

MERCADO DE DEUDA PÚBLICA

2015

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema



MERCADO DE DEUDA PÚBLICA 2015

SIGLAS Y ABREVIATURAS

mm Miles de millones.

pb Puntos básicos.

pp Puntos porcentuales.

— Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.

**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, 2016

ISSN: 1697-8617 (edición electrónica)

ÍNDICE

1	MERCADO PRIMARIO DE DEUDA DEL ESTADO	9	1.1	Evolución de la financiación del Estado	12
			1.2	Evolución del mercado primario	12
			1.3	Evolución del saldo vivo de deuda anotada	17
2	MERCADO SECUNDARIO DE DEUDA DEL ESTADO	19	2.1	Descripción general	21
			2.2	Negociación entre titulares	21
			2.3	Negociación con terceros	24
			2.3.1	Introducción	24
			2.3.2	Reclamaciones de terceros y supervisión	25
			2.3.3	Operaciones simples al contado	26
			2.3.4	Operaciones <i>repo</i> y simultáneas	27
3	DISTRIBUCIÓN DE SALDOS POR GRUPOS DE AGENTES	29	3.1	Distribución de saldos vivos	31
			3.2	El Banco de España como entidad gestora	34
4	OTROS EMISORES	35	4.1	Mercado primario	37
			4.2	Mercado secundario	39
			4.3	Distribución por inversores	41
	APÉNDICE ESTADÍSTICO	43			
	GLOSARIO	59			

1 MERCADO PRIMARIO DE DEUDA DEL ESTADO

1 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 durante el año 2015, así como la composición del saldo resultante de deuda anotada. Todas las cifras presentadas se refieren a deuda del Estado emitida por el Tesoro denominada en euros y registrada en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones¹.

El entorno económico en el que se ha desarrollado la actividad en el mercado de deuda ha venido caracterizado por el mantenimiento durante 2015 de la recuperación económica en la zona del euro, la cual perdió cierto impulso en el segundo semestre. Además, dentro de la variación conjunta, las evoluciones nacionales fueron desiguales y, en concreto, la economía española mostró un comportamiento destacado, con un crecimiento del PIB del 3,2 % en términos reales. Por su parte, la inflación en la zona del euro, medida en tasas de variación interanual, pasó del -0,2 % en diciembre de 2014 al 0,2 % en diciembre de 2015, cifra todavía lejana del 2 % que tiene por objetivo la política monetaria del BCE.

En este sentido, hay que recordar que la política monetaria del BCE reforzó significativamente su carácter expansivo en el último trimestre de 2014 con el inicio de dos programas de compras de activos privados y en marzo de 2015 con el comienzo de un programa de compras de activos públicos. Estos programas se añadieron a las operaciones habituales de refinanciación del Eurosistema y a las cuatro operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) realizadas en 2015. Durante todo el año, el BCE mantuvo en el 0,05 % su tipo de interés oficial, si bien redujo en diciembre el tipo de la facilidad de depósito en 10 puntos básicos (pb), fijándolo en el -0,30 %².

Esta actuación por parte de la autoridad monetaria, además de tener efectos sobre la actividad y los precios, siempre de difícil medición, ha favorecido descensos en las rentabilidades negociadas en los mercados de deuda pública, que han sido menores en los países centrales del área del euro que en los llamados «periféricos». En concreto, en el caso de España la rentabilidad de la deuda pública a diez años en diciembre de 2015 se situó en el 1,69 %, 10 pb por debajo de la correspondiente a diciembre de 2014; este descenso es mayor que los 4 pb observados en la deuda pública alemana, por lo que la denominada «prima de riesgo» se redujo en 6 pb.

En conjunto, puede afirmarse que las buenas condiciones generales de financiación vigentes ya a finales de 2014 continuaron durante 2015. Además, el programa de compras de activos públicos extendió este favorable marco de financiación a todos los instrumentos de financiación del Tesoro. En este contexto, el programa de emisión en el mercado primario para cubrir las necesidades de fondos a las que se enfrentó el Tesoro se ejecutó de forma satisfactoria y permitió simultanear una reducción de costes con una extensión de la vida media.

1 No obstante, conviene observar que este capítulo no hace referencia a la deuda del Fondo para la Financiación de los Pagos a Proveedores asumida por el Estado de acuerdo con el artículo 9, apartado 2, de la Ley 13/2014. A 31 de diciembre de 2015, el saldo de aquella registrado en el mercado de deuda pública ascendía a 9.596 millones de euros.

2 En 2016, el BCE siguió haciendo más expansiva su política monetaria con ampliaciones en el programa de compras, con la convocatoria de una nueva serie de TLTRO, con ciertas variaciones respecto a las de la primera serie, y continuando la reducción de tipos.

Por último, cabe reseñar que el 2 de octubre de 2015 Standard & Poor's subió el *rating* de la deuda soberana española hasta BBB+, desde la calificación BBB que le había otorgado en mayo de 2014. Por su parte, las otras dos principales agencias de calificación crediticia mantuvieron su calificación: Moody's en Baa2 y Fitch en BBB+.

1.1 Evolución de la financiación del Estado

De acuerdo con el informe de la Intervención General de la Administración del Estado (IGAE), el saldo de caja por operaciones no financieras registró en el conjunto del año un déficit de 13.679 millones de euros (1,27 % del PIB), frente al déficit de 23.957 millones de euros (2,30 % del PIB) registrado en 2014³. Este resultado, unido a la variación neta de activos financieros por un importe nominal de 37.212 millones de euros, acabó determinando una necesidad de endeudamiento del Estado igual a 50.891 millones de euros, frente a 57.185 millones de euros en 2014. El aumento neto de activos financieros registrado en 2015 incorpora el efecto de la disposición neta que hizo el Estado del saldo conjunto de su cuenta corriente en el Banco de España y de otros depósitos, por un importe igual a 2.562 millones de euros, frente a la inversión neta por un importe de 8.841 millones de euros que se produjo en 2014.

En 2015, los reducidos costes de la financiación con los que se han cubierto las necesidades de fondos del Tesoro han sido reflejo, en líneas generales, de los efectos de la intensificación del tono expansivo de la política monetaria llevada a cabo por el Eurosistema, tras la puesta en marcha en marzo del programa de compra de activos públicos. No obstante, la operación de mecanismos de anticipación y de ajuste en las expectativas sobre los efectos de las actuaciones de política monetaria en los mercados de deuda determinó cierta dinámica oscilante de las rentabilidades a lo largo de 2015. Así, al finalizar 2015 la rentabilidad de las obligaciones a diez años en el mercado secundario era solo 15 pb inferior a la vigente a finales de 2014, si bien el impulso de ajuste a la baja de las rentabilidades se había extendido más uniformemente a lo largo de la curva, como lo manifiesta el aplanamiento en cerca de 20 pb de la pendiente de la curva entre los tramos de treinta y diez años. En los tramos más cortos de la curva, el rasgo más destacable, por su influencia en el desempeño general del Tesoro durante 2015, ha sido la materialización de rentabilidades próximas a cero o negativas.

En conjunto, el balance general en términos de costes de financiación para el Estado se salda con una reducción del rendimiento medio de los fondos tomados a lo largo de 2015 más intensa que la que refleja la evolución de las rentabilidades de la deuda de referencia a diez años, al haber caído el coste medio en aproximadamente 65 pb⁴. Esto ha permitido que el coste medio de la cartera de deuda del Estado en circulación se haya reducido al finalizar el año en cerca de 30 pb en comparación con el de finales de 2014. En línea con el resto de este capítulo, el resultado anterior refleja exclusivamente el efecto de los costes de la financiación obtenida en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones y no tiene en cuenta la financiación captada fuera de este.

1.2 Evolución del mercado primario

Durante 2015, el recurso neto del Tesoro a la financiación mediante deuda del Estado se saldó con un ligero aumento interanual. En efecto, la cifra de emisión neta captada me-

³ El saldo primario de caja, por otra parte, alcanzó en 2015 un superávit por valor de 18.071 millones de euros, lo que supone un 1,67 % del PIB, frente al superávit de 7.866 millones de euros (0,76 % del PIB) en 2014.

⁴ Los primeros cuadros del apéndice estadístico informan de la emisión de deuda del Estado en cada tipo de instrumento, según su plazo original para bonos y obligaciones y según su plazo residual para letras. Los cuadros incluyen una columna con el tipo marginal de una subasta representativa mensual de los distintos instrumentos de deuda anotada en los que emite el Tesoro. La subasta representativa es la correspondiente al *benchmark* del plazo del cuadro en cuestión o la del instrumento de plazo residual correspondiente con mayor captación de financiación.

Año 2015

Millones de euros y %

	Emisión bruta			Amortización			Emisión neta (b)			Saldo		
	2015	2014	%	2015	2014	%	2015	2014	%	2015	2014	%
TOTAL	237.424,7	239.535,4	-0,9	179.351,6	181.966,1	-1,4	58.073,1	57.569,4	0,9	827.463,6	769.374,6	7,6
Total letras	97.871,1	99.193,6	-1,3	93.361,9	110.440,7	-15,5	4.509,2	-11.247,1	140,1	82.436,1	77.926,9	5,8
A tres meses	6.576,2	11.283,3	-41,7	7.279,0	12.943,1	-43,8	-702,8	-1.659,9	57,7	1.916,9	2.619,7	-26,8
A seis meses	9.032,1	12.660,7	-28,7	10.572,0	14.924,9	-29,2	-1.539,9	-2.264,2	32,0	4.751,4	6.291,3	-24,5
A nueve meses	30.027,1	30.089,1	-0,2	30.351,1	29.896,7	1,5	-324,0	192,5	-268,3	23.531,8	23.855,8	-1,4
A un año	52.235,6	45.160,4	15,7	45.159,8	43.547,0	3,7	7.075,9	1.613,4	338,6	52.236,1	45.160,2	15,7
Total bonos y obligaciones	139.553,7	140.341,8	-0,6	85.989,8	71.525,4	20,2	53.563,9	68.816,5	-22,2	745.027,5	691.447,7	7,7
Hasta tres años	24.508,5	24.207,2	1,2	44.686,0	16.957,8	163,5	-20.177,5	7.249,4	-378,3	71.279,0	91.456,5	-22,1
A cinco años	27.141,3	31.688,7	-14,4	20.327,9	38.172,5	-46,7	6.813,4	-6.483,8	205,1	144.105,5	137.292,1	5,0
A diez años	48.443,4	55.044,9	-12,0	20.975,8	0,0	—	27.467,6	55.044,9	-50,1	318.309,6	290.842,0	9,4
A quince años	19.257,4	11.344,1	69,8	0,0	16.395,1	-100,0	19.257,4	-5.051,0	481,3	94.737,6	75.480,1	25,5
A treinta años o más	11.796,9	5.662,9	108,3	0,0	0,0	—	11.796,9	5.662,9	108,3	95.751,9	83.955,1	14,1
Indexados a la inflación (a)	8.406,2	12.394,1	-32,2	0,0	0,0	—	8.406,2	12.394,1	-32,2	20.844,0	12.421,9	67,8

FUENTE: Banco de España.

- a Incluye las emisiones a cinco, diez y quince años. El saldo recoge el efecto de la capitalización de la inflación acumulada realizada a final del año correspondiente.
- b La amortización acumulada de letras incluye el vencimiento en 2014 de todas las de dieciocho meses. No se recogen entradas adicionales por ausencia de cualquier otra actividad en ese instrumento en 2014 o en 2015.

diante letras, bonos y obligaciones durante 2015 registró un importe nominal de 58.073,1 millones de euros, frente a 57.569,4 millones en 2014, lo que representa un aumento en la captación neta de fondos del 0,9 %, como se refleja en el cuadro 1.1⁵. A fin de reconciliar este ligero incremento con la reducción interanual de las necesidades de endeudamiento mencionada anteriormente, conviene observar, además, que, de acuerdo con la información de la IGAE, en 2015 se amortizaron, por un importe igual a 5.065 millones de euros, deudas distintas a las que interesan a este capítulo de la memoria⁶.

La emisión bruta de letras, bonos y obligaciones en 2015 ascendió a 237.424,7 millones de euros en términos nominales, frente a los 239.535,4 millones emitidos en 2014. Esta estabilización relativa en el nivel de actividad colocadora ha venido determinada por comportamientos contrapuestos de la apelación neta a la financiación, referida anteriormente, y del volumen de amortizaciones, que cayó un 1,4 %. La composición de la emisión bruta entre letras del Tesoro, por un lado, y bonos y obligaciones, por otro, también se ha caracterizado por una significativa estabilización, a pesar de las diferencias apreciables en la composición de la financiación neta entre letras, por un lado, y bonos y obligaciones, por el otro. Así, mientras que la financiación neta mediante letras experimentó un repunte relativo destacado, al pasar de una amortización neta de cierta consideración en 2014 a una

5 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 o captados y, por tanto, no importes efectivos. Esta observación resulta siempre relevante, por su incidencia en la capacidad para reconciliar financiación obtenida y saldos.

6 Entre ellas, 4 mm de euros correspondieron a amortizaciones de deuda frente al MEDE.

emisión neta positiva moderada en 2015, la emisión neta positiva mediante bonos y obligaciones registró una reducción del 22 %.

