmento de terceros registraron aumentos en 2011: 8,7 % en el primero y 10,1 % en el segundo. Con estas variaciones, se mantienen las proporciones que ambos segmentos representaban ya en 2010 en la actividad del mercado: la contratación entre titulares supuso en 2011 el 45 % del total, mientras que la negociación con terceros representó el 55 %.

Si bien el mercado de deuda pública sigue concentrado en la negociación de bonos y obligaciones no segregados, en 2011 se ha mantenido la tendencia, iniciada en 2008, hacia una mayor contratación con letras del Tesoro. En concreto, la contratación con deuda a medio y a largo plazo no segregada pasó de representar el 80,7 % en 2010 al 80,2 % en 2011. En sentido contrario se movieron las participaciones de la negociación de letras del Tesoro y de los instrumentos segregados; en la primera, desde el 17,9 % hasta el 18,2 %; y en la segunda, desde el 1,4 % hasta el 1,6 %.

Por tipo de operaciones, se ha mantenido la misma evolución observada ya en 2010: un descenso considerable en la negociación en *repo*, que incluso deja de ser la operativa más relevante en el ámbito de terceros, y un aumento muy cuantioso en la contratación al contado. Así, mientras que la operativa en *repo* desciende desde el 31,1 % de 2010 hasta el 20,7 % en 2011 sobre el total, la negociación al contado aumentó desde el 25 % en 2010 hasta el 34,3 % en 2011. Por su parte, la cuota de la contratación en simultáneas ascendió ligeramente, desde el 43,1 % en 2010 al 43,9 % en 2011. Finalmente, si bien ha aumentado ligeramente desde el 0,8 % en 2010 hasta el 1,1 % de cuota en 2011, la importancia cuantitativa de las operaciones a plazo sigue siendo marginal.

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

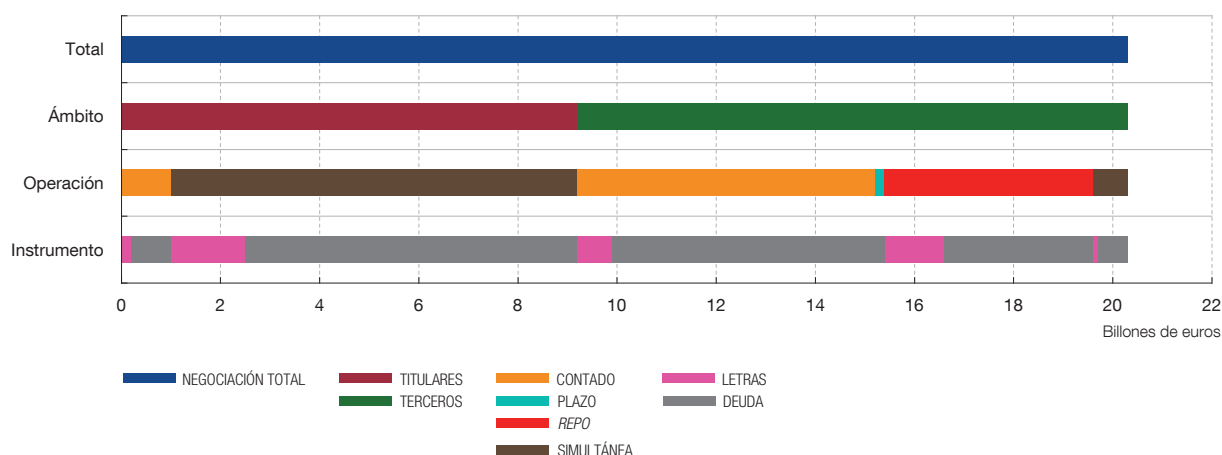
3.2 Negociación entre titulares

En 2011, la negociación entre titulares alcanzó 9,2 billones de euros, lo que, como se ha indicado anteriormente, supuso un aumento del 8,7 % en relación con la actividad de 2010. En términos porcentuales, el incremento de la negociación con letras del Tesoro fue muy considerable (21,3 %), mientras que el registrado en la contratación de bonos y obligaciones resultó bastante más moderado (6,1 %). Por último, aunque la contratación de instrumentos segregados creció un 57,4 %, esta cifra es poco significativa, al calcularse sobre unos volúmenes muy reducidos de actividad.

Los importes contratados en operaciones con bonos y obligaciones alcanzaron 7,5 billones de euros, lo que representa el 81,8 % del mercado entre titulares; por su parte, la ne-

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.

DESCOMPOSICIÓN DE LA NEGOCIACIÓN POR TIPO DE OPERACIÓN Y POR INSTRUMENTO



FUENTE: Banco de España.

NEGOCIACIÓN ENTRE TITULARES (a)

CUADRO 3.1

Año 2011

mm de euros y %

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total (a)	
	Volumen	Variación s/ 2010 (%)	Volumen	Variación s/ 2010 (%)	Volumen	Variación s/ 2010 (%)	Volumen	Variación s/ 2010 (%)	Volumen	Variación s/ 2010 (%)
TOTAL (a)	950,8	-1,3	19,3	127,6	—	—	8.194,0	9,8	9.164,2	8,7
Letras del Tesoro	138,7	57,1	4,7	10.391,1	—	—	1.509,2	18,5	1.652,7	21,3
Bonos y obligaciones	806,9	-6,9	12,7	95,3	—	—	6.672,3	7,9	7.492,0	6,1
Principales y cupones	5,2	-39,4	1,9	-1,8	—	—	12,5	540,6	19,6	57,4

FUENTE: Banco de España.

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

gociación con letras del Tesoro alcanzó 1,7 billones de euros (18 % del mercado) y la realizada con instrumentos segregados se situó en los 20 mm de euros (0,2 % del mercado).

En 2011, las operaciones al contado se redujeron un 1,3 % y se situaron en 951 mm. Por el contrario, se observó un crecimiento del 9,8 % en la contratación de operaciones simultáneas, que se situó en 8,2 billones de euros. Finalmente, las operaciones a plazo, aunque apenas se cruzan entre titulares, alcanzaron un volumen de negociación de 19,3 mm.

Tras estas variaciones, la negociación en este segmento del mercado se ha concentrado todavía más en las operaciones simultáneas, que acumulan un 89,4 % del total; por su parte, las operaciones al contado representan un 10,4 %, y las operaciones a plazo, un 0,2 %.

En el cuadro 3.1 se facilita la descomposición de la negociación entre titulares en 2011, por tipo de operación e instrumento, junto con las variaciones porcentuales en relación con la contratación del año 2010; por su parte, el cuadro 3.2 muestra las cuotas de negociación para los años 2010 y 2011.

%

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total (b)	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011
TOTAL (b)	11,4	10,4	0,1	0,2	—	—	88,5	89,4	100,0	100,0
Letras del Tesoro	1,0	1,5	0,0	0,1	—	—	15,1	16,5	16,2	18,0
Bonos y obligaciones	10,3	8,8	0,1	0,1	—	—	73,3	72,8	83,7	81,8
Principales y cupones	0,1	0,1	0,0	0,0	—	—	0,0	0,1	0,1	0,2

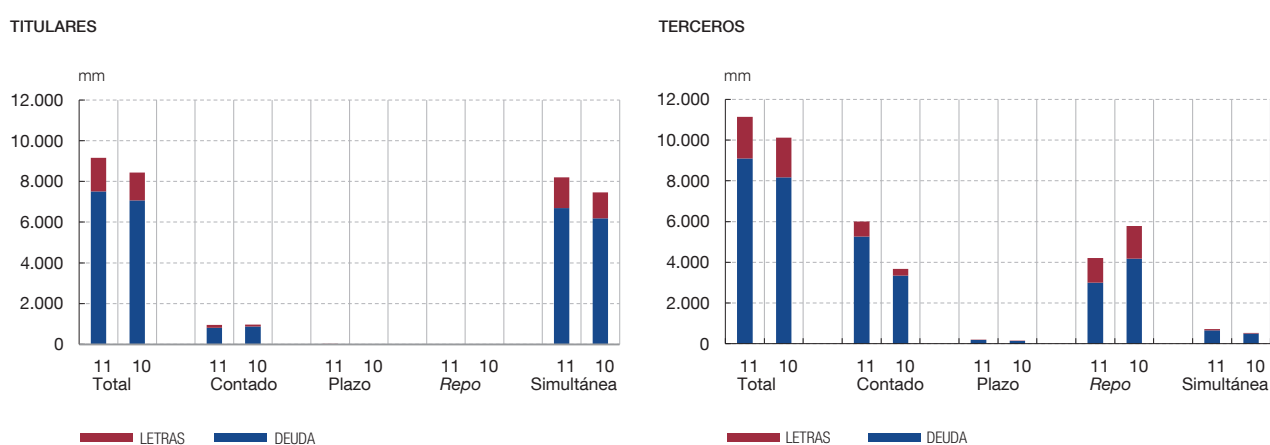
FUENTE: Banco de España.

a Porcentajes sobre la negociación total entre titulares.

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

NEGOCIACIÓN EN EL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA

GRÁFICO 3.2



FUENTE: Banco de España.

Por último, el panel izquierdo 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 pasó desde 964 mm en 2010 hasta 951 mm en 2011, básicamente como consecuencia de una caída de 60 mm en la actividad con deuda a medio y largo plazo, hasta situarse en 807 mm, compensada en su mayor parte por un incremento de 50 mm en la contratación con letras del Tesoro, que alcanzó 139 mm en 2011. Finalmente, los importes negociados con instrumentos segregados se redujeron aún más, desde 8,5 mm en 2010 hasta 5,2 mm en 2011.

La concentración de la negociación al contado de bonos y obligaciones aumentó significativamente en 2011. En efecto: mientras que en 2010 las cinco emisiones más negociadas no llegaban al 37 % de la negociación, en 2011 las cinco referencias más activamente contratadas suponían más del 43 % de la negociación. Por orden de importancia, las referencias más contratadas fueron la obligación con cupón 5,50 % y vencimiento en abril de 2021, el bono con cupón 3,25 % y vencimiento en abril de 2016, el bono con cupón 3,40 % y vencimiento en abril de 2014, la obligación con cupón 4,85 % y vencimiento en octubre de 2020, y el bono con cupón 2,50 % y vencimiento en octubre de 2013.

3.2.2 OPERACIONES SIMULTÁNEAS

En 2011, las operaciones simultáneas entre titulares crecieron un 9,8 % y alcanzaron los 8,2 billones de euros de negociación. De ellos, 6,7 billones se realizaron con bonos y obligaciones, lo que supuso un aumento del 7,9 % en relación con el año inmediatamente anterior. La negociación con letras del Tesoro aumentó un 18,5 % y totalizó 1,5 billones de euros. Por último, partiendo de unos niveles muy bajos, la contratación con instrumentos segregados se multiplicó por más de seis y alcanzó 12,5 mm de euros.

3.3 Negociación con terceros

La negociación con terceros alcanzó 11,1 billones de euros, lo que supuso un aumento del 10,1 % en relación con la observada en 2010. Esta contratación se realiza principalmente con bonos y obligaciones, cuya negociación, con un aumento del 11,3 %, ascendió a 8,8 billones de euros.

También se registraron aumentos del 4,4 % en la negociación de letras del Tesoro, que ascendió a 2 billones de euros, y del 19,4 % en la contratación de principales y cupones segregados, que tan solo alcanzó 298,5 mm.

Con estas evoluciones, la concentración de la negociación con bonos y obligaciones en el ámbito de terceros pasó del 78,2 % en 2010 al 79 % en 2011. En sentido contrario se movió la cuota de participación de la contratación con letras del Tesoro, ya que pasó del 19,3 % en 2010 al 18,3 % en 2011. Por último, la cuota de la negociación con instrumentos segregados avanzó ligeramente, desde el 2,5 % en 2010 al 2,7 % en 2011.