Para poner en contexto la composición de la financiación neta captada, y poder así valorar la actividad bruta en el mercado primario, conviene observar que el saldo de bonos y obligaciones que se amortizaban en 2015 creció un 20,2 % en relación con 2014, mientras que el de letras se contrajo un 15,5 %. A este respecto, conviene recordar que este último hecho está condicionado por la amortización total de las letras a dieciocho meses que tuvo lugar en 2014. Estos elementos, unidos a la política de acomodación de la dinámica en las amortizaciones seguida por el Tesoro, han acabado determinando la relativa estabilidad descrita en la actividad bruta de letras, por un lado, y de bonos y obligaciones, por otro. En concreto, la emisión bruta de este último grupo de instrumentos acabó registrando en 2015 una ligera reducción interanual (del 0,6 %), mientras que la colocación bruta de letras se saldó con una caída solo ligeramente superior (-1,3 %). El cuadro 1.1 resume la evolución de la emisión bruta y neta para las distintas clases de instrumentos, así como el detalle para cada uno de los instrumentos del programa de emisión del Tesoro y el efecto resultante en términos de sus saldos respectivos.

Los instrumentos que registraron una mayor actividad emisora en 2015 fueron las letras a un año (52.235,6 millones de euros) y las obligaciones a diez años (48.443,4 millones de euros), dada su tradicional condición de referencias centrales para la política de emisión a corto y largo plazo, respectivamente. Por su parte, el volumen de emisión bruta en bonos con plazo original a cinco años (27.141,3 millones de euros) ha convertido a esta línea en el segundo canal más relevante en el mercado primario de medio y largo plazo en 2015. Dentro de este segmento, conviene destacar que, si bien la ejecución de sindicaciones de bonos y obligaciones por un importe de 24,5 mm de euros fue algo inferior a la de 2014 (cifrada en 30 mm), continúa suponiendo cerca del 18 % de todas las colocaciones a medio y largo plazo. Aunque la emisión en letras a nueve meses no es cualitativamente comparable a la de los instrumentos que aportan financiación neta en el conjunto del año, el nivel de emisión alcanzado (30.027,1 millones de euros) —el tercero en una comparación para el conjunto de las líneas— y su estabilidad desde una perspectiva de comparación interanual evidencian un año más la relevancia de esta línea introducida en 2014, tras decidirse la supresión de las letras a dieciocho meses. La actividad en las líneas de letras de plazo más corto (tres y seis meses) se ha caracterizado por su regularidad durante todo el año, si bien los importes captados por subasta han sido significativamente inferiores a los de 2014 y, en general, representan los instrumentos de menor apelación bruta.

Un rasgo destacable de la actividad de emisión durante 2015 es el significativo aumento de las emisiones convencionales de más largo plazo. Las condiciones de mercado imperantes han permitido que las líneas de obligaciones a treinta y a quince años crecieran alrededor del 110 % y del 70 %, respectivamente. Así, en conjunto, incluyendo la emisión de indexados a quince años, los fondos captados a más largo plazo han supuesto alrededor de un 25 % del total captado a medio y largo plazo. Este hecho, unido a la ausencia durante 2015 de amortizaciones de instrumentos emitidos originalmente a estos plazos más largos, explica los abultados incrementos interanuales en la emisión neta de instrumentos a quince y a treinta años reflejados en el cuadro 1.1.

El desplazamiento descrito en la política de emisión a medio y largo plazo ha tenido como consecuencia natural unos menores niveles de actividad en bonos a cinco años y en obligaciones a diez, con caídas interanuales en el entorno del 12 % y del 14 %, respectivamente. La amortización en enero de una obligación emitida originalmente a diez años

explica, además, la sustancial caída en la emisión neta registrada en ese plazo original. Por el contrario, la comparación interanual de la emisión neta de bonos emitidos a cinco años está afectada por la caída en términos netos de esta línea de instrumentos durante 2014. Así, pese a la mencionada reducción interanual en términos brutos, la emisión neta registra un crecimiento notable (205 %), debido a una amortización considerablemente menor en 2015. En el segmento de tres años, conviene observar que el cuadro 1.1 sigue consolidando la actividad propiamente en bonos a tres años con las emisiones a dos años iniciadas en 2013, aunque interrumpidas poco después. No obstante, esta consolidación afecta solo a las cifras de amortización en 2015. Además, se hará innecesaria en el futuro, al haber amortizado en marzo de 2015 la totalidad de los bonos emitidos originalmente a dos años.

Por lo que respecta a la emisión de bonos y obligaciones indexados a la inflación, las condiciones de mercado y las expectativas sobre la evolución de la inflación han motivado un descenso en el nivel de actividad próximo al 30 %. No obstante, desde un punto de vista cualitativo destaca el inicio de la emisión de obligaciones a quince años indexadas a la inflación. De hecho, de los 8.406,2 millones de euros captados con obligaciones indexadas, alrededor de la mitad correspondieron a esta nueva línea de instrumentos.

Los rasgos estructurales de la nueva línea indexada a quince años coinciden con los de las líneas indexadas a cinco y a diez años introducidas en 2014. A saber, el cupón anual y el principal de las nuevas obligaciones están indexados al Índice de Precios de Consumo Armonizado ex-tabaco para la zona del euro publicado mensualmente por Eurostat, con arreglo al cual ya emiten deuda indexada países de referencia como Alemania, Francia o Italia, entre otros. Además, se mantiene la elección de noviembre como mes de vencimiento y mes base para el cómputo de los ajustes por inflación. Esta elección, guiada por el patrón de estacionalidad del índice de precios empleado, supuso la introducción de una nueva opción de patrón de estacionalidad para los inversores europeos en bonos indexados a la inflación.

En conjunto, la actividad en bonos indexados a la inflación en 2015 ha supuesto la ampliación de los puntos de la curva en los que el Tesoro capta financiación. La cobertura estadística de los bonos indexados a la inflación en esta Memoria se materializa mediante las entradas correspondientes en el cuadro 1.1 general y en los cuadros específicos A.11 a A.13. Conviene recordar que las entradas correspondientes a los saldos vivos reflejan la capitalización de los flujos colocados a la fecha en cuestión de acuerdo con la inflación realizada hasta el momento, ajustando por protección de principal que contiene el instrumento.

La instrumentación del programa de financiación bruta se realizó fundamentalmente con cargo al programa de subastas del Tesoro. Casi el 90 % de los fondos totales tomados se obtuvo mediante subastas. Si se acota este análisis a los fondos tomados a medio y largo plazo, las subastas suponen todavía un 82 %. En 2015 se sindicaron cuatro obligaciones, tres de ellas nominales y una indexada a la inflación. En enero y en junio se colocaron por sindicación dos nuevas obligaciones a diez años (O-1,60 % y O-2,15 %, respectivamente), captándose 9 mm de euros en la primera y 5 mm de euros en la segunda. El mayor tipo de interés nominal de la obligación O-2,15 % es reflejo de la dinámica oscilante de rentabilidades referida anteriormente. Las otras dos sindicaciones realizadas en 2015 se refieren a dos instrumentos a quince años, uno nominal y el otro indexado a la inflación. En concreto, la colocación en marzo de la obligación convencional O-1,95 % fue de 7 mm de euros, mientras que la sindicación de la obligación indexada O-1,00 %, también en marzo,

ascendió en términos nominales a 3,5 mm de euros. Por los procedimientos de emisión ordinarios, se colocaron, además, dos nuevos bonos a tres y a cinco años. En concreto, en mayo se abrió el primer tramo del bono de interés nominal 0,25 % y vencimiento en abril de 2018, y en junio se inició la colocación mediante subasta del bono de cupón 1,15 % y vencimiento en 2020.

Los rasgos más destacables del programa de subastas son los siguientes. En un total de 48 sesiones (24 de letras y otras 24 de bonos y obligaciones), se llevaron a cabo 48 subastas de letras y 75 de bonos y obligaciones. De esta forma, el número medio de bonos y obligaciones subastados por sesión ascendió a tres, mientras que se continúan emparejando las emisiones de letras a tres y a nueve meses, por un lado, y las de seis y doce, por otro. El número de segundas vueltas que tuvieron adjudicación, con independencia del instrumento, ascendió a 59, lo que representa aproximadamente la mitad de las celebradas. La evolución de las rentabilidades favoreció una utilización más intensa de las segundas vueltas de bonos y obligaciones, instrumentos para los que 40 segundas subastas alcanzaron adjudicación, frente a 19 en el caso de las letras.

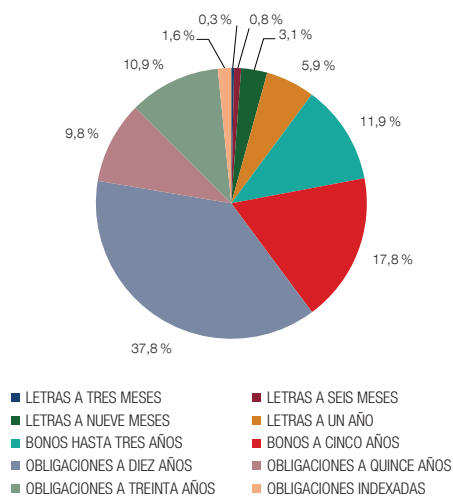
El importe total emitido mediante segundas vueltas ascendió a 38.720 millones de euros, lo que representa el 16 % de la emisión bruta total. Las letras contribuyeron con 5.442 millones de euros, cerca del 5 % del volumen emitido de letras. La contribución de los bonos supuso, a su vez, casi el 24 % de lo emitido mediante bonos y obligaciones. El recurso medio por clases de instrumentos no revela patrones destacables, dejando de lado la mayor utilización en bonos y obligaciones frente a letras.

En cuanto a la ejecución de las subastas, en términos generales el mayor nivel relativo de demanda se concentró en las letras, para las que la ratio de volumen de peticiones en relación con el importe emitido alcanzó en términos medios una relación invertida con el plazo del instrumento subastado. Así, el valor de esa relación para las letras a tres, seis, nueve y doce meses ascendió a 4,9, 4,7, 2,5 y 1,9, respectivamente. Esta menor ratio de cobertura para las letras a doce meses se refleja también en un diferencial entre tipo marginal y tipo medio ligeramente superior al resto de instrumentos de corto plazo.

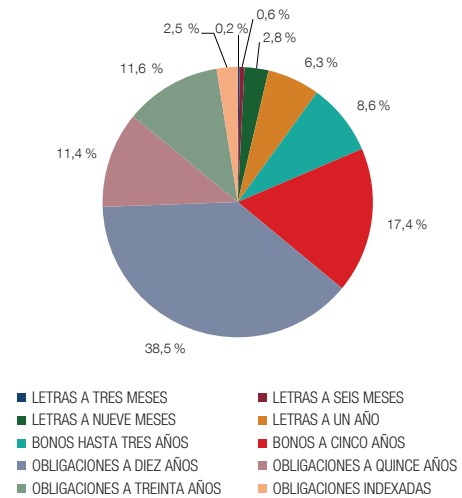
El tramo medio de la curva (bonos a tres y a cinco años) también cosechó en ocasiones un alto nivel medio de demanda en relación con la emisión. Para los bonos a tres años, esa relación fue de 2,9 veces, mientras que para los de cinco años fue de 2,5. Dejando de lado las sindicaciones, para las obligaciones a diez años el nivel promedio de demanda relativa ascendió a alrededor de 2,1 veces la emisión. En el caso de las obligaciones a quince y a treinta años, esa relación ascendió a 1,9 y a 1,7, respectivamente. El análisis de la dispersión de las rentabilidades cotizadas en la subasta evidencia una mayor unanimidad media de los participantes en las subastas a tres y a treinta años, para las que el diferencial medio ascendió a alrededor de 1,3 pb. Para las obligaciones a diez y a quince años esta medida fue ligeramente superior (1,5 pb), y más acusada en las subastas de bonos a cinco años (2,1 pb).

El coste medio de la financiación obtenida en 2015 ascendió al 0,80 %. El coste medio de los fondos obtenidos mediante bonos y obligaciones ascendió al 1,31 %, mientras que el correspondiente a las letras se situó en el 0,05 %. A este respecto, conviene observar que las letras a tres meses registraron tipos marginales negativos ya en abril, algo que se hizo extensivo a todos los plazos de letras al finalizar el año. En el caso de bonos y obligaciones, los rendimientos con los que se han saldado las distintas subastas se han mantenido en valores positivos, salvo en el caso de los bonos a cinco

2014



2015



FUENTE: Banco de España.

años indexados a la inflación, para los que ya en mayo la rentabilidad marginal real se situó en -25 pb.

La generalización de tipos negativos a lo largo de 2015, especialmente en instrumentos preferidos por inversores minoristas, ha desplegado el efecto de la reforma normativa acometida por el Tesoro en agosto 2014 ante la previsión de esta situación. De acuerdo con ese cambio, las peticiones de letras que se realizan como suscripción no competitiva se declaran automáticamente como no presentadas cuando el tipo medio de una subasta resulta negativo.

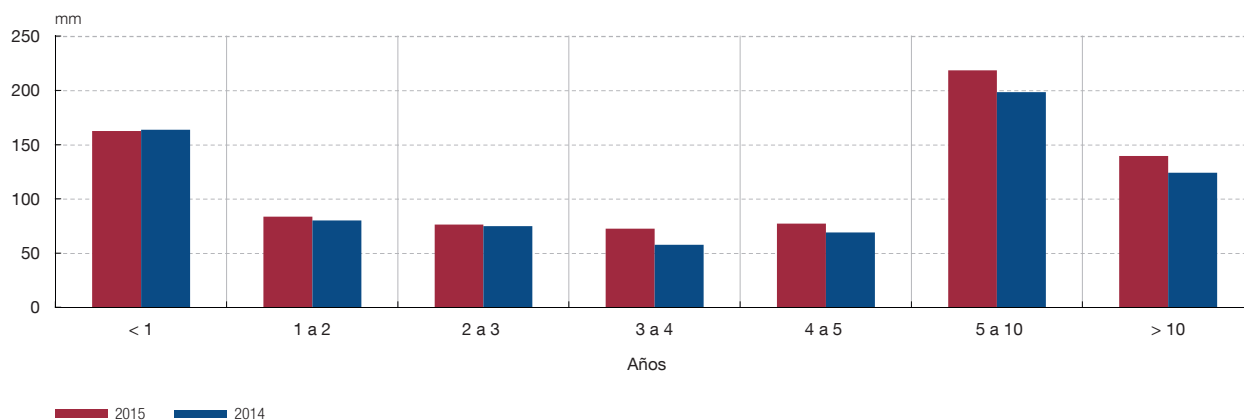
1.3 Evolución del saldo vivo de deuda anotada

Como resultado del programa de emisión de 2015 descrito en los apartados anteriores, el saldo vivo de deuda del Estado en circulación que ocupa a este capítulo acabó registrando un aumento del 7,6%. En concreto, el saldo de deuda del Estado anotada en el mercado de deuda pública y emitida bajo sus programas regulares ascendía, al concluir el ejercicio 2015, a 827.463,6 millones de euros⁷.

La composición de ese saldo vivo por líneas de mismo plazo original debe interpretarse con las cautelas que suscita la heterogeneidad natural que supone el paso del tiempo. No obstante, en términos agregados resulta claro que el saldo nominal de letras creció en 2015 un 5,8%, hasta alcanzar 82.436,1 millones de euros, lo que ha supuesto aproximadamente mantener el peso de esta línea de financiación para el Tesoro en torno al 10% (véase gráfico 1.1). En términos de composición, las letras a un año han aumentado su peso en el conjunto de instrumentos de corto plazo, hasta suponer el 63,4% del saldo vivo a corto plazo, a costa de una reducción en el peso de las letras a nueve meses, que han pasado a suponer el 28,5%, así como del resto de instrumentos de más corto plazo.

Por lo que se refiere a bonos y obligaciones, el saldo conjunto creció el 7,7%, hasta alcanzar 745.027,5 millones de euros. Este saldo supone que el peso de los bonos y obliga-

⁷ En esta cifra se incorpora el efecto de la inflación realizada a fin de período sobre el principal de las obligaciones indexadas.



FUENTE: Banco de España.

ciones en la financiación del Estado al cierre de 2015 era del 90,0 %, frente al 89,9 % de 2014. El desglose entre bonos, obligaciones e instrumentos indexados muestra que el saldo vivo de los bonos suponía al finalizar 2015 alrededor del 29 % de los instrumentos vivos a medio y largo plazo, frente a alrededor del 68 % para el caso de las obligaciones nominales, y casi el 3 % para los valores indexados a la inflación. Este resultado ha supuesto un aumento del peso de los instrumentos de más largo plazo en el conjunto de la cartera en alrededor de 4 puntos porcentuales (pp) y, como consecuencia, el alargamiento en la vida media hasta 6,43 años, desde los 6,17 del año anterior. En efecto, este alargamiento de alrededor de tres meses en la vida media de la cartera ha tenido lugar sin que la vida media de los distintos grupos de instrumentos de emisión por plazo original se alterase de forma reseñable.

El gráfico 1.2 refleja la relativa similitud existente entre los perfiles de amortizaciones brutas a los que se enfrentaba el Tesoro al finalizar los ejercicios 2015 y 2014, si bien se puede apreciar el aumento de los saldos cuyo vencimiento cae entre cinco y diez años o por encima de este último horizonte.

2 MERCADO SECUNDARIO DE DEUDA DEL ESTADO

2 MERCADO SECUNDARIO DE DEUDA DEL ESTADO

2.1 Descripción general

La negociación en el mercado de deuda del Estado, que alcanzó 12,5 billones, se redujo en 2015 un 27,6 % en relación con la registrada en 2014. Como puede observarse en el gráfico 2.1, esta variación sitúa la contratación en este mercado en volúmenes similares a los observados a finales de los años noventa.

En 2015, la negociación en el ámbito de titulares del mercado y la correspondiente al segmento de terceros registraron considerables caídas: del 37,8 % y del 18,4 %, respectivamente. Con estos descensos tan diferentes, el reparto a partes casi iguales en la actividad se ha modificado y ahora la negociación entre titulares se halla en el entorno del 40 % de la contratación total, mientras que el 60 % restante corresponde a la actividad con terceros.

Respecto a las proporciones en que se negocian los distintos instrumentos, la actividad sigue centrada en la contratación con bonos y obligaciones no segregados. En concreto, la operativa con deuda a medio y largo plazo no segregada pasó de representar el 85,7 % en 2014 a suponer el 83 % de la negociación, perdiendo así casi 3 pp en su cuota; en el mismo sentido se ha movido la cuota de la contratación de instrumentos segregados, que ha pasado del 2,3 % en 2014 al 1,7 % en 2015. Las pérdidas de cuota de los instrumentos anteriores han sido absorbidas por la negociación de letras del Tesoro, cuya participación en la actividad total ha pasado del 12 % en 2014 al 15,3 % en 2015.

Por tipo de operaciones, se observó un aumento en la cuota correspondiente a las operaciones al contado, que pasó del 36,7 % en 2014 al 48,9 % en 2015; por el contrario, se observaron reducciones significativas en la participación de operaciones simultáneas, que pasó del 41,4 % en 2014 al 33,7 % en 2015; y en la correspondiente a las operaciones *repo*, que pasó del 19,7 % en 2014 al 15,1 % en 2015. La cuota de las operaciones a plazo en el total de actividad apenas varió, y se situó en el 2,3 % en 2015.

En el gráfico 2.2 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.

2.2 Negociación entre titulares

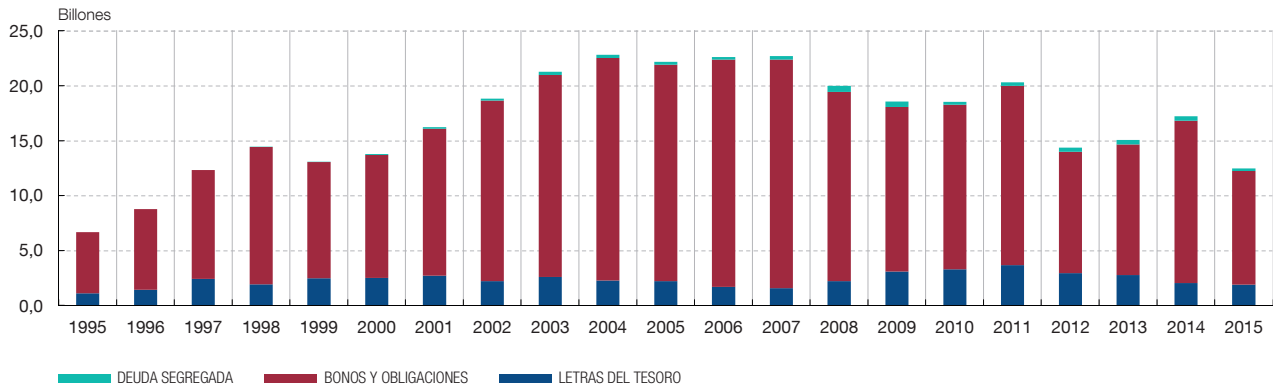
Como se ha señalado anteriormente, la negociación entre titulares cayó un 37,8 % en 2015 y alcanzó un volumen total en dicho año de 5,1 billones. Este descenso se debió al retroceso en la contratación con bonos y obligaciones, cifrado en un 41,8 %, y al observado en la negociación con letras del Tesoro, cifrado en el 10,8 %.

Los importes contratados en operaciones con bonos y obligaciones alcanzaron 4,2 billones, lo que representa el 81,6 % del mercado entre titulares; por su parte, la negociación con letras del Tesoro alcanzó 921 mm (18,1 % de la actividad entre titulares) y la realizada con instrumentos segregados se situó en 14 mm de euros (0,3 % de este segmento del mercado).

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 2.3.

EVOLUCIÓN DE LA CONTRATACIÓN

GRÁFICO 2.1

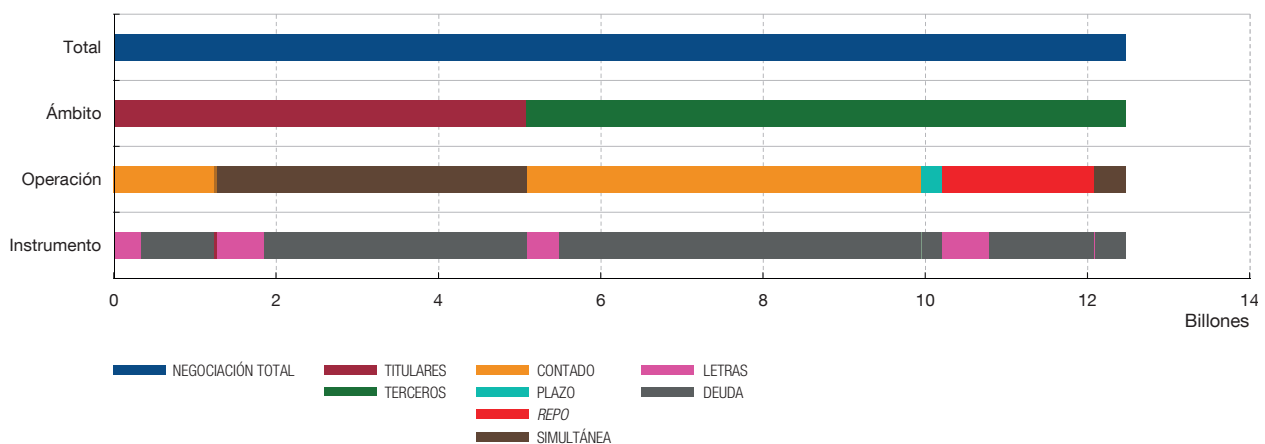


FUENTE: Banco de España.

MERCADO SECUNDARIO DE DEUDA ANOTADA

GRÁFICO 2.2

DESCOMPOSICIÓN DE LA NEGOCIACIÓN POR TIPO DE OPERACIÓN Y POR INSTRUMENTO



FUENTE: Banco de España.

En 2015, las operaciones al contado cayeron un 11,6 % y su contratación se situó en 1,2 billones; por su parte, las operaciones simultáneas registraron un mayor descenso, cifrado en el 43,2 %, y totalizaron 3,8 billones de negociación. También se redujo la contratación de operaciones a plazo, que alcanzó 37 mm, si bien su caída (del 39,8 %) es menos significativa, pues parte de volúmenes muy reducidos.

Tras estas variaciones, la negociación en este segmento del mercado sigue concentrada en las operaciones simultáneas, que suponen un 75 % del total; por su parte, las operaciones al contado representan un 24,3 %, y las operaciones a plazo, un 0,7 %.

En el cuadro 2.1 se facilita la descomposición de la negociación entre titulares en 2015, por tipo de operación e instrumento, junto con las variaciones porcentuales en relación con la contratación del año 2014; por su parte, el cuadro 2.2 muestra las cuotas de negociación para los años 2014 y 2015.

NEGOCIACIÓN ENTRE TITULARES (a)

CUADRO 2.1

Año 2015

mm de euros y %

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total (a)	
	Volumen	Variación s/ 2014 (%)	Volumen	Variación s/ 2014 (%)	Volumen	Variación s/ 2014 (%)	Volumen	Variación s/ 2014 (%)	Volumen	Variación s/ 2014 (%)
TOTAL (a)	1.234,8	-11,6	36,8	-39,8	—	—	3.814,7	-43,2	5.086,2	-37,8
Letras del Tesoro	334,0	20,0	4,2	-21,1	—	—	582,6	-22,2	920,8	-10,8
Bonos y obligaciones	893,6	-19,6	32,4	-41,1	—	—	3.225,5	-45,9	4.151,5	-41,8
Principales y cupones	7,2	3,5	0,2	-73,8	—	—	6,6	201,1	14,0	40,3

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.

CUOTAS DE NEGOCIACIÓN ENTRE TITULARES (a)

CUADRO 2.2

%

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total (b)	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015
TOTAL (b)	17,1	24,3	0,7	0,7	—	—	82,2	75,0	100,0	100,0
Letras del Tesoro	3,4	6,6	0,1	0,1	—	—	9,2	11,5	12,6	18,1
Bonos y obligaciones	13,6	17,6	0,7	0,6	—	—	73,0	63,4	87,2	81,6
Principales y cupones	0,1	0,1	0,0	0,0	—	—	0,0	0,1	0,1	0,3

FUENTE: Banco de España.

a Porcentajes sobre la negociación total entre titulares.