Por otro lado, en este ámbito de terceros, se están observando variaciones muy significativas en el desglose de la operativa atendiendo al tipo de operación. Así, la contratación al contado, a plazo y en simultánea crecieron considerablemente: 63,6 %, 41,2 % y 38 %, respectivamente. Con estos aumentos, los volúmenes respectivos contratados en 2011 se situaron en 6 billones, 207 mm y 727 mm. También notable fue la variación en la operativa en *repo*, si bien de sentido contrario, ya que cayó un 27,2 %, hasta situarse en 4,2 billones.

De este modo, las operaciones al contado aumentaron de forma muy notable su importancia relativa en el conjunto de la negociación con terceros, pues pasaron de representar el 36,2 % en 2010 al 53,9 % en 2011. También crecieron, aunque de forma mucho más moderada, las cuotas correspondientes a las operaciones a plazo (de un 1,4 % a un 1,9 %) y a las operaciones simultáneas (de un 5,2 % a un 6,5 %). Todos estos aumentos se compensaron con la pérdida de importancia relativa que se produjo en la negociación en *repo*, cuya cuota pasó del 57,1 % en 2010 al 37,7 % en 2011.

En relación con la actividad de los terceros en el mercado de deuda pública, conviene señalar que el número de reclamaciones recibidas en el Servicio de Reclamaciones del Banco de España aumentó desde las quince recibidas en 2010 hasta dieciocho en 2011. Además, de estas últimas, dieciséis fueron presentadas contra el Banco de España y solamente dos contra otras entidades gestoras.

Respecto a las dos presentadas frente a entidades distintas del Banco de España, se resolvieron de forma diferente. En la primera, la reclamación versaba sobre el importe de una comisión en la adquisición de valores y resultó en el allanamiento de la entidad, con la consiguiente devolución del importe de dicha comisión. En la segunda, la reclamación se debió a un error de la entidad, que provocó la falta de ejecución de una orden de suscripción de valores; no obstante, habiendo reconocido su error la entidad gestora, puso todos los medios para mitigar las consecuencias y ofreció al cliente las compensaciones

por posibles daños y perjuicios causados, por lo que el Servicio de Reclamaciones consideró que la actuación de la entidad no podía ser considerada como contraria a las buenas prácticas y usos financieros.

En relación con las dieciséis reclamaciones presentadas contra el Banco de España en su actividad como entidad gestora, hay que indicar que siete de ellas hacían referencia a los tiempos de espera de los clientes para ser atendidos. Ante estas reclamaciones, el Banco de España ha dado explicaciones y ha pedido las disculpas correspondientes por no poder hacer frente como sería deseable a las situaciones de afluencia masiva de público para suscribir deuda. A pesar de que el servicio correspondiente se refuerza en esos casos, los elevados tipos de interés resultantes en algunas de las subastas celebradas a final de año provocaron tal nivel de demanda en Cuentas Directas que fue imposible prestar una atención más rápida a los inversores.

De las otras nueve reclamaciones, cuatro están ligadas a los resultados de las subastas en sí: un cliente consideró que no fue informado adecuadamente, otro quería anular la suscripción de unos bonos una vez conocidos los resultados de la subasta, un tercero se quejó de que no se atendiera su petición, incluso sin haber hecho la provisión suficiente de fondos, y, finalmente, el último reclamó en relación con la tasa rentabilidad en una subasta de bonos. En los cuatro casos, se entendió que la actuación del Banco de España fue adecuada y, por tanto, las reclamaciones fueron desestimadas.

Por último, las cinco reclamaciones restantes se referían a los siguientes ámbitos: dos, a los requisitos para apertura de cuenta por una sociedad; una, al importe de una comisión de transferencia; otra, ligada a una entidad gestora a la que se encomendó la venta de unos valores anotados en Cuentas Directas, siendo este el procedimiento establecido para la liquidación de activos previa a la amortización; y, finalmente, una referida a un error en el envío de correspondencia. En las tres primeras, el Banco de España se limitó a informar a los reclamantes; en la cuarta, la reclamación se dirigió para su tramitación frente a la entidad gestora externa y, en relación con la última, el Banco de España se disculpó ante los titulares afectados por el error en la correspondencia.

Por otro lado, dentro de la actividad supervisora del Banco de España, se llevó a cabo una inspección específicamente relacionada con el mercado de deuda. En la entidad inspeccionada se detectaron algunas deficiencias de importancia menor en los sistemas de control interno, así como algún problema también poco relevante en la contabilización de algún tipo de operación.

Por el contrario, dicha entidad cumplía perfectamente con sus obligaciones registrales, así como con aquellas ligadas a la protección del cliente y a la transparencia. En relación con este último ámbito, no se ha llevado a cabo un proceso de circularización, esto es, de contacto directo con los clientes de esta entidad para constatar su conformidad sobre la existencia y condiciones de las operaciones registradas, debido a que la entidad inspeccionada tiene poca actividad con clientes minoristas.

El resto de la sección se dedica a la descripción, en primer lugar, de la operativa al contado, y, en segundo, de la contratación en *repo* y en simultáneas. Los cuadros 3.3 y 3.4 recogen, para la negociación con terceros, la misma información que, para el caso de la negociación entre titulares, facilitaban los cuadros 3.1 y 3.2; asimismo, el panel derecho del gráfico 3.2 muestra el desglose de la negociación con terceros para los años 2010 y 2011.

Año 2011

mm de euros y %

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total (a)	
	Volumen	Variación s/ 2010 (%)	Volumen	Variación s/ 2010 (%)	Volumen	Variación s/ 2010 (%)	Volumen	Variación s/ 2010 (%)	Volumen	Variación s/ 2010 (%)
TOTAL (a)	6.006,3	63,6	207,0	41,2	4.207,0	-27,2	727,3	38,0	11.147,6	10,1
Letras del Tesoro	738,1	122,3	22,0	135,9	1.213,8	-23,9	68,4	243,9	2.042,3	4,4
Bonos y obligaciones	5.227,0	57,9	180,3	39,6	2.740,9	-30,9	658,7	29,9	8.806,8	11,3
Principales y cupones	41,3	46,9	4,7	-42,5	252,3	18,0	0,2	193,1	298,5	19,4

FUENTE: Banco de España.

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

3.3.1 OPERACIONES SIMPLES AL CONTADO

En la operativa al contado la contratación ascendió a 6 billones de euros, lo que, como se ha señalado anteriormente, supuso un crecimiento del 63,6 % en 2011; esta actividad se realizó, fundamentalmente, con bonos y obligaciones, ya que los volúmenes negociados con letras del Tesoro y con deuda segregada se situaron en tan solo 738 mm y 41 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 algo inferior en el caso de los bonos y obligaciones, en que se sitúa en el 95 %, y ya más reducido en el caso de los instrumentos segregados, pues se halla en el 88 %. En el resto de la contratación, las entidades se limitaron a registrar operaciones comunicadas por las partes contratantes.

Los volúmenes medios más elevados se producen en las operaciones con bonos y obligaciones en las que la entidad gestora da contrapartida en nombre propio, con un importe de 17,8 millones de euros, y en las compraventas de letras del Tesoro con ese mismo método de intermediación, con un importe en este caso de 12,1 millones.

Al igual que se ha apuntado para la contratación al contado entre titulares, aunque de forma mucho menos marcada, la negociación en el ámbito de terceros también mostró en 2011 una considerable concentración: de las 39 referencias negociadas, las cinco emisiones con mayor actividad acumularon el 26 % de los volúmenes cruzados, lo que supone un nivel similar al de 2010.

3.3.2 OPERACIONES REPO Y SIMULTÁNEAS

En 2011, la negociación en operaciones *repo* con terceros se redujo un 27,2 %, hasta situarse en 4,2 billones de euros. De este modo, sigue perdiendo, de forma muy significativa, importancia relativa en el conjunto de la negociación: de representar el 77,6 % del total de la negociación con terceros en 2009, ha pasado a ser el 37,7 % en 2011. De estos volúmenes contratados en operaciones *repo*, el 65 % se negoció con bonos y obligaciones, el 29 % se negoció con letras del Tesoro y, por último, el 6 % restante, con instrumentos segregados.

En la operativa en *repo*, las gestoras dieron contrapartida en nombre propio en casi la totalidad de los volúmenes cruzados en 2011. El registro por orden conjunta de las partes contratantes es marginal, mientras que la negociación en que la entidad gestora actúa como comisionista fue nula.

%

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total (b)	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011
TOTAL (b)	36,3	53,9	1,4	1,9	57,1	37,7	5,2	6,5	100,0	100,0
Letras del Tesoro	3,3	6,6	0,1	0,2	15,8	10,9	0,2	0,6	19,3	18,3
Bonos y obligaciones	32,7	46,9	1,3	1,6	39,2	24,6	5,0	5,9	78,2	79,0
Principales y cupones	0,3	0,4	0,1	0,0	2,1	2,3	0,0	0,0	2,5	2,7

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.

En 2011, la contratación de operaciones simultáneas en el ámbito de los terceros, con un crecimiento del 38 %, ascendió a 727 mm y se realizó en un 91 % de los volúmenes con bonos y obligaciones. Con esta evolución, este tipo de operativa representó en 2011 el 6,5 % del total de la negociación con terceros.

Las entidades dieron contrapartida en nombre propio en la totalidad de las operaciones simultáneas realizadas con terceros. Los volúmenes medios por operación indican que en esta contratación los grandes inversores participan en mayor medida que en el caso de las operaciones *repo*. En efecto: en la negociación con terceros, mientras que el volumen medio de una operación *repo* con bonos y obligaciones en 2011 se situó en 2,7 millones de euros, el tamaño medio de una operación simultánea alcanzó los 21,5 millones de euros.

3.4 Mercados derivados

En 2011, la actividad de los mercados europeos de productos derivados de la deuda pública siguió concentrada en el mercado alemán, que abarcó la casi totalidad del volumen negociado, con una cuota de prácticamente el 100 %². Tras las disminuciones experimentadas en los años precedentes, tanto en 2010 como en 2011 la contratación de estos instrumentos en EUREX mostró tasas de crecimiento positivas. El volumen total de negociación durante 2011 fue un 9 % superior al del ejercicio previo, como resultado de aumentos individuales en casi todos los instrumentos. En lo que se refiere exclusivamente a la negociación del futuro sobre el bono a diez años, que continuó siendo el producto derivado de la deuda soberana más negociado³, el incremento fue de un 2,7 %.

En este contexto, MEFF continuó registrando volúmenes negociados muy reducidos. El volumen total de contratación del futuro sobre el bono a diez años, que siguió representando un segmento residual del mercado, ascendió durante 2011 a 1,8 millones de euros, lo que supuso un 28,6 % más de negociación que en 2010. Por otra parte, la posición abierta finalizó el año en 200.000 euros, frente al valor nulo registrado el año anterior.

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 negocian contratos de futuros y opciones sobre el bono alemán a dos, cinco y diez años, así como futuros sobre el bono alemán a treinta años y sobre deuda italiana a corto, medio y largo plazo.

3 El futuro sobre el bono alemán a diez años representó el 40 % 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 2011 los saldos vivos de deuda pública registraron un nuevo aumento, si bien más moderado que en el año anterior. El crecimiento del saldo de bonos y obligaciones ascendió a 49 mm, el correspondiente a instrumentos segregados fue de 5,4 mm y, finalmente, el de letras del Tesoro alcanzó solamente 0,8 mm.