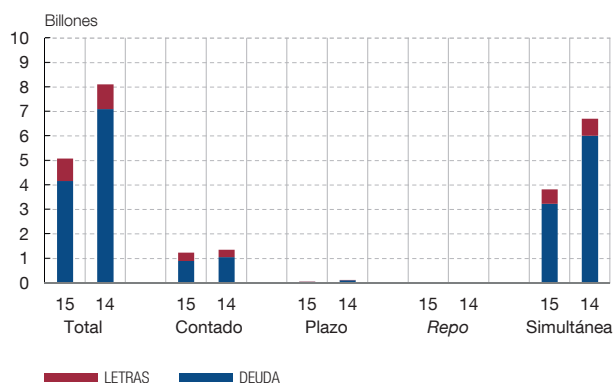
b En algunos casos, las rúbricas de totales pueden diferir de la suma de sus componentes a consecuencia de los redondeos.

Por último, la parte izquierda del gráfico 2.3 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.

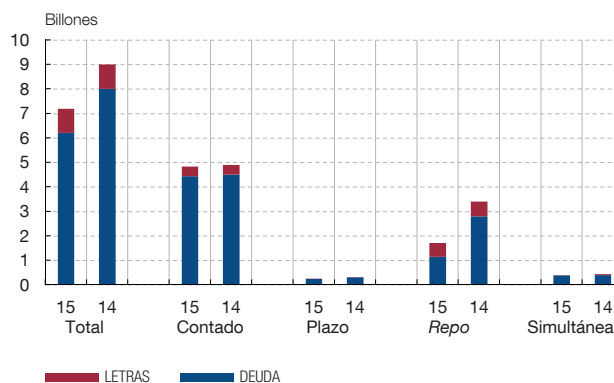
La negociación al contado pasó de 1,4 billones en 2014 a 1,2 billones en 2015. Esta variación se debió a la caída del 19,6 % en la contratación con bonos y obligaciones, que totalizó un volumen de 894 mm. En sentido contrario varió la negociación con letras del Tesoro, que, con un aumento del 20 %, sumó 334 mm en 2015. Por último, la actividad con principales y cupones, con un aumento muy reducido, se situó en tan solo 7 mm.

En 2015 se negociaron al contado 49 referencias de bonos y obligaciones, esto es, dos más que en 2014. La concentración aumentó ligeramente en 2015: mientras que en 2014 las cinco emisiones más negociadas suponían el 26 % de la negociación, en 2015 esta cifra creció hasta el 30 %. En términos de volúmenes negociados, las referencias más utilizadas fueron la obligación con cupón 1,60 % y vencimiento en abril de 2025, la obligación con cupón 2,75 % y vencimiento en octubre de 2024, la obligación con cupón 2,15 % y vencimiento en octubre de 2025, el bono con cupón 1,40 % y vencimiento en enero de 2020, y el bono con cupón 1,15 % y vencimiento en julio de 2020.

TITULARES



TERCEROS



FUENTE: Banco de España.

Las operaciones simultáneas entre titulares registraron un descenso del 43,2 % y, frente a los 6,7 billones de negociación en 2014, en 2015 alcanzaron 3,8 billones de contratación. De estos, 3,2 billones fueron contratados con bonos y obligaciones, lo que supuso una caída del 45,9 % desde los volúmenes observados en 2014. En el mismo sentido se movió la negociación de letras del Tesoro (con un volumen de 0,6 billones y caída del 22,2 %), mientras que en sentido contrario varió la actividad con instrumentos segregados (con una escasa contratación, de 7 mm).

2.3 Negociación con terceros

2.3.1 INTRODUCCIÓN

Como se señaló anteriormente, la negociación con terceros cayó un 18,4 % en 2015, en relación con el año 2014, y alcanzó un volumen de 7,4 billones. Esta caída es el resultado de variaciones en ese sentido en los tres tipos de instrumentos: descenso del 18,7 % en la contratación de bonos y obligaciones, que totalizó 6,2 billones; descenso del 4,6 % en la negociación de letras del Tesoro, que sumó un billón; y, descenso del 48,7 % de la actividad con instrumentos segregados, que solamente alcanzó 197 mm.

De este modo, la concentración de la negociación con bonos y obligaciones en el ámbito de terceros se mantuvo en niveles similares, ya que pasó del 84,3 % en 2014 al 84 % en 2015. La cuota de la contratación con letras del Tesoro creció desde el 11,4 % en 2014 hasta el 13,3 % en 2015, mientras que la correspondiente a los instrumentos segregados descendió desde el 4,2 % en 2014 hasta el 2,7 % en 2015.

Las caídas fueron generalizadas para todos los tipos de operación: la contratación en operaciones *repo*, que descendió en 2015 un 44,6 %, alcanzó 1,9 billones; por su parte, la negociación al contado, que cayó un 1,3 %, sumó 4,9 billones en 2015. Finalmente, con volúmenes mucho menores, que hacen menos significativas sus variaciones, también cayeron las operaciones a plazo y las operaciones simultáneas, con variaciones, respectivamente, del -18,4 % y del -6,6 %.

Con estas variaciones en el ámbito de la negociación con terceros, la cuota de la contratación al contado ha pasado del 54,5 % en 2014 al 65,9 en 2015, mientras que, en sentido contrario, la cuota de las operaciones *repo* ha descendido desde el 37,5 % en 2014 hasta el 25,4 % en 2015. Por su parte, las operaciones simultáneas han variado en menor medida, ya que su cuota ha crecido desde el 4,6 % en 2014 hasta el 5,3 % en 2015. Finalmen-

te, la participación de las operaciones a plazo en el conjunto de la negociación con terceros se ha mantenido estable en el 3,4 %.

El resto de la sección se dedica, en primer lugar, a informar de las reclamaciones recibidas en el Banco de España en relación con el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones y a la actividad supervisora en este campo; en segundo lugar, a la descripción de la operativa al contado; y, en tercer lugar, a la descripción de la contratación en operaciones *repo* y en simultáneas. Los cuadros 2.3 y 2.4 recogen, para la negociación con terceros, la misma información que, para el caso de la negociación entre titulares, facilitaban los cuadros 2.1 y 2.2; asimismo, el panel derecho del gráfico 2.3 muestra el desglose de la negociación con terceros para los años 2014 y 2015.

2.3.2 RECLAMACIONES DE TERCEROS Y SUPERVISIÓN

En relación con la actividad de los terceros en el mercado de deuda pública, el número de reclamaciones recibidas en el Departamento de Conducta de Mercado y Reclamaciones del Banco de España pasó de doce en 2014 a trece en 2015; de estas, ocho fueron presentadas contra el Banco de España y cinco contra otras entidades gestoras.

Respecto a las reclamaciones presentadas contra el Banco de España, en su actuación como entidad gestora, hay que indicar que en ninguna de ellas se apreció que existiera falta de información o diligencia, por lo que fueron desestimadas; en concreto, las cuestiones planteadas fueron las siguientes:

- dos reclamaciones por disconformidad con el cobro de una comisión por la transferencia, a una cuenta bancaria, del efectivo resultante de la amortización de deuda pública;
- una por disconformidad con la numeración del resguardo de formalización de anotación en cuenta de deuda pública, por no corresponder con la numeración de la solicitud de traspaso y venta de deuda anotada posterior;
- una por falta de recepción del resguardo oficial de deuda anotada, y
- cuatro por peticiones de reinversión no atendidas —de acuerdo con la norma, ya que el precio medio de adjudicación resultó superior al 100 %— y por el cobro de las comisiones por las transferencias posteriores de efectivo.

De las cinco reclamaciones presentadas contra entidades gestoras, distintas del Banco de España, una fue trasladada a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, dado que se refería a una compra de deuda privada, cuando lo que se pretendía por el reclamante era comprar deuda pública; otra, en la que se planteaba una incidencia con unos bonos segregables, resultó archivada porque el reclamante no atendió al requerimiento de documentación; y las tres restantes finalizaron con informe motivado, en el que se apreció un posible quebrantamiento de las normas de transparencia y protección de la clientela, por los siguientes motivos:

- falta de actuación diligente de la entidad reclamada en la colaboración que debe prestar al Departamento de Conducta de Mercado y Reclamaciones, al no cumplimentar el trámite de alegaciones para el que fue convenientemente requerida;

Año 2015

mm de euros y %

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total (a)	
	Volumen	Variación s/ 2014 (%)	Volumen	Variación s/ 2014 (%)	Volumen	Variación s/ 2014 (%)	Volumen	Variación s/ 2014 (%)	Volumen	Variación s/ 2014 (%)
TOTAL (a)	4.867,2	-1,3	254,0	-18,4	1.876,3	-44,6	388,2	-6,6	7.385,7	-18,4
Letras del Tesoro	393,7	-10,8	8,4	-56,6	573,7	3,6	9,1	-50,8	984,9	-4,6
Bonos y obligaciones	4.439,4	-0,2	244,6	-15,9	1.140,9	-54,3	379,0	-4,5	6.203,8	-18,7
Principales y cupones	34,1	-21,7	1,0	-15,0	161,7	-52,3	0,1	116,4	197,0	-48,7

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.

- incumplimiento del requisito de claridad necesaria en los documentos de liquidación de comisiones, e
- incumplimiento de los requisitos de información previa sobre las características de la operación y de información sobre su formalización en tiempo y forma.

Con carácter excepcional, durante el año 2015 el Banco de España no ha realizado ninguna inspección específica sobre la actuación de las entidades en el ámbito de la deuda pública anotada, ya que, teniendo en cuenta la valoración positiva general obtenida en años anteriores, se ha considerado que podían dedicarse los recursos disponibles a una mejor integración en el Mecanismo Único de Supervisión.

2.3.3 OPERACIONES SIMPLES AL CONTADO

Los volúmenes contratados en operaciones al contado sumaron 4,9 billones de euros, lo que supuso un retroceso del 1,3 % respecto a la negociación de 2013; esta actividad se concentró en la negociación con bonos y obligaciones, ya que los volúmenes negociados con letras del Tesoro y con deuda segregada se situaron en 394 mm y en 34 mm, respectivamente.

Al igual que en todos los años anteriores, en 2015 las entidades gestoras dieron contrapartida en nombre propio a sus clientes en la inmensa mayoría de las operaciones: en el 93 % de los volúmenes contratados en el caso de las letras del Tesoro, en el 89 % en el caso de los bonos y obligaciones, y, por último, en el 93 % en el caso de la deuda segregada. En la mayor parte del resto de la contratación, las entidades se limitaron a registrar operaciones comunicadas por las partes contratantes, pues la operativa como comisionista se situó en el 0,2 %.

El volumen medio de las operaciones en este ámbito de negociación se situó en 10,6 millones en 2015; en el caso de las letras del Tesoro, la operación media se situó en 13 millones, mientras que en el de los bonos y obligaciones alcanzó los 10,7 millones. Por su parte, el volumen medio en las operaciones con deuda segregada, situado en 2,4 millones, sigue siendo claramente menor.

Por tipo de intermediación, el volumen medio de operación cuando la entidad gestora da contrapartida en nombre propio se situó en 10,9 millones; en el caso del registro por orden

%

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total (b)	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015
TOTAL (b)	54,5	65,9	3,4	3,4	37,5	25,4	4,6	5,3	100,0	100,0
Letras del Tesoro	4,9	5,3	0,2	0,1	6,1	7,8	0,2	0,1	11,4	13,3
Bonos y obligaciones	49,2	60,1	3,2	3,3	27,6	15,4	4,4	5,1	84,3	84,0
Principales y cupones	0,5	0,5	0,0	0,0	3,7	2,2	0,0	0,0	4,2	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.

conjunta de las partes, este importe medio fue de 8,6 millones, mientras que, cuando la entidad actuó como comisionista, esta cifra fue de 6,2 millones.

En 2015, en la negociación al contado con terceros, se utilizaron 48 referencias distintas, esto es, una más que en 2014. La concentración se mantuvo en 2015 en niveles similares a los de 2014, ya que las cinco emisiones con mayor actividad acumularon el 25 % de los volúmenes negociados en 2015, frente al 26 % que representaron en 2014.

2.3.4 OPERACIONES REPO Y SIMULTÁNEAS

En 2015, la negociación en operaciones *repo* con terceros cayó un 44,6 %, hasta situarse en 1,9 billones, volumen que supuso el 25,4 % de la actividad registrada en dicho año en el ámbito de los terceros. De esta contratación, el 60,8 % se negoció con bonos y obligaciones, el 30,6 % se negoció con letras del Tesoro y, por último, el 8,6 % 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 2015. El volumen medio en las operaciones *repo* con terceros se situó en 1,5 millones, muy por debajo del importe medio observado en las operaciones al contado, que, como se señalaba en la sección anterior, ascendió a 10,6 millones.

La contratación de operaciones simultáneas en 2015, en el ámbito de los terceros, descendió un 6,6 % en relación con la registrada en 2014 y alcanzó 388 mm; de estos volúmenes, el 98 % se cruzó con bonos y obligaciones.

En las operaciones simultáneas con terceros, que las entidades realizan siempre en nombre propio, los volúmenes medios por operación indican que en esta contratación participan en mayor medida grandes inversores que en el caso de las operaciones *repo*. En efecto, en la negociación con terceros, frente a la cifra de 1,5 millones de volumen medio en las operaciones *repo*, señalada más arriba, el tamaño medio de una operación simultánea en 2015 alcanzó 19,7 millones.

3 DISTRIBUCIÓN DE SALDOS POR GRUPOS DE AGENTES

3.1 Distribución de saldos vivos

Los saldos vivos de deuda pública en anotaciones crecieron 58,6 mm en 2015. Este aumento tuvo un carácter general, ya que se produjo en los tres tipos de instrumentos: 52,1 mm en bonos y obligaciones, 4,5 mm en letras del Tesoro y 2 mm en deuda segregada. Con estas variaciones, al final de 2015 el saldo vivo de bonos y obligaciones se situaba en 705,4 mm¹, el de letras del Tesoro alcanzaba 82,4 mm y, por último, los principales y cupones segregados en circulación ascendían a 64,4 mm.

El gráfico 3.1 muestra, tanto para 2014 como para 2015, 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.18 y A.19 del apéndice estadístico facilitan, respectivamente, las carteras registradas y las carteras a vencimiento que mantienen los distintos tipos de agentes, tanto en valores absolutos como en términos porcentuales sobre los saldos vivos.

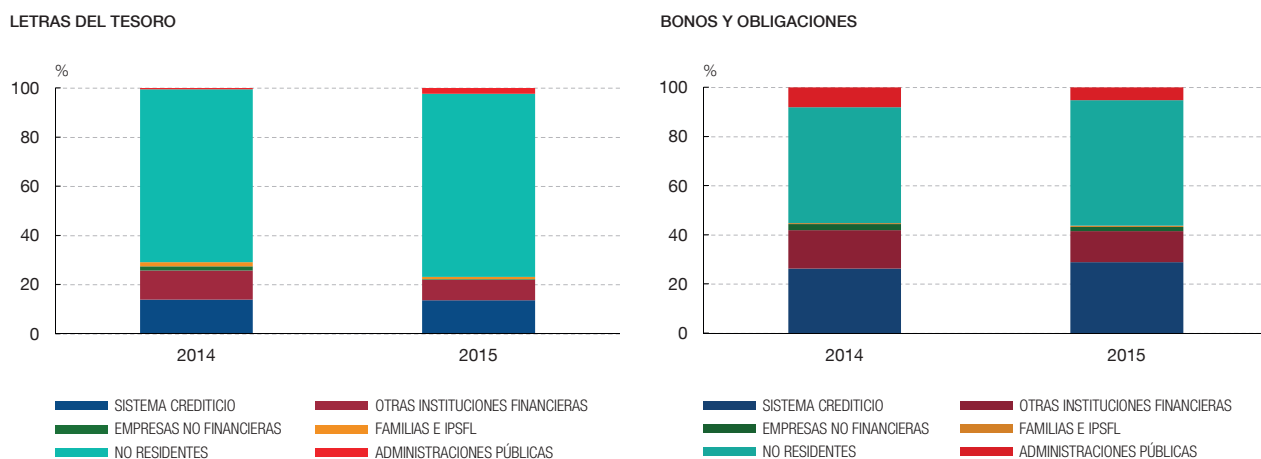
En relación con la información de carteras a vencimiento presentada en el cuadro A.19, hay que hacer notar que, según se informó en ediciones anteriores de esta Memoria, los datos correspondientes a las entidades de crédito y a los no residentes han sido corregidos para tener en cuenta la participación española en la actividad desarrollada por las dos cámaras de contrapartida central² 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.

En 2015, al igual que en los dos años anteriores, la variación más significativa en las tenencias de saldos de deuda pública es el considerable aumento registrado en la cartera de los inversores no residentes. De hecho, sus tenencias aumentaron en 59,8 mm, esto es, 1,2 mm más que los propios saldos de deuda anotada.

1 Las cifras de saldos de bonos y obligaciones facilitadas en este capítulo no han de coincidir necesariamente con las recogidas en el capítulo 1, 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 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.

Asimismo, es reseñable el aumento de las tenencias del Banco de España, motivado por su participación en la ejecución del programa de compras de valores públicos del Euro-sistema, en el marco de las medidas de política monetaria no convencionales para el área del euro.

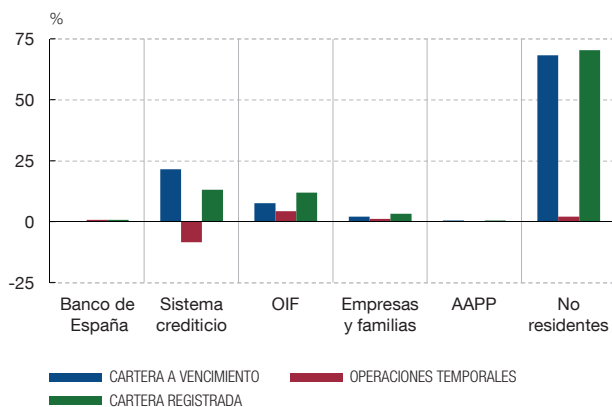
La expansión observada en las carteras de los no residentes se materializó fundamentalmente en bonos y obligaciones. En concreto, su crecimiento fue de 51,7 mm y, en este tipo de instrumentos, le siguió en importancia el considerable aumento observado en el sistema crediticio (32,2 mm, en los que se integran los 39,2 mm correspondientes al incremento de los saldos del Banco de España). En sentido contrario, se movieron las tenencias del grupo de otras instituciones financieras y de las de las Administraciones Públicas, con caídas, respectivamente, de 13,7 mm y de 15,8 mm. El resto de variaciones fue menos significativo: un descenso de 3,8 mm en las carteras de las empresas no financieras y un aumento de 1,5 mm en las de las familias.

De este modo, los inversores no residentes siguen siendo el grupo más importante en términos cuantitativos y mantienen en sus carteras el 50,9% del saldo vivo de bonos y obligaciones, lo que representa un incremento de 3,8 pp en su cuota de participación. Tras este grupo, siguen en importancia las entidades de crédito (con una cuota del 18,8%), las otras instituciones financieras (con una participación del 12,6%) y el Banco de España (con una cuota del 10,1%). Tenencias más reducidas están en poder de las Administraciones Públicas, de las empresas no financieras y de las familias: con cuotas del 5,2%, 1,7% y 0,6%, respectivamente.

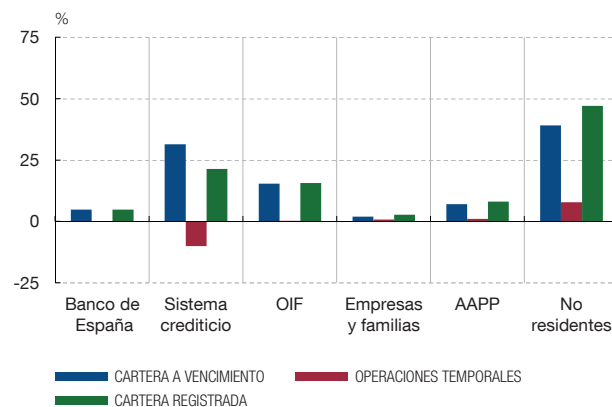
En relación con las letras del Tesoro, el grupo que más aumentó sus tenencias fue también el de los inversores no residentes, con una expansión de 6,7 mm, mientras que las carteras que más se contrajeron fueron las de las otras instituciones financieras, con un descenso de 2,5 mm.

También en el caso de las letras del Tesoro, el grupo de inversores no residentes es el de mayor importancia cuantitativa, con una cuota del 74,6%, lo que supone un aumento de 4,3 pp en relación con el año anterior. Tras este grupo, siguen en importancia cuantitativa las entidades de crédito (con una participación del 13,7%) y el grupo de otras

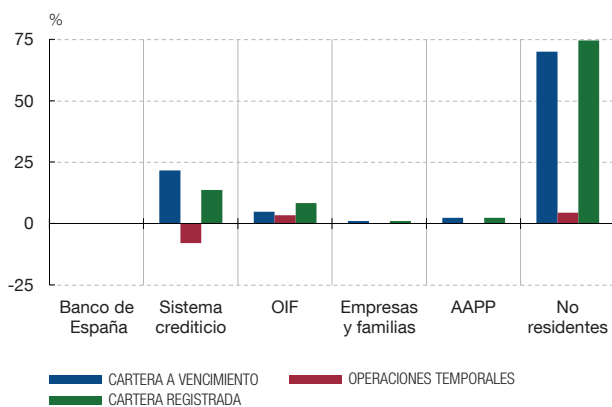
LETRAS DEL TESORO - 2014



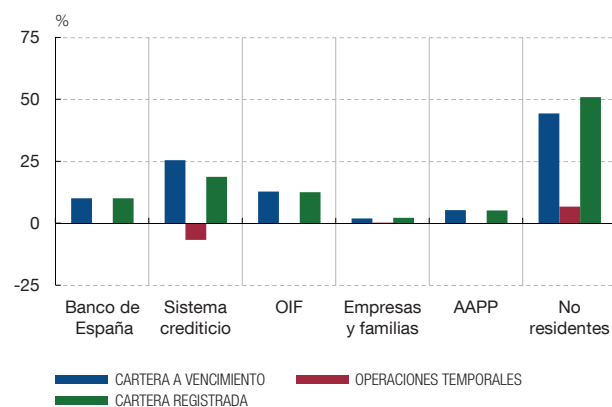
BONOS Y OBLIGACIONES - 2014



LETRAS DEL TESORO - 2015



BONOS Y OBLIGACIONES - 2015



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.

instituciones financieras (con una cuota del 8,2 %). Por último, las cuotas de las Administraciones Públicas, las familias y de las empresas no financieras se hallan en niveles muy inferiores: del 2,3 %, 0,9 % y 0,2 %, respectivamente.

En relación con los instrumentos segregados, no hay variaciones significativas que reseñar, salvo el trasvase interno entre dos componentes del grupo de otras instituciones financieras: un aumento de las carteras de los fondos de pensiones por un importe de 11,1 mm y una caída en las de las empresas de seguros por un total de 11,5 mm. En este tipo de instrumentos, el sector de otras instituciones financieras mantiene una cuota del 67,7 % sobre el saldo vivo, mientras que los no residentes poseen el 19 %.

En el gráfico 3.2 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, que en 2015 han vuelto a ser las habituales. En efecto, el sistema bancario es el único que cede parte de su cartera a vencimiento mediante operaciones temporales, mientras que el resto de grupos tiene unas carteras registradas superiores a sus tenencias a vencimiento. Además, se observa cómo el Banco de España aumenta su relevancia en las carteras a vencimiento de bonos y obligaciones debido al mencionado programa de compras de valores públicos iniciado por el Eurosistema en marzo de 2015.

3.2 El Banco de España como entidad gestora

Los saldos mantenidos en las Cuentas Directas del Banco de España descendieron un 25,5 % en 2015 y se situaron al final de dicho año en 1.682 millones de euros. Mientras que el descenso en el saldo de letras del Tesoro ha sido del 41 %, la reducción en el caso del saldo de bonos y obligaciones ha alcanzado un 8,6 %.

De este modo, al cierre de 2015 el saldo de letras se situó en 696 millones de euros, lo que suponía el 41 % del total mantenido en las Cuentas Directas del Banco de España. Por su parte, las tenencias de bonos y obligaciones mantenidas en este sistema se situaron en 986 millones de euros y suponían el 59 % del total.

Con estas cifras, el Banco de España era al final de 2015 la vigésima segunda entidad gestora por tamaño de los saldos registrados, tanto totales como de bonos y obligaciones. En el caso de las letras del Tesoro, era la novena entidad con mayores saldos registrados a favor de terceros.

4 OTROS EMISORES

4 OTROS EMISORES

El volumen de deuda de otros emisores¹ admitido a negociación en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones se redujo durante el año 2015 en 5.565 millones de euros, lo que supuso una contracción del saldo vivo a final del año del 10,3 % con respecto a 2014. Esto fue consecuencia, principalmente, de la notable caída del saldo registrado por otras instituciones públicas distintas de las Comunidades Autónomas, que fue un 26 % inferior al del año anterior. La aportación de este tipo de emisores al saldo global en circulación en 2015 fue negativa por segundo año consecutivo; concretamente, de -4.810 millones de euros.

Por otra parte, la emisión neta de las Comunidades Autónomas también registró en 2015 valores negativos. Mientras que en 2014 se había mantenido en valores positivos, a pesar de disminuir, en 2015 se cifró en -755 millones de euros. Esto supuso un descenso del 2 % en el saldo de deuda de las Comunidades Autónomas.

El mercado secundario, tras los retrocesos de los ejercicios anteriores, experimentó un descenso adicional del volumen total negociado. Este se redujo en 2015 hasta 24,2 mm, lo que representa una caída del 32,3 % con respecto a 2014. Este retroceso fue consecuencia de una reducción significativa de la negociación en el ámbito de las gestoras con terceros, que disminuyó un 46 %, mientras que la contratación entre titulares apenas experimentó variación con respecto al año anterior.

4.1 Mercado primario

Tras disminuir en 2014 en 5.193 millones de euros, el saldo de deuda de las Comunidades Autónomas y otras instituciones públicas volvió a reducirse durante 2015; concretamente, por valor de 5.565 millones de euros, situándose al final del año en 48.307 millones de euros (véase cuadro 4.1). Tanto las Comunidades Autónomas como el otro gran grupo emisor, formado por otras instituciones públicas, contribuyeron negativamente a la evolución del saldo global en circulación. La emisión neta de las Comunidades Autónomas, que en 2014 había sido positiva por valor de 2.403 millones de euros, pasó a tomar valores negativos, cerrando el año en -755 millones de euros. Por otro lado, las restantes instituciones públicas, que ya habían registrado una emisión neta negativa en 2014 de -7.596 millones de euros, finalizaron el ejercicio con una emisión neta de -4.810 millones de euros.