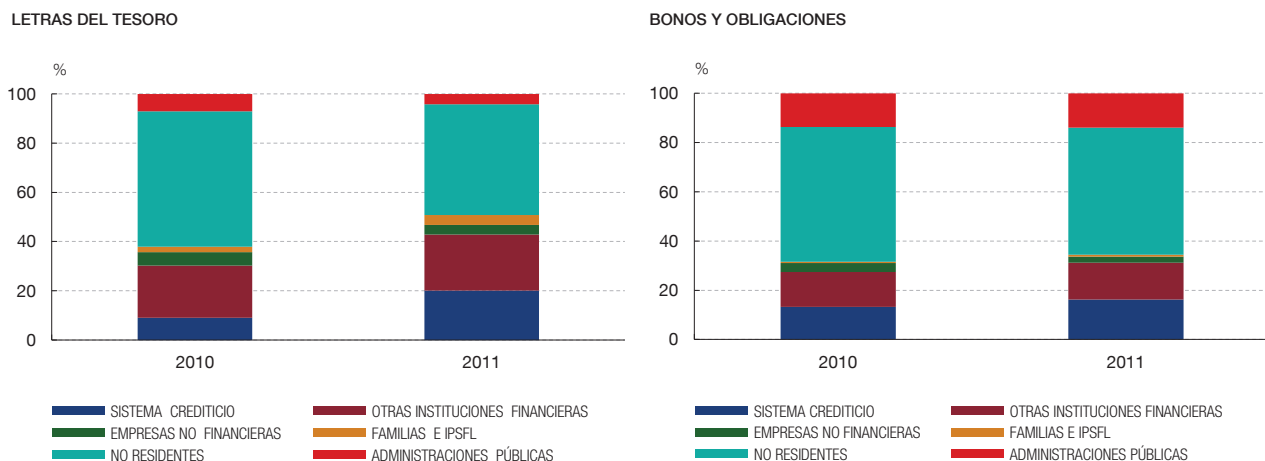
De este modo, al final de 2011 el saldo vivo de letras del Tesoro alcanzaba 90,6 mm de euros, el de bonos y obligaciones se situaba en 466,9 mm de euros¹, y, por último, los principales y cupones segregados en circulación ascendían a 43 mm de euros.

El gráfico 4.1 muestra, tanto para 2010 como para 2011, las carteras registradas de letras del Tesoro y de bonos y obligaciones de cada grupo de agentes como porcentaje de los correspondientes saldos vivos. Por su parte, los cuadros A.14 y A.15 del apéndice estadístico facilitan, respectivamente, las carteras registradas y las carteras a vencimiento que mantienen los distintos tipos de agentes², tanto en valores absolutos como en términos porcentuales sobre los saldos vivos.

En relación con la información de carteras a vencimiento presentada en el cuadro A.15, hay que hacer notar que, tal y como se informó en la edición del año anterior de esta Memoria, los datos correspondientes a las entidades de crédito y a los no residentes han sido corregidos para tener en cuenta la creciente participación española en la actividad desarrollada por las dos cámaras de contrapartida central³ de renta fija europea: la británica London Clearing House (LCH) y la alemana EUREX Repo.

En efecto, desde julio de 2010, varias entidades españolas se han sumado a la actividad de las dos contrapartidas centrales anteriormente citadas, y, por ello, una parte significativa de sus operaciones temporales no queda reflejada en los sistemas de la Central de Anotaciones. Dado que esta información era utilizada para calcular las carteras a vencimiento del sistema bancario español, ha habido que recurrir a fuentes alternativas; en concreto, a las declaraciones que las entidades de crédito hacen al respecto dentro de sus obligaciones periódicas de remisión de información al Banco de España.

- 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.
- ² En relación con estos cuadros A.14 y A.15, hay que señalar que, frente al desglose publicado en ediciones anteriores de esta Memoria, se ha decidido agrupar todas las entidades del sistema crediticio, a excepción del Banco de España, en una sola rúbrica. Esta decisión está motivada por la falta de utilidad analítica de la distinción entre bancos y cajas de ahorros, una vez que los planes de integración de estas últimas están materializándose, con distintas formas jurídicas, en el traspaso de la actividad financiera a un banco.
- ³ Una cámara de contrapartida central tiene como función principal la interposición por cuenta propia en los procesos de compensación y liquidación de valores, fundamentando su actuación en la novación de contratos y gestionando el riesgo derivado de la interposición mediante la exigencia de garantías. Con la novación se produce la extinción de las obligaciones de los participantes a favor de la contrapartida central, que asume dichas obligaciones y pasa a actuar como contraparte tanto del comprador como del vendedor, garantizando así el buen fin de las operaciones. Es decir, la existencia de una contrapartida central libera a las entidades participantes del riesgo de contraparte; de ahí su trascendencia para las entidades españolas, a las que tanto afectó la percepción de doble riesgo-país. En España existe una cámara de contrapartida central (MEFFCLEAR) para operaciones con valores de renta fija; esta entidad de contrapartida central registra una operativa muy limitada, ya que las entidades no residentes, que son las más activas en la negociación, no operan en ella.



FUENTE: Banco de España.

En relación con las carteras registradas de bonos y obligaciones, la variación más cuantiosa se registró en el sistema crediticio, cuyas tenencias aumentaron en 21,1 mm. De ellos, 8,2 correspondieron al Banco de España y los 12,9 mm restantes a las demás entidades de crédito; no obstante, el aumento reflejado en las cuentas del Banco de España responde fundamentalmente a la toma de activos como garantía de operaciones de política monetaria, por lo que, corrigiendo este hecho, puede afirmarse que el grueso del aumento de este sector corresponde a las entidades de crédito distintas del Banco de España.

Además, se observaron otros aumentos significativos: 12,1 mm en el grupo de inversores no residentes, 10,8 mm en el sector de otras instituciones financieras (de los cuales, 7,8 mm correspondieron a empresas de seguros) y 7,8 mm en las Administraciones Públicas. De menor cuantía fue el incremento observado en las carteras de las familias, que tan solo crecieron en 1,4 mm. Por último, solamente el grupo de empresas no financieras registró un descenso en sus tenencias de bonos y obligaciones, cifrado en 3,8 mm.

Con las variaciones anteriores, al final de 2011 los inversores no residentes eran propietarios del 51,6 % del saldo de estos instrumentos, lo que supone que su participación cayó en 3,1 pp respecto a 2010. El resto del saldo se distribuye en participaciones similares entre el sistema crediticio (16,3 %), las otras instituciones financieras (15 %) y las Administraciones Públicas (13,9 %); finalmente, las empresas no financieras y las familias mantenían conjuntamente unas carteras que suponían el 3,3 % del saldo.

En relación con las letras del Tesoro, el cambio más significativo es también el aumento en las carteras del sistema crediticio, cifrado en 10,3 mm; de ellos, 2,7 mm correspondieron al Banco de España, si bien con la misma salvedad comentada anteriormente, y 7,6 mm correspondieron al resto del sistema crediticio. En sentido contrario, y por un importe elevado, se movieron las carteras de los inversores no residentes, ya que registraron un descenso de 8,7 mm.

Las variaciones de las carteras en el resto de grupos de inversores fueron más limitadas. Así, se observaron aumentos de 1,6 mm en las familias y de 1,5 mm en las otras institu-

ciones financieras, y se registraron caídas de 2,5 mm en las Administraciones Públicas y de 1,3 mm en las empresas no financieras.

Con estas variaciones, en 2011 los inversores no residentes han reducido su cuota de propiedad sobre el saldo total de letras del Tesoro en 10,1 pp; a pesar de ello, siguen constituyendo el grupo más relevante en términos cuantitativos, ya que poseen el 45 % del saldo vivo de letras del Tesoro. Tras ellos, les siguen en importancia las otras instituciones financieras (con una participación del 22,7 %) y el sistema crediticio (con una cuota del 20,2 %). Finalmente, las tenencias de Administraciones Públicas, de empresas no financieras y de familias se hallan en niveles similares, y sus cuotas son 4,2 %, 4 % y 4 %, respectivamente.

Por último, en relación con los instrumentos segregados, hay que resaltar los aumentos de 4,3 mm en las tenencias del grupo de otras instituciones financieras, de 2,3 mm en las del sistema crediticio y de 1,7 mm en las de las empresas no financieras. En sentido contrario evolucionaron las carteras de Administraciones Públicas y de no residentes, ya que se redujeron en 1,5 mm y 1,4 mm, respectivamente.

De este modo, en relación con los principales y cupones segregados, los dos grupos inversores con mayor porcentaje de propiedad sobre el saldo a final de 2011 son las otras instituciones financieras, con una participación del 44,9 %, y los no residentes, con una cuota del 27 %.

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

Por un lado, el sistema bancario, que actúa como intermediario, mantiene grandes carteras a vencimiento, que refinancia mediante ventas temporales al resto de sectores; por otro lado, 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.

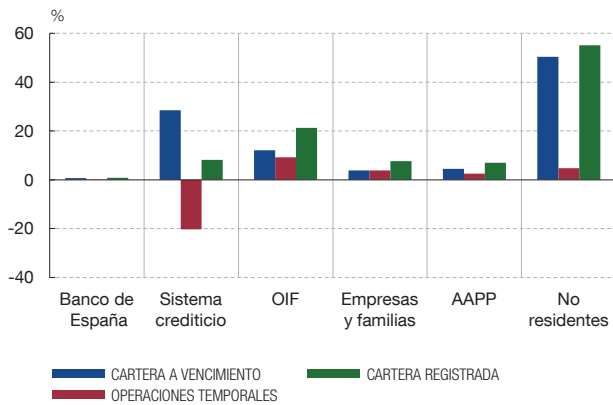
Por último, en relación con los inversores no residentes hay que apuntar que hasta 2009 mantenían una posición muy elevada a vencimiento, que apenas se modificaba con la realización de operaciones temporales. Sin embargo, ya en 2010 modificaron su actuación con bonos y obligaciones, de forma que su posición temporal pasó a ser claramente compradora, y este comportamiento no solo se ha mantenido en 2011, sino que se ha extendido también a su operativa con letras del Tesoro.

4.2 El Banco de España como entidad gestora

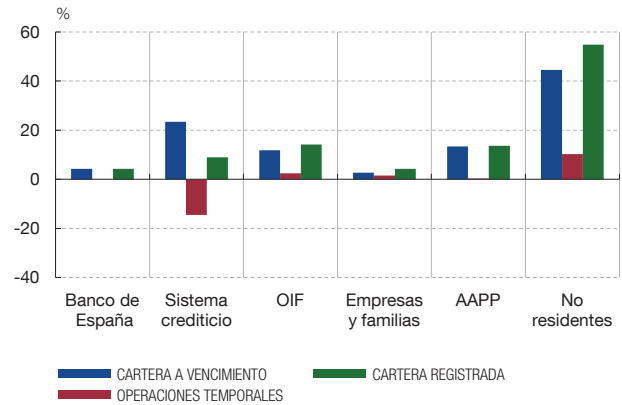
Los saldos mantenidos en las Cuentas Directas del Banco de España descendieron un 6,2 % en 2011 y se situaron al final de dicho año en 4.741 millones de euros. Esta caída ha sido el resultado de una reducción del 21,1 % en el saldo de bonos y obligaciones, que no fue compensada totalmente por el aumento del 28,6 % en el saldo de letras del Tesoro.

Tras estas variaciones, a finales de 2011 el saldo de bonos y obligaciones se situó en 2.799 millones de euros, lo que suponía el 59 % de los saldos mantenidos en las Cuentas Directas del Banco de España. Por su parte, las tenencias de letras del Tesoro man-

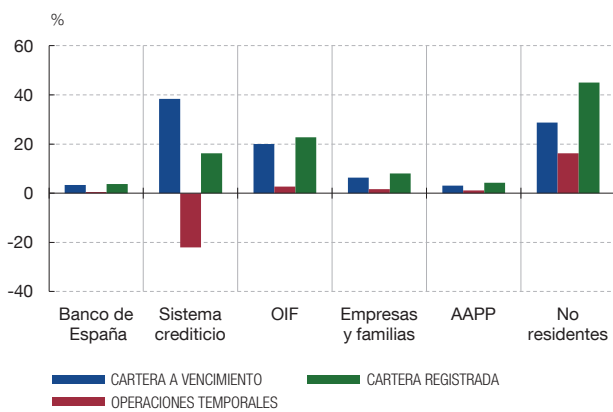
LETRAS DEL TESORO - 2010



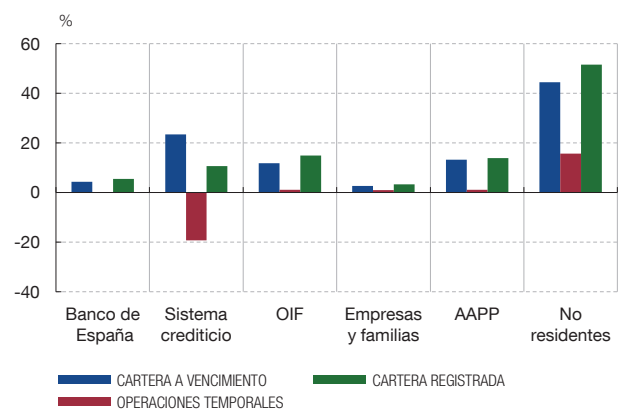
BONOS Y OBLIGACIONES - 2010



LETRAS DEL TESORO - 2011



BONOS Y OBLIGACIONES - 2011



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.

tenidas en este sistema se situaron en 1.942 millones de euros y suponían el 41 % restante.

Con estas cifras, el Banco de España era, al cierre del 2011, la octava entidad gestora por tamaño de los saldos registrados. En el caso de las letras del Tesoro, era la cuarta entidad con mayores saldos registrados a favor de terceros, mientras que, en el caso de los bonos y obligaciones, se encontraba en la novena plaza.

5 OTROS EMISORES

5 OTROS EMISORES

La deuda de otros emisores¹ admitida a negociación en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones aumentó significativamente durante el año 2011, registrando un crecimiento de 11.302 millones de euros. Esto supuso una expansión del saldo vivo del 40,6 % con respecto al año 2010. La mayor parte de dicho aumento se debió al ascenso del saldo registrado por otras instituciones públicas distintas de las Comunidades Autónomas, por un importe de 7.795 millones de euros, resultante en su práctica totalidad de emisiones realizadas por el FROB. Por su parte, el saldo de deuda de Comunidades Autónomas también aumentó, aunque de forma más moderada, por un valor de 3.507 millones de euros.

En el mercado secundario, el volumen de negociación experimentó un impulso muy significativo, hasta alcanzar los 75 mm de euros, que suponen un aumento del 135,2 % en relación con 2010. Tras la tendencia claramente decreciente que se observaba desde 2005, dicho repunte ha situado la negociación en niveles de máximos históricos. Esta recuperación es el resultado de aumentos del 215,6 % en la negociación entre titulares, que se ha situado en 13,8 mm de euros, y del 122,4 % en la contratación en el ámbito de terceros, que ha alcanzado 61,3 mm de euros.

Finalmente, cabe destacar la incorporación de la Junta de Extremadura al Mercado de Deuda Pública en Anotaciones. Tras haber firmado en 2010 un convenio con el Banco de España contemplando dicha posibilidad, esta se materializó en el mes de mayo de 2011.

5.1 Mercado primario

El saldo de deuda de Comunidades Autónomas y otras instituciones públicas aumentó durante 2011 en 11.302 millones de euros, situándose en 39.167 millones de euros al final del año (véase cuadro 5.1). Este aumento es considerablemente mayor que el experimentado durante 2010, cuando el saldo se incrementó en 5.118 millones de euros. Como consecuencia de ello, a lo largo de estos dos últimos años los saldos registrados por las Comunidades Autónomas y otras instituciones públicas en la Central de Anotaciones han aumentado un 72,2 %.

Las emisiones brutas realizadas por las Comunidades Autónomas, por importe de 5.850 millones de euros, más que duplicaron las amortizaciones, que se cifraron en 2.344 millones de euros, resultando en una emisión neta de 3.506,5 millones de euros. Por su parte, en el caso de las otras instituciones públicas, la emisión neta fue de 7.795 millones de euros, casi igual que la emisión bruta, dado que la amortización apenas alcanzó los 150 millones de euros.

¹ En el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, además de negociarse los valores de renta fija representados mediante anotaciones en cuenta emitidos por el Estado, se negocian los emitidos por el Instituto de Crédito Oficial y, a solicitud de ellos, pueden admitirse los emitidos por el Banco Central Europeo, por los bancos centrales nacionales de la Unión Europea, por las Comunidades Autónomas, por bancos multilaterales de desarrollo de los que España sea miembro, por el Banco Europeo de Inversiones o por otras entidades públicas. A este respecto, conviene señalar que las Comunidades Autónomas con competencias en esta materia pueden crear, regular y organizar un mercado autonómico de deuda pública en anotaciones a fin de albergar la negociación de valores de renta fija emitidos tanto por ellas como por otras entidades de derecho público dentro de su ámbito territorial. Por tanto, debe tenerse en cuenta que el capítulo de «Otros emisores» se limita a describir las emisiones admitidas a negociación en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones y que pueden existir —y, de hecho, existen— valores públicos emitidos por Comunidades Autónomas y por otros emisores públicos negociados en otros mercados.

Mercado primario. Año 2011

Millones de euros

	Saldo en circulación 31.12.2010	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación 31.12.2011
TOTAL	27.865,1	13.795,3	2.493,7	11.301,5	39.166,6
Comunidades Autónomas	23.233,5	5.850,3	2.343,7	3.506,5	26.740,1
Andalucía	5.679,6	826,6	955,3	-128,8	5.550,9
Aragón	908,0	265,0	0,0	265,0	1.173,0
Balears	1.385,2	360,0	60,0	300,0	1.685,2
Canarias	1.600,6	216,9	235,2	-18,3	1.582,3
Castilla y León	1.162,9	258,3	157,0	101,3	1.264,2
Castilla-La Mancha	1.010,0	371,6	50,0	321,6	1.331,5
Extremadura	0,0	41,0	0,0	41,0	41,0
Galicia	3.029,5	726,9	220,0	506,9	3.536,4
Madrid	5.817,7	1.554,5	359,9	1.194,6	7.012,3
Murcia	650,6	439,1	76,3	362,8	1.013,4
Navarra	984,4	390,5	30,0	360,5	1.344,9
Valencia	1.005,0	400,0	200,0	200,0	1.205,0
Otras instituciones públicas	4.631,5	7.945,0	150,0	7.795,0	12.426,5
ICO	135,2	0,0	0,0	0,0	135,2
RENFE	156,2	0,0	0,0	0,0	156,2
Ayuntamiento de Madrid	1.340,0	0,0	150,0	-150,0	1.190,0
FROB	3.000,0	7.945,0	0,0	7.945,0	10.945,0

FUENTE: Banco de España.

En el desglose por Comunidades Autónomas, en 2011 destaca claramente la emisión neta de Madrid, por importe de 1.195 millones de euros, seguida a una distancia considerable por Galicia, con un importe neto de 507 millones. En niveles más reducidos, aunque considerables, se sitúan las comunidades de Murcia, Navarra, Castilla-La Mancha, Baleares, Aragón y Valencia, con importes de 363, 361, 322, 300, 265 y 200 millones de euros, respectivamente. Por último, destacan por sus emisiones netas negativas las comunidades de Canarias y Andalucía, con valores negativos de 18 y 129 millones de euros, respectivamente. Debe destacarse, asimismo, la incorporación a este mercado de la Junta de Extremadura, que, tras emitir por primera vez en el mes de mayo, acumuló durante 2011 una emisión neta de 41 millones de euros.

También en términos de emisión bruta, destaca significativamente la Comunidad de Madrid, que, con un importe bruto de 1.555 millones de euros, casi duplica el volumen emitido por la Junta de Andalucía, que ocupa el segundo puesto con 827 millones de euros. En cambio, Andalucía vuelve a destacar, como en ejercicios anteriores, por su abultado volumen de amortizaciones, que ascendió a 955 millones de euros en el conjunto del año. El motivo es que se trata de la única comunidad que realiza emisiones de pagarés, de modo que tiene que atender un perfil de amortizaciones a más corto plazo.

Con respecto al resto de instituciones públicas presentes en este mercado, la variación del saldo anotado global se explica casi en su totalidad por la emisión de deuda realizada por el FROB, por importe de 7.945 millones de euros. Por lo demás, aparte de la

amortización por valor de 150 millones de euros que se produjo en el caso del Ayuntamiento de Madrid, ninguna otra entidad ha registrado actividad en el mercado primario. Así, los saldos anotados correspondientes a la Red Nacional de Ferrocarriles Españoles (RENFE) y al Instituto de Crédito Oficial (ICO) se han mantenido sin variación durante todo el año.

5.2 Mercado secundario

La negociación de deuda autonómica y de otras instituciones públicas en el mercado secundario aumentó considerablemente durante 2011, alcanzando 75.029 millones de euros, frente a los 31.903 millones de 2010, lo que supone un incremento del 135,2 % (véase cuadro 5.2). La contratación entre titulares, que aumentó un 215,6 %, registró 13.768 millones de euros, mientras que en el ámbito de terceros el aumento fue del 122,4 %, hasta situarse en 61.261 millones de euros.

En cuanto a la distribución de la negociación total por instrumentos, la mayor parte correspondió a contratación con bonos y obligaciones de Comunidades Autónomas (46.118 millones de euros), que supuso el 61,5 % del total del mercado, seguida por los bonos y obligaciones de otras instituciones públicas (28.652 millones de euros), con un 38,2 %, y con un papel residual de los pagarés (259 millones de euros), que solamente representaron un 0,3 % del mercado.

El único tipo de instrumento que registró un descenso de la actividad negociadora fueron los pagarés, cuya contratación descendió un 48,9 %. Por el contrario, los bonos y obligaciones tanto de Comunidades Autónomas como de otras instituciones públicas experimentaron un aumento en la negociación, que fue especialmente intenso en el caso de los segundos. En concreto, los aumentos fueron de un 60,1 % en la negociación de bonos y obligaciones de Comunidades Autónomas y de un 1.005,4 % en la contratación de bonos y obligaciones de otras instituciones públicas.

En el ámbito de la contratación entre titulares de cuenta, al contrario que en 2010, se produjo un descenso de la operativa con bonos y obligaciones de Comunidades Autónomas, mientras que en los otros dos tipos de instrumentos la actividad aumentó de forma muy significativa. Como consecuencia de ello, en este ámbito la negociación de bonos y obligaciones de Comunidades Autónomas pasó de representar el 89,5 % del total en 2010 a solamente un 15,8 % en 2011, siendo la negociación de bonos y obligaciones de otras instituciones públicas la que acaparó la mayor parte de la contratación, con un 84 % del total.

En el ámbito de la negociación de gestoras con terceros, la contratación con bonos y obligaciones de Comunidades Autónomas también perdió peso relativo, a pesar de haber aumentado en términos absolutos con respecto a 2010. Así, con un volumen de 43.949 millones de euros, representó un 71,7 % del total, frente al 90,4 % en 2010. Por su parte, la negociación con bonos y obligaciones de otras instituciones públicas pasó de suponer un 7,8 % del total en 2010 a un 27,9 % en 2011.

Por tipo de operación, la mayor parte de la negociación continuó teniendo lugar en forma de *repos* (38.285 millones de euros), aunque su peso fue significativamente menor que en años anteriores. En 2011 este tipo de operaciones supuso el 51 % del total de la negociación en el mercado, mientras que en 2010 había representado el 60,9 % del total y en 2009 el 73,6 %. Por el contrario, las operaciones al contado (28.621 millones de euros) ganaron importancia relativa en el reparto del total de la contratación, alcanzando en 2011 un 38,1 % del total del mercado, frente al 22,8 % de 2010.