En términos de emisión bruta, siguió destacando también la Comunidad de Madrid, que aumentó su importancia relativa en la emisión global debido a la falta de actividad del resto. Así, el volumen bruto emitido por la Comunidad de Madrid en 2015, que ascendió a 3.162 millones de euros, supuso el 87 % del total emitido por el conjunto de las Comuni-

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, previa solicitud, 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 las Comunidades Autónomas y por otros emisores públicos negociados en otros mercados.

Mercado primario. Año 2015

Millones de euros

	Saldo en circulación a 31.12.2014	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación a 31.12.2015
TOTAL	53.872,3	4.140,6	9.705,5	-5.565,0	48.307,3
Comunidades Autónomas	35.185,0	3.620,6	4.375,6	-755,1	34.429,9
Andalucía	3.290,6	424,3	458,5	-34,2	3.256,4
Aragón	3.275,8	0,0	414,1	-414,1	2.861,7
Balears	885,0	0,0	210,0	-210,0	675,0
Canarias	1.304,9	0,0	60,0	-60,0	1.244,9
Castilla y León	2.660,9	0,0	65,0	-65,0	2.595,9
Castilla-La Mancha	929,7	0,0	40,0	-40,0	889,7
Extremadura	581,5	0,0	0,0	0,0	581,5
Galicia	5.678,5	0,0	833,1	-833,1	4.845,4
La Rioja	309,0	34,0	20,0	14,0	323,0
Madrid	13.741,9	3.162,3	1.912,8	1.249,4	14.991,4
Murcia	508,5	0,0	111,9	-111,9	396,6
Navarra	2.018,6	0,0	250,2	-250,2	1.768,4
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras instituciones públicas	18.687,3	520,0	5.329,9	-4.809,9	13.877,4
ICO	90,2	0,0	0,0	0,0	90,2
ADIF	156,3	0,0	0,0	0,0	156,3
Ayuntamiento de Madrid	1.010,0	0,0	0,0	0,0	1.010,0
FROB	2.505,0	520,0	0,0	520,0	3.025,0
FFPP (a)	14.925,9	0,0	5.329,9	-5.329,9	9.596,0

FUENTE: Banco de España.

a La Ley 13/2014, de 14 de julio, de transformación del Fondo para la Financiación de los Pagos a Proveedores, dispuso que esta deuda fuese asumida por la Administración General del Estado.

dades Autónomas, frente al 46 % que había representado el año anterior. Solo otras dos comunidades realizaron emisiones de deuda, aunque a gran distancia en términos de importe. Estas fueron Andalucía, cuya emisión bruta ascendió a 424 millones de euros, y La Rioja, con 34 millones de euros. También el volumen de amortización de Madrid, que ascendió a 1.913 millones de euros en el conjunto del año, fue el mayor entre las Comunidades Autónomas, seguido por Galicia, con 833 millones de euros.

En términos netos, en 2015 continuó sobresaliendo la actividad de Madrid, por importe de 1.249 millones de euros. De hecho, Madrid y La Rioja fueron las únicas comunidades que se situaron en valores positivos de emisión neta, aunque en el caso de La Rioja el importe fue muy inferior, al cifrarse en 14 millones de euros. Andalucía, a pesar de haber realizado emisiones, registró una emisión neta negativa por importe de 34 millones de euros. Otras ocho comunidades registraron amortizaciones sin haber realizado emisión alguna, por lo que su emisión neta fue negativa; entre ellas, destacan Galicia, Aragón, Navarra y Baleares, con emisiones netas de -833, -414, -250 y -210 millones de euros, respectivamente. Por último, cabe comentar la ausencia de variaciones en los valores anotados de Extremadura y de Valencia; para esta última, además, el saldo de deuda registrado en este mercado es nulo desde 2012.

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
2004	72.874	577	407	150	0	20		5.456	80	66.711	51
2005	71.704	370	242	118	0	10	71.334	4.992	4	66.338	0
2006	70.304	679	484	173	0	22	69.625	5.161	180	64.260	24
2007	56.222	315	218	0	0	97	55.907	4.385	40	51.472	10
2008	39.334	383	201	5	0	177	38.951	2.266	535	36.058	93
2009	39.100	2.497	1.775	411	0	311	36.603	7.279	555	28.769	0
2010	31.903	4.363	1.321	2.393	0	649	27.540	5.947	1.903	19.439	251
2011	75.029	13.768	8.167	2.396	0	3.205	61.261	20.454	2.456	38.285	66
2012	52.303	7.598	4.362	1.216	0	2.020	44.705	10.861	1.099	32.602	143
2013	48.476	11.089	5.912	1.771	0	3.406	37.387	19.994	1.331	13.449	2.613
2014	35.785	10.287	4.545	4.998	0	744	25.498	20.361	2.535	2.570	32
TOTAL 2015	24.230	10.450	4.034	3.689	0	2.727	13.780	11.931	922	624	303
Bonos y obligaciones	23.727	10.357	3.941	3.689	0	2.727	13.370	11.521	922	624	303
De las Comunidades Autónomas	21.043	9.143	3.415	3.689	0	2.039	11.900	10.053	920	624	303
De otras instituciones públicas	2.684	1.214	526	0	0	688	1.470	1.468	2	0	0
Pagarés	503	93	93	0	0	0	410	410	0	0	0

FUENTE: Banco de España.

En cuanto al resto de instituciones públicas presentes en este mercado, la reducción del saldo anotado global en 4.810 millones de euros se explica casi en su totalidad por la amortización de deuda realizada por el FFPP, que ascendió a 5.330 millones de euros². La única actividad registrada en el mercado primario fue la emisión por parte del FROB de un importe bruto de 520 millones de euros. Los saldos anotados correspondientes al ICO, al Administrador de Infraestructuras Ferroviarias (ADIF) y al Ayuntamiento de Madrid no registraron ninguna variación.

4.2 Mercado secundario

En 2015 disminuyó, por cuarto año consecutivo, el volumen negociado en el mercado secundario de deuda autonómica y de otras instituciones públicas, situándose en 24,2 mm de euros para el conjunto del año, frente a los 35,8 mm de 2014, y registrando así una caída interanual del 32,3% (véase cuadro 4.2). Dicha caída fue consecuencia de un retroceso significativo en el ámbito de la negociación con terceros, donde la negociación se redujo un 46%, hasta situarse en 13,8 mm de euros; por su parte, la contratación entre titulares se mantuvo casi sin variaciones, ya que, con un volumen de 10,5 mm, su aumento alcanzó el 1,6%.

En la distribución de la negociación total por instrumentos siguieron destacando los bonos y obligaciones de las Comunidades Autónomas (21 mm de euros), que repre-

2 La Ley 13/2014, de 14 de julio, de transformación del Fondo para la Financiación de los Pagos a Proveedores, dispuso la extinción y liquidación de dicho fondo y estableció que la Administración General del Estado asumía su deuda, subrogándose automáticamente en todas las relaciones jurídicas que tuviera con sus acreedores. Desde entonces, la gestión de esta deuda asumida por la Administración General del Estado corresponde a la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, conforme a los procedimientos establecidos con carácter general para la deuda del Estado.

sentaron el 86,8 % del total del mercado, seguidos por los bonos y obligaciones de otras instituciones públicas (2,7 mm de euros), con un 11,1 % del total, y, con un papel residual, por los pagarés (0,5 mm de euros), que se limitaron a un 2,1 % del mercado. Este último tipo de instrumento fue el único que experimentó un aumento de la actividad negociadora durante 2015, mientras que los bonos y obligaciones sufrieron descensos. En concreto, la variación en el volumen de contratación fue del -32,6 % en los bonos y obligaciones de las Comunidades Autónomas, del -35,2 % en los bonos y obligaciones de otras instituciones públicas y del 13,3 % en el segmento de los pagarés.

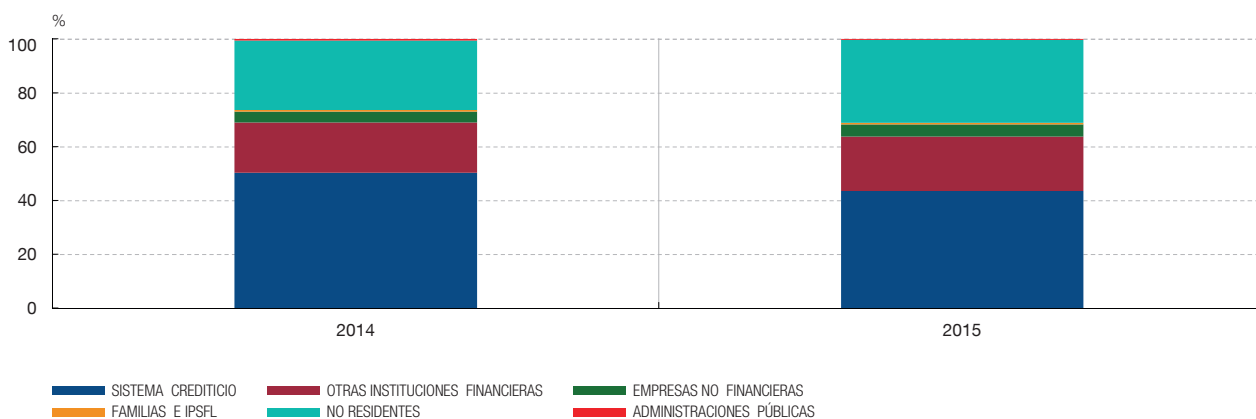
En el ámbito de la contratación entre titulares de cuenta, los bonos y obligaciones de otras instituciones públicas registraron un ascenso en su actividad por primera vez tras varios años de retroceso, pasando de un volumen negociado de 349 millones en 2014 a 1.214 millones en 2015. Este aumento de negociación, cifrado en 865 millones, unido al descenso de la negociación de bonos y obligaciones de las Comunidades Autónomas por valor de 787 millones, supuso el aumento del peso relativo de los bonos y obligaciones de otras instituciones públicas, que pasaron a representar el 11,6 % de la negociación entre titulares, frente al 3,4 % de 2014. Ahora bien, pese al ligero retroceso que experimentaron, los bonos y obligaciones de las Comunidades Autónomas siguieron desempeñando en este segmento el papel predominante que habían ido ganando en los últimos años, al constituir el 87,5 % de la negociación entre titulares en 2015, pese a disminuir su peso, frente al 96,5 % que había alcanzado en 2014.

En el ámbito de la negociación de gestoras con terceros, sin embargo, ganó relevancia la contratación con bonos y obligaciones de las Comunidades Autónomas, a pesar de sufrir un descenso de negociación del 44 % en términos absolutos. Así, con un volumen de 11,9 mm, representó un 86,4 % del total, frente al 83,4 % de 2014. La negociación con bonos y obligaciones de otras instituciones públicas, por otra parte, experimentó un mayor descenso relativo (concretamente, del 61,3 %) con respecto a 2014, de modo que pasó a suponer un 10,7 % del total en 2015, desde un 14,9 % en 2014.

Desglosando por tipo de operación, de nuevo en 2015 la mayor parte de la negociación tuvo lugar en forma de operaciones al contado. Mientras que hasta 2012 la operativa había estado liderada por las operaciones *repo*, ya en 2013 fueron las operaciones al contado las que ostentaron el papel más relevante, y desde entonces lo han mantenido. Así, los *repos* pasaron paulatinamente de suponer el 62,3 % de la negociación total del mercado en 2012 a solo el 2,6 % en 2015. Como contrapartida, las operaciones al contado, que en 2015 ascendieron a 16 mm de euros, representaron en dicho ejercicio el 65,9 % del total del mercado, frente al 29,1 % que suponía en 2012.

El aumento en la importancia relativa de las operaciones al contado en el conjunto del mercado no se materializó, sin embargo, en todos los ámbitos de negociación. Como había ocurrido en años anteriores, la actividad en el contexto de la negociación de gestoras con terceros siguió concentrándose de forma muy significativa en las operaciones al contado, que incluso ganaron importancia. En dicho segmento, la actividad al contado supuso en 2015 el 86,6 % del volumen total negociado, frente al 79,9 % de 2014. Cabe comentar que en 2012 este porcentaje ascendía solo al 24,3 %. Por el contrario, en el ámbito de la negociación entre titulares de cuenta el papel de las operaciones al contado siguió reduciéndose, hasta situarse en 2015 en el 38,6 % del total de la contratación registrada, frente al 44,2 % que suponía en 2014.

Distribución porcentual de saldos registrados



FUENTE: Banco de España.

4.3 Distribución por inversores

A diferencia de los últimos ejercicios, durante 2015 aumentó el peso relativo de los inversores no residentes en el reparto del saldo total de deuda de las Comunidades Autónomas y de otras instituciones públicas. Así, pasaron de poseer el 25,7 % del total en 2014 al 30,9 % en 2015. Ahora bien, el sistema crediticio, pese al ligero retroceso que experimentó, continuó constituyendo el principal grupo inversor, siendo propietario del 43,6 % del total, frente al 50,4 % del año anterior (véase gráfico 4.1). Al final de 2015, el sistema crediticio mantenía 21.051 millones en sus carteras de este tipo de deuda, mientras que las tenencias de no residentes alcanzaban 14.916 millones.