Mercado secundario. Volúmenes negociados

Millones de euros

	Conjunto del mercado	Entre titulares					Gestoras con terceros				
		Total	Contado	Plazo	Repos	Simul-táneas	Total	Contado	Plazo	Repos	Simul-táneas
2000	46.550	1.261	957	48	0	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	0	941	61.842	5.011	1	56.751	79
2003	60.300	878	449	40	0	388	59.422	5.501	60	53.819	43
2004	72.874	577	407	150	0	20	72.297	5.456	80	66.711	51
2005	71.704	370	242	118	0	10	71.334	4.992	4	66.338	0
2006	70.317	692	484	173	0	22	69.625	5.161	180	64.260	24
2007	56.222	315	218	—	—	97	55.907	4.385	40	51.472	10
2008	39.334	383	201	5	—	177	38.951	2.266	535	36.058	93
2009	39.100	2.497	1.775	411	—	311	36.603	7.279	555	28.769	0
2010	31.903	4.363	1.321	2.393	—	649	27.540	5.947	1.903	19.439	251
Total 2011	75.029	13.768	8.167	2.396	—	3.205	61.261	20.454	2.456	38.285	66
Bonos y obligaciones	74.770	13.735	8.134	2.396	—	3.205	61.035	20.228	2.456	38.285	66
De Comunidades Autónomas	46.118	2.169	752	144	—	1.273	43.949	5.537	1.168	37.193	51
De otras instituciones públicas	28.652	11.566	7.382	2.252	—	1.932	17.086	14.691	1.288	1.092	15
Pagarés	259	33	33	0	—	0	226	226	0	0	0

FUENTE: Banco de España.

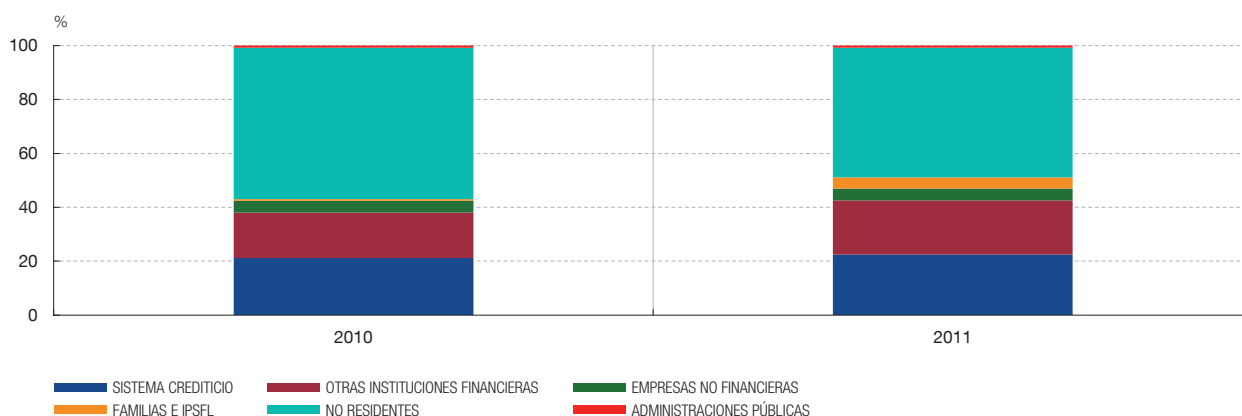
En el ámbito de la negociación entre titulares de cuenta, tras el descenso experimentado en 2010, las operaciones al contado volvieron a suponer más de la mitad del mercado; concretamente, un 59,3 % del total de la contratación registrada en ese segmento, frente al 30,3 % de 2010. En el ámbito de la negociación de gestoras con terceros, sin embargo, la actividad siguió estando centrada en las operaciones *repo*, que representaron el 62,5 % de la operativa; aunque debe señalarse el retroceso relativo experimentado por este tipo de operación, que en 2010 había supuesto el 70,6 % de la actividad en este segmento del mercado, frente al avance de las operaciones al contado (33,4 % del total en 2011, frente al 21,6 % en 2010).

5.3 Distribución por inversores

En el año 2011 ha continuado la tendencia, ya observada en ejercicios precedentes, de pérdida de importancia relativa de los inversores no residentes en el reparto del saldo total de deuda de Comunidades Autónomas y de otras instituciones públicas. Así, pese a haber aumentado sus tenencias en 3.190 millones de euros, estos han pasado de poseer el 56,2 % en 2010 al 48,1 % en 2011. Ahora bien, siguen constituyendo el principal grupo inversor, a gran distancia del sistema crediticio, que posee el 22,5 %, y del grupo de otras instituciones financieras, con el 20 % (véase gráfico 5.1).

Otra variación significativa en cuanto a la distribución de las carteras ha sido el aumento de las tenencias del grupo constituido por familias e instituciones privadas sin fines de lucro, que ha pasado de representar el 0,6 % del total en 2010 al 4,1 % en 2011. En términos absolutos, además del ya comentado aumento de las tenencias de los inversores no residentes, las variaciones más relevantes corresponden al grupo de otras instituciones financieras, que incrementó su cartera por importe de 3.145 millones de euros, y al sistema crediticio, cuyo aumento se cifró en 2.897 millones de euros.

Distribución porcentual de saldos registrados



FUENTE: Banco de España.

Los cuadros A.16 y A.17 del apéndice estadístico recogen, respectivamente, las carteras registradas y a vencimiento que mantienen los distintos grupos de agentes, desglosadas por tipo de instrumento, tanto en valores absolutos como en términos porcentuales sobre los saldos vivos. En ellos se observa que los inversores no residentes continuaron con su práctica habitual de mantener sus posiciones a vencimiento, ya que de los 18.857 millones de euros de su propiedad, solamente cinco millones de euros estaban adquiridos en operaciones temporales. En otros grupos inversores, en cambio, las compras temporales sí son más relevantes: 334 millones de euros en el caso de las familias, sobre una cartera registrada de 1.623 millones de euros; o 263 millones de euros en el de las Administraciones Públicas, sobre un total de 306 millones de euros. En términos netos, todas estas posiciones estaban compensadas por la actuación del sistema crediticio, cuya posición de venta temporal a final de 2011 ascendía a 736 millones de euros, situando su cartera registrada en un importe de 8.813 millones de euros.

APÉNDICE ESTADÍSTICO

ÍNDICE

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

LETRAS DEL TESORO A TRES MESES

CUADRO A.1

Año 2011

Millones de euros y %

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (a) (%)
Diciembre 2010				7.085,0	
TOTAL 2011	18.057,8	17.455,6	602,2		
Enero	1.030,1	1.745,1	-715,0	6.370,0	1,0
Febrero	2.059,4	2.169,9	-110,5	6.259,5	1,1
Marzo	1.208,1	3.170,1	-1.962,0	4.297,6	0,9
Abril	1.215,8	1.030,1	185,8	4.483,3	1,4
Mayo	1.027,9	2.059,4	-1.031,6	3.451,8	1,4
Junio	654,3	1.208,1	-553,9	2.897,9	1,6
Julio	755,6	1.215,8	-460,2	2.437,7	2,0
Agosto	815,2	1.027,9	-212,7	2.225,0	1,4
Septiembre	1.604,1	654,3	949,9	3.174,9	1,7
Octubre	1.480,1	755,6	724,5	3.899,4	2,4
Noviembre	2.176,6	815,2	1.361,4	5.260,8	5,2
Diciembre	4.030,5	1.604,1	2.426,4	7.687,2	1,9

FUENTE: Banco de España.

a Dato de la última subasta de cada mes.

LETRAS DEL TESORO A SEIS MESES

CUADRO A.2

Año 2011

Millones de euros y %

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (a) (%)
Diciembre 2010				9.458,0	
TOTAL 2011	19.397,5	17.603,8	1.793,8		
Enero	1.407,8	2.626,0	-1.218,1	8.239,9	1,8
Febrero	1.120,5	1.402,4	-281,9	7.958,0	1,6
Marzo	842,1	1.817,9	-975,8	6.982,2	1,4
Abril	818,0	1.537,8	-719,8	6.262,4	1,9
Mayo	1.393,9	1.164,6	229,3	6.491,6	1,8
Junio	2.563,8	909,1	1.654,7	8.146,3	1,8
Julio	2.135,2	1.407,8	727,4	8.873,7	2,7
Agosto	2.137,3	1.120,5	1.016,8	9.890,5	2,2
Septiembre	1.629,9	842,1	787,8	10.678,3	2,7
Octubre	2.281,6	817,9	1.463,6	12.141,9	3,3
Noviembre	1.053,0	1.393,9	-340,9	11.801,0	5,3
Diciembre	2.014,5	2.563,8	-549,3	11.251,8	2,5

FUENTE: Banco de España.

a Dato de la última subasta de cada mes.

LETRAS DEL TESORO A DOCE MESES

CUADRO A.3

Año 2011

Millones de euros y %

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (a) (%)
Diciembre 2010				53.941,0	
TOTAL 2011	49.700,8	53.941,2	-4.240,4		
Enero	4.995,8	4.936,8	59,0	54.000,0	3,0
Febrero	5.484,0	4.369,1	1.114,9	55.114,9	2,5
Marzo	4.154,4	5.196,6	-1.042,2	54.072,6	2,2
Abril	3.788,5	4.715,3	-926,8	53.145,8	2,9
Mayo	4.664,5	4.681,5	-17,0	53.128,9	2,6
Junio	4.055,9	4.190,4	-134,5	52.994,4	2,7
Julio	4.118,0	4.716,5	-598,5	52.395,9	3,8
Agosto	4.510,9	4.841,6	-330,8	52.065,1	3,4
Septiembre	3.903,8	5.841,7	-1.937,9	50.127,2	3,6
Octubre	3.571,3	4.291,4	-720,1	49.407,2	3,7
Noviembre	2.634,7	3.994,9	-1.360,3	48.046,9	5,2
Diciembre	3.819,1	2.165,4	1.653,7	49.700,6	4,1

FUENTE: Banco de España.

a Dato de la última subasta de cada mes.

LETRAS DEL TESORO A DIECIOCHO MESES

CUADRO A.4

Año 2011

Millones de euros y %

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (a) (%)
Diciembre 2010				19.272,0	
TOTAL 2011	14.686,8	11.991,1	2.695,6		
Enero	1.151,9	—	1.151,9	20.423,9	3,4
Febrero	1.332,2	—	1.332,2	21.756,1	3,0
Marzo	1.560,1	—	1.560,1	23.316,2	2,5
Abril	1.232,2	—	1.232,2	24.548,4	3,5
Mayo	1.281,6	—	1.281,6	25.830,0	3,1
Junio	1.522,0	—	1.522,0	27.352,0	3,3
Julio	710,0	—	710,0	28.062,0	4,0
Agosto	1.678,8	4.866,0	-3.187,2	24.874,8	3,7
Septiembre	937,3	—	937,3	25.812,1	3,9
Octubre	1.056,5	4.176,6	-3.120,1	22.692,0	3,9
Noviembre	562,7	—	562,7	23.254,7	5,3
Diciembre	1.661,5	2.948,6	-1.287,1	21.967,6	4,3

FUENTE: Banco de España.

a Dato de la última subasta de cada mes.

BONOS DEL ESTADO A TRES AÑOS
CUADRO A.5
Año 2011

Millones de euros y %

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (a) (%)
Diciembre 2010				62.013,0	
TOTAL 2011	14.630,3	15.542,0	-911,7		
Enero	—	—	—	62.013,0	—
Febrero	1.893,3	—	1.893,3	63.906,3	3,3
Marzo	—	—	—	63.906,3	—
Abril	4.129,7	15.542,0	-11.412,3	52.494,0	3,6
Mayo	—	—	—	52.494,0	—
Junio	3.273,8	—	3.273,8	55.767,8	4,1
Julio	—	—	—	55.767,8	4,3
Agosto	2.727,7	—	2.727,7	58.495,6	4,9
Septiembre	—	—	—	58.495,6	—
Octubre	2.605,7	—	2.605,7	61.101,3	3,6
Noviembre	—	—	—	61.101,3	—
Diciembre	—	—	—	61.101,3	—

FUENTE: Banco de España.

a Dato correspondiente al bono de referencia, en los casos en los que haya sido objeto de subasta; si no, al bono de plazo original correspondiente subastado.