En términos absolutos, la variación más cuantiosa fue la correspondiente al sistema crediticio, que redujo sus tenencias por importe de 6,1 mm. También registraron descensos de sus carteras, por orden de magnitud, otras instituciones financieras, las Administraciones Públicas y las familias, mientras que los inversores no residentes y las empresas no financieras mostraron aumentos de sus saldos registrados, siendo el ascenso de los primeros —por valor de mil millones— mucho más notable.

Los cuadros A.20 y A.21 del apéndice estadístico recogen, respectivamente, las carteras registradas y a vencimiento que mantenían los distintos grupos de agentes al cierre de los ejercicios 2014 y 2015, desglosadas por tipo de instrumento, tanto en valores absolutos como en términos porcentuales sobre los saldos vivos. De ellos, puede extraerse que las posiciones mantenidas temporalmente al cierre de 2015 eran muy reducidas, incluso menores que las observadas en 2014. En efecto, para todos los grupos inversores, las posiciones temporales siguieron teniendo carácter residual en términos del total de su cartera registrada. Así, las compras temporales netas de empresas de seguros y fondos de pensiones tan solo alcanzaban 15,6 y 1,3 millones, respectivamente; posiciones contrarias —esto es, ventas temporales netas— mantenían los inversores no residentes y el sistema crediticio, por importes de 10,8 y 6,1 millones, respectivamente.

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 nueve meses
- A.4 Letras del Tesoro a doce meses
- A.5 Bonos del Estado a dos años
- A.6 Bonos del Estado a tres años
- A.7 Bonos del Estado a cinco años
- A.8 Obligaciones del Estado a diez años
- A.9 Obligaciones del Estado a quince años
- A.10 Obligaciones del Estado a treinta y a cincuenta años
- A.11 Obligaciones del Estado a cinco años indexadas a la inflación
- A.12 Obligaciones del Estado a diez años indexadas a la inflación
- A.13 Obligaciones del Estado a quince años indexadas a la inflación
- A.14 Evolución de la contratación de letras del Tesoro
- A.15 Evolución de la contratación de bonos y obligaciones
- A.16 Evolución de la contratación de deuda segregada
- A.17 Rotación de la deuda del Estado
- A.18 Distribución por inversores de la deuda del Estado. Carteras registradas
- A.19 Distribución por inversores de la deuda del Estado. Carteras a vencimiento
- A.20 Distribución por inversores de la deuda de otros emisores. Carteras registradas
- A.21 Distribución por inversores de la deuda de otros emisores. Carteras a vencimiento

LETRAS DEL TESORO A TRES MESES

CUADRO A.1

Año 2015

Millones de euros y %

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (%)
Diciembre 2014				2.619,7	
TOTAL 2015	6.576,2	7.279,0	-702,8		
Enero	561,3	1.046,5	-485,2	2.134,4	0,03
Febrero	447,0	845,3	-398,3	1.736,2	0,01
Marzo	410,8	727,9	-317,1	1.419,1	0,01
Abril	1.001,0	561,3	439,7	1.858,8	-0,03
Mayo	505,7	447,0	58,7	1.917,5	-0,03
Junio	406,3	410,8	-4,5	1.913,0	0,02
Julio	441,0	1.001,0	-560,0	1.353,0	-0,05
Agosto	375,0	505,7	-130,7	1.222,3	-0,07
Septiembre	511,0	406,3	104,7	1.326,9	-0,11
Octubre	312,0	441,0	-129,0	1.197,9	-0,08
Noviembre	395,0	375,0	20,0	1.217,9	-0,23
Diciembre	1.210,0	511,0	699,0	1.916,9	-0,16

FUENTE: Banco de España.

LETRAS DEL TESORO A SEIS MESES

CUADRO A.2

Año 2015

Millones de euros y %

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (%)
Diciembre 2014				6.291,3	
TOTAL 2015	9.032,1	10.572,0	-1.539,9		
Enero	853,4	967,3	-113,9	6.177,4	0,12
Febrero	588,2	991,8	-403,6	5.773,8	0,10
Marzo	735,1	1.291,5	-556,4	5.217,4	0,01
Abril	725,0	1.167,0	-442,0	4.775,4	0,00
Mayo	596,0	1.190,4	-594,4	4.181,0	0,00
Junio	783,4	683,0	100,4	4.281,5	0,14
Julio	946,5	853,4	93,1	4.374,6	0,03
Agosto	636,0	588,2	47,8	4.422,3	0,00
Septiembre	498,6	735,1	-236,6	4.185,8	0,00
Octubre	1.265,0	725,0	540,0	4.725,8	0,00
Noviembre	950,0	596,0	354,0	5.079,8	-0,09
Diciembre	455,0	783,4	-328,4	4.751,4	-0,06

FUENTE: Banco de España.

LETRAS DEL TESORO A NUEVE MESES

CUADRO A.3

Año 2015

Millones de euros y %

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (%)
Diciembre 2014				23.855,8	
TOTAL 2015	30.027,1	30.351,1	-324,0		
Enero	2.076,0	1.991,0	85,0	23.940,8	0,14
Febrero	2.319,1	2.865,0	-545,9	23.394,9	0,13
Marzo	2.100,2	2.963,6	-863,4	22.531,4	0,05
Abril	1.607,2	2.057,5	-450,3	22.081,1	0,01
Mayo	2.952,0	2.394,7	557,3	22.638,4	0,00
Junio	2.975,3	3.097,2	-121,9	22.516,6	0,08
Julio	3.745,1	3.285,3	459,8	22.976,4	0,03
Agosto	3.590,2	3.261,8	328,4	23.304,7	0,03
Septiembre	2.785,3	1.939,7	845,6	24.150,3	0,03
Octubre	2.033,4	2.076,0	-42,6	24.107,7	-0,01
Noviembre	2.120,3	2.319,1	-198,8	23.908,8	-0,07
Diciembre	1.723,1	2.100,2	-377,1	23.531,8	0,00

FUENTE: Banco de España.

LETRAS DEL TESORO A DOCE MESES

CUADRO A.4

Año 2015

Millones de euros y %

	Emisión bruta	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (%)
Diciembre 2014				45.160,2	
TOTAL 2015	52.235,6	45.159,8	7.075,9		
Enero	4.997,1	3.087,9	1.909,2	47.069,4	0,22
Febrero	4.650,7	4.188,4	462,3	47.531,7	0,20
Marzo	4.167,9	3.521,4	646,4	48.178,2	0,07
Abril	4.166,4	3.650,4	516,0	48.694,2	0,01
Mayo	5.186,3	3.847,0	1.339,3	50.033,5	0,02
Junio	3.984,5	4.601,3	-616,8	49.416,7	0,28
Julio	5.900,6	4.053,9	1.846,7	51.263,4	0,12
Agosto	4.815,2	3.554,0	1.261,1	52.524,5	0,03
Septiembre	4.463,7	4.336,2	127,5	52.652,0	0,05
Octubre	3.102,2	2.862,6	239,7	52.891,7	0,02
Noviembre	3.515,3	3.508,1	7,2	52.898,9	-0,05
Diciembre	3.285,7	3.948,5	-662,8	52.236,1	-0,02

FUENTE: Banco de España.

BONOS DEL ESTADO A DOS AÑOS
CUADRO A.5
Año 2015

Millones de euros y %

	Emisión bruta (a)	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (b) (%)
Diciembre 2014				10.540,3	
TOTAL 2015	0,0	10.540,3	-10.540,3		
Enero	—	0,0	0,0	10.540,3	—
Febrero	—	0,0	0,0	10.540,3	—
Marzo	—	10.540,3	-10.540,3	0,0	—
Abril	—	0,0	0,0	0,0	—
Mayo	—	0,0	0,0	0,0	—
Junio	—	0,0	0,0	0,0	—
Julio	—	0,0	0,0	0,0	—
Agosto	—	0,0	0,0	0,0	—
Septiembre	—	0,0	0,0	0,0	—
Octubre	—	0,0	0,0	0,0	—
Noviembre	—	0,0	0,0	0,0	—
Diciembre	—	0,0	0,0	0,0	—

FUENTE: Banco de España.

a Volumen de emisión de bonos de plazo original correspondiente.

b Dato correspondiente al bono de referencia, en los casos en los que haya sido objeto de subasta; o, de lo contrario, al bono con mayor captación de financiación.

BONOS DEL ESTADO A TRES AÑOS
CUADRO A.6
Año 2015

Millones de euros y %

	Emisión bruta (a)	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (b) (%)
Diciembre 2014				80.916,2	
TOTAL 2015	24.508,5	34.145,7	-9.637,2		
Enero	1.861,7	0,0	1.861,7	82.777,9	0,58
Febrero	1.746,2	0,0	1.746,2	84.524,0	0,41
Marzo	1.122,8	0,0	1.122,8	85.646,8	0,20
Abril	1.602,2	0,0	1.602,2	87.249,1	0,16
Mayo	5.922,1	0,0	5.922,1	93.171,2	0,27
Junio	2.713,9	0,0	2.713,9	95.885,1	0,51
Julio	2.764,9	19.575,9	-16.811,0	79.074,1	0,41
Agosto	778,3	0,0	778,3	79.852,4	0,35
Septiembre	2.196,2	0,0	2.196,2	82.048,5	0,41
Octubre	2.524,9	14.569,8	-12.044,9	70.003,6	0,27
Noviembre	1.275,3	0,0	1.275,3	71.279,0	0,13
Diciembre	—	0,0	0,0	71.279,0	—

FUENTE: Banco de España.

a Volumen de emisión de bonos de plazo original correspondiente.

b Dato correspondiente al bono de referencia, en los casos en los que haya sido objeto de subasta; o, de lo contrario, al bono con mayor captación de financiación.

BONOS DEL ESTADO A CINCO AÑOS

CUADRO A.7

Año 2015

Millones de euros y %

	Emisión bruta (a)	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (b) (%)
Diciembre 2014				137.292,1	
TOTAL 2015	27.141,3	20.327,9	6.813,4		
Enero	4.932,1	0,0	4.932,1	142.224,2	0,96
Febrero	—	0,0	0,0	142.224,2	—
Marzo	3.764,2	1.500,0	2.264,2	144.488,3	0,54
Abril	1.910,5	18.827,9	-16.917,4	127.570,9	0,55
Mayo	1.352,7	0,0	1.352,7	128.923,6	0,66
Junio	3.218,1	0,0	3.218,1	132.141,7	1,26
Julio	1.541,2	0,0	1.541,2	133.682,9	1,31
Agosto	2.103,9	0,0	2.103,9	135.786,8	0,94
Septiembre	3.843,8	0,0	3.843,8	139.630,6	1,07
Octubre	1.374,1	0,0	1.374,1	141.004,7	0,88
Noviembre	950,5	0,0	950,5	141.955,2	0,58
Diciembre	2.150,3	0,0	2.150,3	144.105,5	0,45

FUENTE: Banco de España.

a Volumen de emisión de bonos de plazo original correspondiente.

b Dato correspondiente al bono de referencia, en los casos en los que haya sido objeto de subasta; o, de lo contrario, al bono con mayor captación de financiación.

OBLIGACIONES DEL ESTADO A DIEZ AÑOS

CUADRO A.8

Año 2015

Millones de euros y %

	Emisión bruta (a)	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (b) (%)
Diciembre 2014				290.842,0	
TOTAL 2015	48.443,4	20.975,8	27.467,6		
Enero	10.635,9	20.975,8	-10.339,9	280.502,1	1,66
Febrero	3.265,9	0,0	3.265,9	283.768,1	1,63
Marzo	3.609,5	0,0	3.609,5	287.377,5	1,05
Abril	1.432,2	0,0	1.432,2	288.809,7	1,29
Mayo	1.410,3	0,0	1.410,3	290.220,0	1,89
Junio	9.011,3	0,0	9.011,3	299.231,3	2,21
Julio	4.719,2	0,0	4.719,2	303.950,5	2,11
Agosto	3.452,8	0,0	3.452,8	307.403,3	1,94
Septiembre	4.534,7	0,0	4.534,7	311.938,0	2,15
Octubre	1.814,8	0,0	1.814,8	313.752,8	1,78
Noviembre	2.848,8	0,0	2.848,8	316.601,7	1,75
Diciembre	1.707,9	0,0	1.707,9	318.309,6	1,48

FUENTE: Banco de España.

a Volumen de emisión de bonos de plazo original correspondiente.

b Dato correspondiente al bono de referencia, en los casos en los que haya sido objeto de subasta; o, de lo contrario, al bono con mayor captación de financiación.

OBLIGACIONES DEL ESTADO A QUINCE AÑOS

CUADRO A.9

Año 2015

Millones de euros y %

	Emisión bruta (a)	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (b) (%)
Diciembre 2014				75.480,1	
TOTAL 2015	19.257,4	0,0	19.257,4		
Enero	1.538,5	0,0	1.538,5	77.018,7	2,28
Febrero	—	0,0	0,0	77.018,7	—
Marzo	7.000,0	0,0	7.000,0	84.018,7	1,98
Abril	1.836,0	0,0	1.836,0	85.854,7	1,24
Mayo	630,4	0,0	630,4	86.485,1	2,33
Junio	—	0,0	0,0	86.485,1	—
Julio	1.069,0	0,0	1.069,0	87.554,1	2,64
Agosto	2.695,1	0,0	2.695,1	90.249,2	1,99
Septiembre	—	0,0	0,0	90.249,2	—
Octubre	3.481,7	0,0	3.481,7	93.730,9	2,31
Noviembre	—	0,0	0,0	93.730,9	—
Diciembre	1.006,7	0,0	1.006,7	94.737,6	2,02

FUENTE: Banco de España.

a Volumen de emisión de bonos de plazo original correspondiente.

b Dato correspondiente al bono de referencia, en los casos en los que haya sido objeto de subasta; o, de lo contrario, al bono con mayor captación de financiación.