BONOS DEL ESTADO A CINCO AÑOS
CUADRO A.6
Año 2011

Millones de euros y %

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (a) (%)
Diciembre 2010				61.327,0	
TOTAL 2011	25.174,1	—	25.174,1		
Enero	2.999,8	—	2.999,8	64.326,8	4,6
Febrero	—	—	—	64.326,8	—
Marzo	2.652,4	—	2.652,4	66.979,2	4,4
Abril	—	—	—	66.979,2	—
Mayo	3.354,5	—	3.354,5	70.333,7	4,6
Junio	1.422,5	—	1.422,5	71.756,2	4,2
Julio	2.996,7	—	2.996,7	74.752,8	4,9
Agosto	—	—	—	74.752,8	—
Septiembre	3.621,2	—	3.621,2	78.374,0	4,5
Octubre	2.151,0	—	2.151,0	80.525,0	3,0
Noviembre	4.510,0	—	4.510,0	85.035,1	4,9
Diciembre	1.466,0	—	1.466,0	86.501,1	5,2

FUENTE: Banco de España.

a Dato correspondiente al bono de referencia, en los casos en los que haya sido objeto de subasta; si no, al bono de plazo original correspondiente subastado.

OBLIGACIONES DEL ESTADO A DIEZ AÑOS

CUADRO A.7

Año 2011

Millones de euros y %

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (a) (b) (%)
Diciembre 2010				172.645,0	
TOTAL 2011	46.460,5	29.586,6	16.873,9		
Enero	6.000,0	—	6.000,0	178.645,0	5,6
Febrero	4.082,4	—	4.082,4	182.727,4	5,2
Marzo	3.235,4	—	3.235,4	185.962,8	5,2
Abril	2.960,7	—	2.960,7	188.923,5	5,5
Mayo	2.495,4	—	2.495,4	191.418,9	5,4
Junio	1.403,4	—	1.403,4	192.822,3	5,4
Julio	2.112,7	15.493,7	-13.381,0	179.441,3	5,9
Agosto	1.377,6	—	1.377,6	180.818,9	5,1
Septiembre	4.090,8	—	4.090,8	184.909,7	5,2
Octubre	3.905,8	14.092,9	-10.187,1	174.722,7	5,5
Noviembre	4.330,4	—	4.330,4	179.053,1	7,1
Diciembre	10.465,8	—	10.465,8	189.518,9	5,6

FUENTE: Banco de España.

a Dato correspondiente al bono de referencia, en los casos en los que haya sido objeto de subasta; si no, al bono de plazo original correspondiente subastado.

b La observación de enero corresponde a una sindicación.

OBLIGACIONES DEL ESTADO A QUINCE AÑOS

CUADRO A.8

Año 2011

Millones de euros y %

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (a) (b) (%)
Diciembre 2010				72.832,7	
TOTAL 2011	8.966,7	—	8.966,7		
Enero	—	—	—	72.832,7	—
Febrero	—	—	—	72.832,7	—
Marzo	5.146,3	—	5.146,3	77.979,0	6,0
Abril	1.058,5	—	1.058,5	79.037,5	5,7
Mayo	—	—	—	79.037,5	—
Junio	1.789,5	—	1.789,5	80.827,0	6,0
Julio	972,4	—	972,4	81.799,4	6,2
Agosto	—	—	—	81.799,4	—
Septiembre	—	—	—	81.799,4	—
Octubre	—	—	—	81.799,4	—
Noviembre	—	—	—	81.799,4	—
Diciembre	—	—	—	81.799,4	—

FUENTE: Banco de España.

a Dato correspondiente al bono de referencia, en los casos en los que haya sido objeto de subasta; si no, al bono de plazo original correspondiente subastado.

b La observación de marzo incluye una emisión por el procedimiento de sindicación.

OBLIGACIONES DEL ESTADO A TREINTA AÑOS

CUADRO A.9

Año 2011

Millones de euros y %

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (a) (%)
Diciembre 2010				68.339,0	
TOTAL 2011	2.649,3	—	2.649,3		
Enero	—	—	—	68.339,0	—
Febrero	1.014,0	—	1.014,0	69.353,0	6,0
Marzo	911,0	—	911,0	70.264,0	5,9
Abril	—	—	—	70.264,0	—
Mayo	724,3	—	724,3	70.988,3	6,0
Junio	—	—	—	70.988,3	—
Julio	—	—	—	70.988,3	—
Agosto	—	—	—	70.988,3	—
Septiembre	—	—	—	70.988,3	—
Octubre	—	—	—	70.988,3	—
Noviembre	—	—	—	70.988,3	—
Diciembre	—	—	—	70.988,3	—

FUENTE: Banco de España.

a Dato correspondiente al bono de referencia, en los casos en los que haya sido objeto de subasta; si no, al bono de plazo original correspondiente subastado.

EVOLUCIÓN DE LA CONTRATACIÓN DE LETRAS DEL TESORO

CUADRO A.10

mm de euros

	Total	Entre titulares					Gestoras con terceros				
		Total	Contado	Plazo	Repos	Simultáneas	Total	Contado	Plazo	Repos	Simultáneas
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	—	306,2	1.254,7	21,5	0,6	1.230,2	2,4
2008	2.223,2	535,8	64,1	0,0	—	471,7	1.687,4	50,7	0,7	1.635,4	0,6
2009	3.093,3	863,7	82,1	2,1	—	779,6	2.229,6	116,1	3,2	2.107,5	2,8
2010	3.318,2	1.362,2	88,3	0,0	—	1.273,9	1.956,0	332,1	9,3	1.594,8	19,9
2011	3.695,0	1.652,7	138,7	4,7	—	1.509,2	2.042,3	738,1	22,0	1.213,8	68,4

FUENTE: Banco de España.

EVOLUCIÓN DE LA CONTRATACIÓN DE BONOS Y OBLIGACIONES

CUADRO A.11

mm de euros

	Total	Entre titulares					Gestoras con terceros				
		Total	Contado	Plazo	Repos	Simultáneas	Total	Contado	Plazo	Repos	Simultáneas
2002	16.413,5	6.255,0	976,6	13,3	88,1	5.177,0	10.158,5	1.280,3	3,9	7.941,5	932,8
2003	18.383,7	7.208,1	878,1	18,7	58,5	6.252,8	11.175,6	1.265,7	42,1	8.764,0	1.103,8
2004	20.275,6	7.283,2	549,3	9,7	94,3	6.629,9	12.992,4	1.463,1	101,6	10.360,5	1.067,2
2005	19.705,4	7.236,5	479,2	9,5	69,3	6.678,5	12.468,9	1.725,7	291,5	9.394,5	1.057,2
2006	20.690,0	7.051,7	439,2	2,8	0,1	6.609,6	13.638,3	2.356,7	323,6	9.638,4	1.319,6
2007	20.798,2	7.179,8	415,7	0,9	—	6.763,2	13.618,4	2.689,1	290,7	9.446,7	1.191,9
2008	17.231,1	6.505,4	360,4	1,4	—	6.143,6	10.725,7	1.701,7	254,1	7.977,2	792,7
2009	15.000,0	6.551,9	549,8	3,3	—	5.998,8	8.448,1	1.701,2	133,3	6.098,2	515,3
2010	14.974,2	7.059,7	866,9	6,5	—	6.186,3	7.914,5	3.310,9	129,2	3.967,3	507,1
2011	16.298,8	7.492,0	806,9	12,7	—	6.672,3	8.806,8	5.227,0	180,3	2.740,9	658,7

FUENTE: Banco de España.

EVOLUCIÓN DE LA CONTRATACIÓN DE DEUDA SEGREGADA (a)

CUADRO A.12

mm de euros

	Total	Entre titulares					Gestoras con terceros				
		Total	Contado	Plazo	Repos	Simultáneas	Total	Contado	Plazo	Repos	Simultáneas
2002	183,8	12,5	7,9	1,0	—	3,6	171,3	7,7	0,2	161,8	1,6
2003	296,0	9,8	5,2	0,4	—	4,2	286,2	7,3	0,0	278,2	0,7
2004	284,7	24,9	3,1	0,5	—	21,3	259,8	6,2	0,3	252,7	0,6
2005	263,2	23,8	2,6	0,2	—	21,0	239,4	5,6	0,1	233,1	0,6
2006	233,7	11,2	4,9	0,3	—	6,0	222,5	9,5	0,8	211,9	0,3
2007	324,9	9,3	3,6	0,1	—	5,6	315,6	13,6	3,5	295,0	3,5
2008	544,7	12,2	3,0	1,5	—	7,7	532,5	20,8	5,9	497,2	8,6
2009	472,8	5,4	2,1	0,1	—	3,2	467,4	19,7	8,0	439,6	0,0
2010	262,5	12,4	8,5	1,9	—	1,9	250,1	28,1	8,1	213,8	0,1
2011	318,1	19,6	5,2	1,9	—	12,5	298,5	41,3	4,7	252,3	0,2

FUENTE: Banco de España.

a Incluye principales y cupones.

ROTACIÓN DE LA DEUDA DEL ESTADO
CUADRO A.13
Negociación total/saldo medio

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total (a)	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011
TOTAL	9,2	12,1	0,3	0,4	11,5	7,3	15,8	15,5	36,8	35,3
Letras del Tesoro	4,9	9,8	0,1	0,3	18,6	13,6	15,0	17,6	38,6	41,3
Bonos y obligaciones	10,7	13,6	0,3	0,4	10,2	6,2	17,2	16,5	38,5	36,6
Principales y cupones	1,2	1,1	0,3	0,2	7,3	6,1	0,1	0,3	8,9	7,7

FUENTE: Banco de España.

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

DISTRIBUCIÓN POR INVERSORES DE LA DEUDA DEL ESTADO. CARTERAS REGISTRADAS
CUADRO A.14

mm de euros y %

	Letras del Tesoro				Bonos y obligaciones				Principales y cupones			
	2010		2011		2010		2011		2010		2011	
	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%
TOTAL	89,8	100,0	90,6	100,0	417,6	100,0	466,9	100,0	37,6	100,0	43,0	100,0
Sistema crediticio	8,0	9,0	18,3	20,2	55,0	13,2	76,1	16,3	3,8	10,1	6,1	14,2
Banco de España	0,7	0,8	3,4	3,8	18,0	4,3	26,2	5,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto	7,3	8,1	14,9	16,4	37,0	8,9	49,9	10,7	3,8	10,1	6,1	14,2
Otras instituciones financieras	19,1	21,2	20,6	22,7	59,4	14,2	70,2	15,0	15,0	39,9	19,3	44,9
Fondos de inversión	9,1	10,1	11,1	12,3	21,4	5,1	21,9	4,7	4,1	11,0	5,2	12,1
Fondos de pensiones	4,1	4,6	5,7	6,3	12,6	3,0	13,0	2,8	2,9	7,7	4,7	10,9
Seguros	1,8	2,0	2,4	2,6	22,4	5,4	30,2	6,5	7,9	21,1	9,4	21,9
Resto	4,1	4,6	1,4	1,5	3,0	0,7	5,1	1,1	0,1	0,2	0,0	0,0
Empresas no financieras	4,9	5,4	3,6	4,0	15,5	3,7	11,7	2,5	3,3	8,8	5,0	11,6
Familias	2,0	2,2	3,6	4,0	2,2	0,5	3,6	0,8	0,9	2,4	0,9	2,1
Administraciones Públicas	6,3	7,0	3,8	4,2	56,9	13,6	64,7	13,9	1,6	4,2	0,1	0,2
No residentes	49,5	55,1	40,8	45,0	228,6	54,7	240,7	51,6	13,0	34,6	11,6	27,0

FUENTE: Banco de España.

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

CUADRO A.15

mm de euros y %

	Letras del Tesoro				Bonos y obligaciones				Principales y cupones			
	2010		2011		2010		2011		2010		2011	
	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%
TOTAL	89,8	100,0	90,6	100,0	417,6	100,0	466,9	100,0	37,6	100,0	43,0	100,0
Sistema crediticio	26,2	29,2	37,8	41,7	115,6	27,7	164,1	35,1	4,1	10,9	4,1	9,6
Banco de España	0,7	0,7	3,0	3,3	17,9	4,3	24,7	5,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto	25,5	28,4	34,8	38,4	97,7	23,4	139,4	29,9	4,1	10,9	4,1	9,5
Otras instituciones financieras	10,9	12,1	18,1	20,0	49,3	11,8	64,7	13,9	16,5	43,7	21,5	50,0
Fondos de inversión	5,8	6,5	9,8	10,8	13,1	3,1	15,7	3,4	3,2	8,4	3,8	8,8
Fondos de pensiones	2,8	3,1	5,2	5,7	8,1	1,9	10,6	2,3	2,3	6,2	3,9	9,1
Seguros	0,7	0,7	2,2	2,4	26,2	6,3	37,0	7,9	10,9	29,0	13,7	31,9
Resto	1,6	1,8	0,8	0,9	2,0	0,5	1,4	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0
Empresas no financieras	1,8	2,0	2,4	2,6	9,5	2,3	8,0	1,7	3,3	8,7	4,7	10,9
Familias	1,6	1,8	3,4	3,8	1,8	0,4	3,0	0,6	0,9	2,3	0,9	2,0
Administraciones Públicas	4,0	4,5	2,8	3,1	55,7	13,3	59,5	12,7	0,0	0,0	0,0	0,0
No residentes	45,2	50,4	26,2	28,9	185,7	44,5	167,6	35,9	12,9	34,4	11,8	27,4

FUENTE: Banco de España.

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

CUADRO A.16

Millones de euros y %

	Deuda de CCAA				Otra deuda pública				Pagarés			
	2010		2011		2010		2011		2010		2011	
	Millones	%	Millones	%	Millones	%	Millones	%	Millones	%	Millones	%
TOTAL	23.156,8	100,0	26.567,8	100,0	4.631,5	100,0	12.426,5	100,0	76,7	100,0	172,3	100,0
Sistema crediticio	5.497,4	23,7	6.028,1	22,7	402,2	8,7	2.747,7	22,1	16,0	20,9	37,2	21,6
Banco de España	800,8	3,5	789,2	3,0	0,0	0,0	883,6	7,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto	4.696,6	20,3	5.238,8	19,7	402,2	8,7	1.864,1	15,0	16,0	20,9	37,2	21,6
Otras instituciones financieras	3.877,9	16,7	4.831,2	18,2	760,9	16,4	2.896,1	23,3	49,7	64,8	106,5	61,8
Fondos de inversión	1.928,6	8,3	2.267,4	8,5	107,9	2,3	1.013,7	8,2	49,7	64,8	78,9	45,8
Fondos de pensiones	510,8	2,2	540,1	2,0	313,9	6,8	620,3	5,0	0,0	0,0	18,1	10,5
Seguros	1.407,6	6,1	1.988,8	7,5	339,1	7,3	1.236,3	9,9	0,0	0,0	9,3	5,4
Resto	30,8	0,1	34,9	0,1	0,0	0,0	25,8	0,2	0,0	0,0	0,2	0,1
Empresas no financieras	1.125,5	4,9	1.534,9	5,8	84,6	1,8	177,6	1,4	10,0	13,0	21,2	12,3
Familias	148,1	0,6	1.550,2	5,8	8,5	0,2	68,4	0,6	0,0	0,0	4,3	2,5
Administraciones Públicas	216,7	0,9	50,3	0,2	0,0	0,0	252,9	2,0	1,0	1,3	3,0	1,7
No residentes	12.291,3	53,1	12.573,2	47,3	3.375,3	72,9	6.283,9	50,6	0,0	0,0	0,0	0,0

FUENTE: Banco de España.

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

CUADRO A.17

Millones de euros y %

	Deuda de CCAA				Otra deuda pública				Pagaré			
	2010		2011		2010		2011		2010		2011	
	Millones	%	Millones	%	Millones	%	Millones	%	Millones	%	Millones	%
TOTAL	23.156,8	100,0	26.567,8	100,0	4.631,5	100,0	12.426,5	100,0	76,7	100,0	172,3	100,0
Sistema crediticio	6.223,3	26,9	6.507,9	24,5	402,2	8,7	3.004,2	24,2	16,0	20,9	37,2	21,6
Banco de España	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	870,1	7,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto	6.223,3	26,9	6.507,9	24,5	402,2	8,7	2.134,1	17,2	16,0	20,9	37,2	21,6
Otras instituciones financieras	3.504,5	15,1	4.746,4	17,9	760,9	16,4	2.896,1	23,3	49,7	64,8	106,5	61,8
Fondos de inversión	1.755,8	7,6	2.203,7	8,3	107,9	2,3	1.013,7	8,2	49,7	64,8	78,9	45,8
Fondos de pensiones	416,6	1,8	533,7	2,0	313,9	6,8	620,3	5,0	0,0	0,0	18,1	10,5
Seguros	1.301,4	5,6	1.974,2	7,4	339,1	7,3	1.236,3	9,9	0,0	0,0	9,3	5,4
Resto	30,8	0,1	34,9	0,1	0,0	0,0	25,8	0,2	0,0	0,0	0,2	0,1
Empresas no financieras	1.029,5	4,4	1.484,7	5,6	84,6	1,8	177,6	1,4	10,0	13,0	21,2	12,3
Familias	120,4	0,5	1.216,1	4,6	8,5	0,2	68,4	0,6	0,0	0,0	4,3	2,5
Administraciones Públicas	15,0	0,1	40,1	0,2	0,0	0,0	0,4	0,0	1,0	1,3	3,0	1,7
No residentes	12.264,2	53,0	12.572,5	47,3	3.375,3	72,9	6.279,9	50,5	0,0	0,0	0,0	0,0

FUENTE: Banco de España.

GLOSARIO

Anotación en cuenta

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

Bono del Estado

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

Bono segregable

Valor negociable con cupones periódicos que son susceptibles de segregación y negociación separada del principal, de modo que un valor con n pagos periódicos de cupón se convierte en $n + 1$ (incluyendo el principal) bonos emitidos a descuento. En lo que al Mercado de Deuda Pública en 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 ministerial. Las segregaciones, que solo pueden ser realizadas por creadores de mercado, deberán realizarse sobre importes nominales múltiplos de 100.000 euros, con un mínimo de 500.000 euros.

Cámara de 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.

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 en Anotaciones 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 en Anotaciones. 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.

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 Pública en Anotaciones, 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 en Anotaciones autorizados a asumir tareas registrales en dicho mercado. Llevan, en sus cuentas de terceros, el registro de los valores de quienes no son titulares de cuenta a nombre propio en la Central de Anotaciones, y mantienen en esta una cuenta global que es contrapartida exacta de esas cuentas de terceros.

Iberclear

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

Letras del Tesoro

Valores de deuda pública a corto plazo emitidos a descuento. Actualmente, los plazos de emisión son 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 en Anotaciones, 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 en Anotaciones que permanecen más de 183 días, durante el año natural, fuera del territorio español y cuyo núcleo principal o base

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

Objetivos de colocación

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

Obligación del Estado

Valor de deuda pública con cupón anual, emitido a un plazo superior a los cinco años. Actualmente, los plazos típicos de emisión son 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 tiem-

po, 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 en Anotaciones 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 procedi-

miento 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) destinado a reducir el riesgo de liquidación de valores en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones. 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 Pública en Anotaciones cuyas tenencias se encuentran anotadas en el registro de valores de alguna entidad gestora.

Titulares

Participantes en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones 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 (semestral)
Informe Anual (ediciones en español e inglés)
Informe de Estabilidad Financiera (ediciones en español e inglés) (semestral)
Memoria Anual sobre la Vigilancia de Sistemas de Pago (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)
Memoria de Actividades de Investigación (ediciones en español e inglés) (anual)
Memoria de la Central de Información de Riesgos (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)
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

- 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).
- 77 JUAN S. MORA-SANGUINETTI: The effect of institutions on European housing markets: An economic analysis (2010).

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 44 INÉS ROLDÁN DE MONTAUD: La banca de emisión en Cuba (1856-1898) (2004).
- 45 ALFONSO HERRANZ LONCÁN: La dotación de infraestructuras en España, 1844-1935 (2004).
- 46 MARGARITA EVA RODRÍGUEZ GARCÍA: Compañías privilegiadas de comercio con América y cambio político (1706-1765) (2005).
- 47 MARÍA CONCEPCIÓN GARCÍA-IGLESIAS SOTO: Ventajas y riesgos del patrón oro para la economía española (1850-1913) (2005).
- 48 JAVIER PUEYO SÁNCHEZ: El comportamiento de la gran banca en España, 1921-1974 (2006).
- 49 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: Guerra Civil, comercio y capital extranjero. El sector exterior de la economía española (1936-1939) (2006).
- 50 ISABEL BARTOLOMÉ RODRÍGUEZ: La industria eléctrica en España (1890-1936) (2007).
- 51 JUAN E. CASTAÑEDA FERNÁNDEZ: ¿Puede haber deflaciones asociadas a aumentos de la productividad? Análisis de los precios y de la producción en España entre 1868 y 1914 (2007).
- 52 CECILIA FONT DE VILLANUEVA: La estabilización monetaria de 1680-1686. Pensamiento y política económica (2008).
- 53 RAFAEL MORENO FERNÁNDEZ: Los servicios de inspección del Banco de España: su origen histórico (1867-1896) (2008).
- 54 RAFAEL MORENO FERNÁNDEZ: El personal del Banco de España: desde su origen en el siglo XVIII hasta fin del siglo XIX. Vol. 1: Banco de San Carlos (2009).

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

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

- 55 CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Oferta y demanda de deuda pública en Castilla. Juros de alcabalas (1540-1740) (2009).
- 56 RAFAEL MORENO FERNÁNDEZ: El personal del Banco de España: desde su origen en el siglo XVIII hasta fin del siglo XIX. Vol. 2: Banco de San Fernando (1829-1856) (2010).
- 57 FRANCISCO MANUEL PAREJO MORUNO: El negocio del corcho en España durante el siglo XX (2010).
- 58 PILAR NOGUES-MARCO: Tipos de cambio y tipos de interés en Cádiz en el siglo XVIII (1729-1788) (2011).
- 59 RAFAEL MORENO FERNÁNDEZ: El personal del Banco de España: desde su origen en el siglo XVIII hasta fin del siglo XIX. Vol. 3: Banco de España (2011).

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 1102 PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y ENRIQUE MORAL-BENITO: Endogenous fiscal consolidations.
- 1103 CÉSAR CALDERÓN, ENRIQUE MORAL-BENITO AND LUIS SERVÉN: Is infrastructure capital productive? A dynamic heterogeneous approach.
- 1104 MICHAEL DANQUAH, ENRIQUE MORAL-BENITO Y BAZOUMANA OUATTARA: TFP growth and its determinants: nonparametrics and model averaging.
- 1105 JUAN CARLOS BERGANZA Y CARMEN BROTO: Flexible inflation targets, forex interventions and exchange rate volatility in emerging countries.
- 1106 FRANCISCO DE CASTRO, JAVIER J. PÉREZ Y MARTA RODRÍGUEZ VIVES: Fiscal data revisions in Europe.
- 1107 ÁNGEL GAVILÁN, PABLO HERNÁNDEZ DE COS, JUAN F. JIMENO Y JUAN A. ROJAS: Fiscal policy, structural reforms and external imbalances: a quantitative evaluation for Spain.
- 1108 EVA ORTEGA, MARGARITA RUBIO Y CARLOS THOMAS: House purchase versus rental in Spain.
- 1109 ENRIQUE MORAL-BENITO: Dynamic panels with predetermined regressors: likelihood-based estimation and Bayesian averaging with an application to cross-country growth.
- 1110 NIKOLAI STÄHLER Y CARLOS THOMAS: FiMod - a DSGE model for fiscal policy simulations.
- 1111 ÁLVARO CARTEA Y JOSÉ PENALVA: Where is the value in high frequency trading?
- 1112 FILIPA SÁ Y FRANCESCA VIANI: Shifts in portfolio preferences of international investors: an application to sovereign wealth funds.
- 1113 REBECA ANGUREN MARTÍN: Credit cycles: Evidence based on a non linear model for developed countries.
- 1114 LAURA HOSPIDO: Estimating non-linear models with multiple fixed effects: A computational note.
- 1115 ENRIQUE MORAL-BENITO Y CRISTIAN BARTOLUCCI: Income and democracy: Revisiting the evidence.
- 1116 AGUSTÍN MARAVALL HERRERO Y DOMINGO PÉREZ CAÑETE: Applying and interpreting model-based seasonal adjustment. The euro-area industrial production series.
- 1117 JULIO CÁCERES-DELPANO: Is there a cost associated with an increase in family size beyond child investment? Evidence from developing countries.
- 1118 DANIEL PÉREZ, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: Do dynamic provisions reduce income smoothing using loan loss provisions?
- 1119 GALO NUÑO, PEDRO TEDDE Y ALESSIO MORO: Money dynamics with multiple banks of issue: evidence from Spain 1856-1874.
- 1120 RAQUEL CARRASCO, JUAN F. JIMENO Y A. CAROLINA ORTEGA: Accounting for changes in the Spanish wage distribution: The role of employment composition effects.
- 1121 FRANCISCO DE CASTRO Y LAURA FERNÁNDEZ-CABALLERO: The effects of fiscal shocks on the exchange rate in Spain.
- 1122 JAMES COSTAIN Y ANTON NAKOV: Precautionary price stickiness.
- 1123 ENRIQUE MORAL-BENITO: Model averaging in economics.
- 1124 GABRIEL JIMÉNEZ, ATIF MIAN, JOSÉ-LUIS PEYDRÓ Y JESÚS SAURINA: Local versus aggregate lending channels: the effects of securitization on corporate credit supply.
- 1125 ANTON NAKOV Y GALO NUÑO: A general equilibrium model of the oil market.
- 1126 DANIEL C. HARDY Y MARÍA J. NIETO: Cross-border coordination of prudential supervision and deposit guarantees.
- 1127 LAURA FERNÁNDEZ-CABALLERO, DIEGO J. PEDREGAL Y JAVIER J. PÉREZ: Monitoring sub-central government spending in Spain.
- 1128 CARLOS PÉREZ MONTES: Optimal capital structure and regulatory control.
- 1129 JAVIER ANDRÉS, JOSÉ E. BOSCA Y JAVIER FERRI: Household debt and labor market fluctuations.
- 1130 ANTON NAKOV Y CARLOS THOMAS: Optimal monetary policy with state-dependent pricing.
- 1131 JUAN F. JIMENO Y CARLOS THOMAS: Collective bargaining, firm heterogeneity and unemployment.
- 1132 ANTON NAKOV Y GALO NUÑO: Learning from experience in the stock market.
- 1133 ALESSIO MORO Y GALO NUÑO: Does TFP drive housing prices? A growth accounting exercise for four countries.
- 1201 CARLOS PÉREZ MONTES: Regulatory bias in the price structure of local telephone services.
- 1202 MÁXIMO CAMACHO, GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS Y PILAR PONCELA: Extracting non-linear signals from several economic indicators.
- 1203 MARCOS DAL BIANCO, MÁXIMO CAMACHO Y GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS: Short-run forecasting of the euro-dollar exchange rate with economic fundamentals.
- 1204 ROCÍO ÁLVAREZ, MÁXIMO CAMACHO Y GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS: Finite sample performance of small versus large scale dynamic factor models.
- 1205 MÁXIMO CAMACHO, GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS Y PILAR PONCELA: Markov-switching dynamic factor models in real time.

- 1206 IGNACIO VILLANUEVA Y ERNESTO VILLANUEVA: The recent slowdown of bank lending in Spain: are supply-side factors relevant?
- 1207 JAMES COSTAIN Y BEATRIZ DE BLAS: Smoothing shocks and balancing budgets in a currency union.
- 1208 AITOR LACUESTA, SERGIO PUENTE Y ERNESTO VILLANUEVA: The schooling response to a sustained increase in low-skill wages: evidence from Spain 1989-2009.
- 1209 GABOR PULA Y DANIEL SANTABÁRBARA: Is China climbing up the quality ladder?
- 1210 ROBERTO BLANCO Y RICARDO GIMENO: Determinants of default ratios in the segment of loans to households in Spain.
- 1211 ENRIQUE ALBEROLA, AITOR ERCE Y JOSÉ MARÍA SERENA: International reserves and gross capital flows. Dynamics during financial stress.
- 1212 GIANCARLO CORSETTI, LUCA DEDOLA Y FRANCESCA VIANI: The international risk-sharing puzzle is at business-cycle and lower frequency.
- 1213 FRANCISCO ÁLVAREZ-CUADRADO, JOSÉ MARÍA CASADO, JOSÉ MARÍA LABEAGA Y DHANOOS SUTTHIPHISAL: Envy and habits: panel data estimates of interdependent preferences.
- 1214 JOSÉ MARÍA CASADO: Consumption partial insurance of Spanish households.
- 1215 J. ANDRÉS, J. E. BOSCA Y J. FERRI: Household leverage and fiscal multipliers.
- 1216 JAMES COSTAIN Y BEATRIZ DE BLAS: The role of fiscal delegation in a monetary union: a survey of the political economy issues. (De próxima publicación.)
- 1217 ARTURO MACÍAS Y MARIANO MATILLA-GARCÍA: Net energy analysis in a Ramsey-Hotelling growth model.
- 1218 ALFREDO MARTÍN-OLIVER, SONIA RUANO Y VICENTE SALAS-FUMÁS: Effects of equity capital on the interest rate and the demand for credit. Empirical evidence from Spanish banks.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0807 MIGUEL GARCÍA-POSADA Y JOSEP M.^a VILARRUBIA: Mapa de exposición internacional de la economía española.
- 0808 SARAI CIRADO Y ADRIAN VAN RIXTEL: La financiación estructurada y las turbulencias financieras de 2007-2008: Introducción general. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0809 FRANCISCO DE CASTRO Y JOSÉ M. GONZÁLEZ-MÍNGUEZ: La composición de la finanzas públicas y el crecimiento a largo plazo: Un enfoque macroeconómico.
- 0810 OLYMPIA BOVER: Dinámica de la renta y la riqueza de las familias españolas: resultados del panel de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2002-2005. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0901 ÁNGEL ESTRADA, JUAN F. JIMENO Y JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: La economía española en la UEM: los diez primeros años. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0902 ÁNGEL ESTRADA Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: El precio del petróleo y su efecto sobre el producto potencial. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0903 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA, SERGIO PUENTE Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Employment generation by small firms in Spain.
- 0904 LUIS J. ÁLVAREZ, SAMUEL HURTADO, ISABEL SÁNCHEZ Y CARLOS THOMAS: The impact of oil price changes on Spanish and euro area consumer price inflation.
- 0905 CORAL GARCÍA, ESTHER GORDO, JAIME MARTÍNEZ-MARTÍN Y PATROCINIO TELLO: Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española.
- 1001 L. J. ÁLVAREZ, G. BULLIGAN, A. CABRERO, L. FERRARA Y H. STAHL: Housing cycles in the major euro area countries.
- 1002 SONSOLES GALLEGU, SÁNDOR GARDÓ, REINER MARTIN, LUIS MOLINA Y JOSÉ MARÍA SERENA: The impact of the global economic and financial crisis on Central Eastern and SouthEastern Europe (CESEE) and Latin America.
- 1101 LUIS ORGAZ, LUIS MOLINA Y CARMEN CARRASCO: El creciente peso de las economías emergentes en la economía y gobernanza mundiales. Los países BRIC.
- 1102 KLAUS SCHMIDT-HEBBEL: Los bancos centrales en América Latina: cambios, logros y desafíos. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 1103 OLYMPIA BOVER: The Spanish Survey of Household Finances (EFF): description and methods of the 2008 wave.
- 1104 PABLO HERNÁNDEZ DE COS, MARIO IZQUIERDO Y ALBERTO URTASUN: Una estimación del crecimiento potencial de la economía española. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 1105 ENRIQUE ALBEROLA, CARLOS TRUCHARTE Y JUAN LUIS VEGA: Central banks and macroprudential policy. Some reflections from the Spanish experience.
- 1106 SAMUEL HURTADO, ELENA FERNÁNDEZ, EVA ORTEGA Y ALBERTO URTASUN: Nueva actualización del modelo trimestral del Banco de España.
- 1107 PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y ENRIQUE MORAL-BENITO: Eficiencia y regulación en el gasto sanitario en los países de la OCDE. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 1201 ELOÍSA ORTEGA Y JUAN PEÑALOSA: Claves de la crisis económica española y retos para crecer en la UEM. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 1202 MARÍA J. NIETO: What role, if any, can market discipline play in supporting macroprudential policy?
- 1203 CONCHA ARTOLA Y ENRIQUE GALÁN: Las huellas del futuro están en la web: construcción de indicadores adelantados a partir de las búsquedas en Internet. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 1204 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Luis Ángel Rojo en el Banco de España.

EDICIONES VARIAS¹

- JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS Y FERNANDO GUTIÉRREZ (Eds.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (**).
- VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 5,31 €.
- BANCO DE ESPAÑA (Ed.): Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal (2000). 12,02 €.
- PABLO MARTÍN ACEÑA: El Servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000) (2000). 9,02 €.
- TERESA TORTELLA: Una guía de fuentes sobre inversiones extranjeras en España (1780-1914) (2000). 9,38 €.
- VICTORIA PATXOT Y ENRIQUE GIMÉNEZ-ARNAU: Banqueros y bancos durante la vigencia de la Ley Cambó (1922-1946) (2001). 5,31 €.
- BANCO DE ESPAÑA: El camino hacia el euro. El real, el escudo y la peseta (2001). 45 €.
- BANCO DE ESPAÑA: El Banco de España y la introducción del euro (2002). Ejemplar gratuito.
- BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1940-2001 (2004). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)
- NIGEL GLENDINNING Y JOSÉ MIGUEL MEDRANO: Goya y el Banco Nacional de San Carlos (2005). Edición en cartón: 30 €; edición en rústica: 22 €.
- BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): El análisis de la economía española (2005) (*). (Ediciones en español e inglés.)
- BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1874-1939 (2005). 30 €.
- BANCO DE ESPAÑA: 150 años de historia del Banco de España, 1856-2006 (2006). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)
- BANCO DE ESPAÑA: Secretaría General. Legislación de Entidades de Crédito. 5.ª ed. (2006) (****).
- SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS Y FERNANDO RESTOY (Eds.): Central banks in the 21st century (2006). Ejemplar gratuito.
- JUAN F. JIMENO (Ed.): Spain and the euro. The first ten years (2010). Ejemplar gratuito.
- TERESA TORTELLA: El Banco de España desde dentro. Una historia a través de sus documentos. Edición en tapa dura: 30 €; edición en rústica: 24 €.
- JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA Y PABLO MARTÍN ACEÑA (Eds.): Un siglo de historia del Sistema Financiero Español (2011) (*).

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).
- 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 Servicios Auxiliares Alcalá, 522 - 28027 Madrid Teléfono +34 91 338 6360. Fax +34 91 338 6488 Correo electrónico: publicaciones@bde.es www.bde.es
---------------------------------------	---