OBLIGACIONES DEL ESTADO A TREINTA Y A CINCUENTA AÑOS

CUADRO A.10

Año 2015

Millones de euros y %

	Emisión bruta (a)	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación	Tipo marginal (b) (%)
Diciembre 2014				83.955,1	
TOTAL 2015	11.796,9	0,0	11.796,9		
Enero	645,5	0,0	645,5	84.600,5	2,71
Febrero	2.909,4	0,0	2.909,4	87.510,0	2,51
Marzo	1.807,6	0,0	1.807,6	89.317,5	1,94
Abril	2.499,4	0,0	2.499,4	91.816,9	2,08
Mayo	—	0,0	0,0	91.816,9	—
Junio	—	0,0	0,0	91.816,9	—
Julio	1.237,7	0,0	1.237,7	93.054,6	3,19
Agosto	—	0,0	0,0	93.054,6	—
Septiembre	1.065,0	0,0	1.065,0	94.119,7	3,23
Octubre	—	0,0	0,0	94.119,7	—
Noviembre	1.032,2	0,0	1.032,2	95.151,8	2,90
Diciembre	600,1	0,0	600,1	95.751,9	2,74

FUENTE: Banco de España.

a Volumen de emisión de bonos de plazo original correspondiente.

b Dato correspondiente al bono de referencia, en los casos en los que haya sido objeto de subasta; o, de lo contrario, al bono con mayor captación de financiación.

OBLIGACIONES DEL ESTADO A CINCO AÑOS INDEXADAS A LA INFLACIÓN

CUADRO A.11

Año 2015

Millones de euros y %

	Emisión bruta (a)	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación (b)	Tipo marginal (c) (%)
Diciembre 2014				5.011,2	
TOTAL 2015	2.679,4	0,0	2.679,4		
Enero	—	0,0	0,0	5.001,6	—
Febrero	977,4	0,0	977,4	5.977,4	0,19
Marzo	—	0,0	0,0	5.977,4	—
Abril	—	0,0	0,0	5.977,4	—
Mayo	885,0	0,0	885,0	6.866,3	-0,25
Junio	—	0,0	0,0	6.885,8	—
Julio	—	0,0	0,0	6.901,1	—
Agosto	—	0,0	0,0	6.900,5	—
Septiembre	—	0,0	0,0	6.862,4	—
Octubre	—	0,0	0,0	6.862,4	—
Noviembre	817,0	0,0	817,0	7.688,0	-0,20
Diciembre	—	0,0	0,0	7.699,3	—

FUENTE: Banco de España.

a Volumen de emisión de bonos de plazo original correspondiente.

b Saldo nominal en circulación tras capitalizar la inflación realizada hasta fin de mes.

c Tipo real correspondiente al bono de referencia, en los casos en los que haya sido objeto de subasta o sindicación; o, de lo contrario, al bono con mayor captación de financiación.

OBLIGACIONES DEL ESTADO A DIEZ AÑOS INDEXADAS A LA INFLACIÓN

CUADRO A.12

Año 2015

Millones de euros y %

	Emisión bruta (a)	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación (b)	Tipo marginal (c) (%)
Diciembre 2014				7.410,7	
TOTAL 2015	1.639,8	0,0	1.639,8		
Enero	—	0,0	0,0	7.396,4	—
Febrero	—	0,0	0,0	7.394,1	—
Marzo	—	0,0	0,0	7.394,1	—
Abril	—	0,0	0,0	7.394,1	—
Mayo	—	0,0	0,0	7.398,3	—
Junio	—	0,0	0,0	7.419,3	—
Julio	—	0,0	0,0	7.435,8	—
Agosto	—	0,0	0,0	7.435,2	—
Septiembre	1.134,7	0,0	1.134,7	8.528,8	1,22
Octubre	—	0,0	0,0	8.528,8	—
Noviembre	—	0,0	0,0	8.538,4	—
Diciembre	505,1	0,0	505,1	9.057,3	0,33

FUENTE: Banco de España.

a Volumen de emisión de bonos de plazo original correspondiente.

b Saldo nominal en circulación tras capitalizar la inflación realizada hasta fin de mes.

c Tipo real correspondiente al bono de referencia, en los casos en los que haya sido objeto de subasta o sindicación; o, de lo contrario, al bono con mayor captación de financiación.

OBLIGACIONES DEL ESTADO A QUINCE AÑOS INDEXADAS A LA INFLACIÓN

CUADRO A.13

Año 2015

Millones de euros y %

	Emisión bruta (a)	Amortización	Emisión neta	Saldo en circulación (b)	Tipo marginal (c) (%)
Diciembre 2014				0,0	
TOTAL 2015	4.087,0	0,0	4.087,0		
Enero	—	0,0	0,0	0,0	—
Febrero	—	0,0	0,0	0,0	—
Marzo	3.500,0	0,0	3.500,0	3.500,0	0,49
Abril	—	0,0	0,0	3.500,0	—
Mayo	—	0,0	0,0	3.500,0	—
Junio	—	0,0	0,0	3.502,3	—
Julio	587,0	0,0	587,0	4.098,8	1,59
Agosto	—	0,0	0,0	4.098,4	—
Septiembre	—	0,0	0,0	4.087,0	—
Octubre	—	0,0	0,0	4.087,0	—
Noviembre	—	0,0	0,0	4.087,0	—
Diciembre	—	0,0	0,0	4.087,0	—

FUENTE: Banco de España.

a Volumen de emisión de bonos de plazo original correspondiente.

b Saldo nominal en circulación tras capitalizar la inflación realizada hasta fin de mes.

c Tipo real correspondiente al bono de referencia, en los casos en los que haya sido objeto de subasta o sindicación; o, de lo contrario, al bono con mayor captación de financiación.

EVOLUCIÓN DE LA CONTRATACIÓN DE LETRAS DEL TESORO

CUADRO A.14

mm de euros

	Total	Entre titulares					Gestoras con terceros				
		Total	Contado	Plazo	Repos	Simultáneas	Total	Contado	Plazo	Repos	Simultáneas
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
2012	2.955,0	1.596,8	181,3	1,3	—	1.414,2	1.358,2	634,5	15,2	682,7	25,7
2013	2.781,2	1.522,3	239,6	4,3	—	1.278,4	1.258,9	652,4	14,9	553,1	38,6
2014	2.065,4	1.032,6	278,3	5,3	—	749,0	1.032,8	441,3	19,3	553,6	18,5
2015	1.905,7	920,8	334,0	4,2	—	582,6	984,9	393,7	8,4	573,7	9,1

FUENTE: Banco de España.

EVOLUCIÓN DE LA CONTRATACIÓN DE BONOS Y OBLIGACIONES

CUADRO A.15

mm de euros

	Total	Entre titulares					Gestoras con terceros				
		Total	Contado	Plazo	Repos	Simultáneas	Total	Contado	Plazo	Repos	Simultáneas
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
2012	11.045,3	5.439,6	659,1	8,4	—	4.772,1	5.605,7	3.249,9	121,9	1.922,5	311,5
2013	11.874,3	6.456,3	1.045,5	28,5	—	5.382,3	5.418,0	3.123,5	196,2	1.888,8	209,5
2014	14.763,6	7.132,1	1.111,3	55,0	—	5.965,7	7.631,5	4.447,7	290,9	2.496,0	396,9
2015	10.355,3	4.151,5	893,6	32,4	—	3.225,5	6.203,8	4.439,4	244,6	1.140,9	379,0

FUENTE: Banco de España.

EVOLUCIÓN DE LA CONTRATACIÓN DE DEUDA SEGREGADA (a)

CUADRO A.16

mm de euros

	Total	Entre titulares					Gestoras con terceros				
		Total	Contado	Plazo	Repos	Simultáneas	Total	Contado	Plazo	Repos	Simultáneas
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
2012	369,9	12,7	5,5	0,0	—	7,2	357,2	19,2	0,8	337,0	0,1
2013	415,0	12,9	6,6	0,1	—	6,2	402,1	21,3	1,2	379,7	0,0
2014	394,0	10,0	6,9	0,8	—	2,2	384,0	43,6	1,2	339,2	0,1
2015	211,0	14,0	7,2	0,2	—	6,6	197,0	34,1	1,0	161,7	0,1

FUENTE: Banco de España.

a Incluye principales y cupones.

ROTACIÓN DE LA DEUDA DEL ESTADO

CUADRO A.17

Negociación total/Saldo medio

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total (a)	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015
TOTAL	8,3	7,4	0,5	0,4	4,4	2,3	9,3	5,1	22,5	15,1
Letras del Tesoro	9,1	9,1	0,3	0,2	7,0	7,2	9,7	7,4	26,0	23,8
Bonos y obligaciones	8,8	7,8	0,5	0,4	4,0	1,7	10,1	5,3	23,4	15,2
Principales y cupones	0,9	0,6	0,0	0,0	6,0	2,5	0,0	0,1	7,0	3,3

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 (a)

CUADRO A.18

mm de euros y %

	Letras del Tesoro				Bonos y obligaciones				Principales y cupones			
	2014		2015		2014		2015		2014		2015	
	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%
TOTAL	77,9	100,0	82,4	100,0	653,2	100,0	705,4	100,0	62,4	100,0	64,4	100,0
Sistema crediticio	10,8	13,9	11,3	13,7	171,5	26,3	203,7	28,9	3,1	5,0	3,8	5,9
Banco de España	0,7	0,8	0,0	0,0	32,0	4,9	71,2	10,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto	10,2	13,1	11,3	13,7	139,5	21,4	132,6	18,8	3,1	5,0	3,8	5,9
Otras instituciones financieras	9,3	12,0	6,8	8,2	102,7	15,7	89,0	12,6	43,6	63,5	43,6	67,7
Fondos de inversión	3,7	4,7	2,6	3,1	29,5	4,5	18,1	2,6	11,0	13,6	11,3	17,6
Fondos de pensiones	2,8	3,6	2,6	3,1	13,4	2,0	12,6	1,8	10,4	15,3	21,5	33,4
Seguros	0,8	1,1	0,2	0,3	56,1	8,6	55,4	7,9	22,2	34,4	10,7	16,6
Resto	2,0	2,5	1,4	1,8	3,7	0,6	2,8	0,4	0,1	0,2	0,1	0,1
Empresas no financieras	1,2	1,6	0,2	0,2	16,0	2,4	12,1	1,7	4,2	11,3	4,0	6,2
Familias	1,3	1,7	0,7	0,9	2,9	0,4	4,4	0,6	0,3	1,7	0,3	0,4
Administraciones Públicas	0,4	0,6	1,9	2,3	52,6	8,0	36,8	5,2	0,4	0,2	0,5	0,8
No residentes	54,8	70,3	61,5	74,6	307,7	47,1	359,4	50,9	10,9	18,4	12,2	19,0

FUENTE: Banco de España.

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

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

CUADRO A.19

mm de euros y %

	Letras del Tesoro				Bonos y obligaciones				Principales y cupones			
	2014		2015		2014		2015		2014		2015	
	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%
TOTAL	77,9	100,0	82,4	100,0	653,2	100,0	705,4	100,0	62,4	100,0	64,4	100,0
Sistema crediticio	16,7	21,5	17,9	21,7	237,9	36,4	251,3	35,6	4,5	7,3	4,8	7,4
Banco de España	0,0	0,0	0,0	0,0	32,0	4,9	71,2	10,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto	16,7	21,5	17,9	21,7	205,9	31,5	180,2	25,5	4,5	7,3	4,8	7,4
Otras instituciones financieras	5,9	7,6	4,0	4,9	100,7	15,4	89,9	12,7	43,3	69,3	43,8	67,9
Fondos de inversión	2,3	2,9	1,7	2,1	23,7	3,6	15,0	2,1	10,3	16,5	11,1	17,3
Fondos de pensiones	2,3	2,9	2,0	2,4	11,9	1,8	10,9	1,5	10,0	16,1	10,6	16,4
Seguros	0,7	0,8	0,2	0,2	63,1	9,7	62,8	8,9	22,9	36,7	22,0	34,1
Resto	0,7	0,9	0,2	0,2	2,0	0,3	1,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Empresas no financieras	0,4	0,5	0,1	0,2	10,6	1,6	10,6	1,5	4,1	6,6	4,0	6,1
Familias	1,2	1,6	0,7	0,9	2,7	0,4	3,8	0,5	0,3	0,5	0,3	0,4
Administraciones Públicas	0,4	0,6	1,9	2,3	45,4	6,9	37,5	5,3	0,1	0,1	0,5	0,8
No residentes	53,2	68,3	57,8	70,1	256,0	39,2	312,3	44,3	10,2	16,3	11,1	17,3

FUENTE: Banco de España.

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

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

CUADRO A.20

Millones de euros y %

	Deuda de las CCAA				Otra deuda pública				Pagará			
	2014		2015		2014		2015		2014		2015	
	Millones	%	Millones	%	Millones	%	Millones	%	Millones	%	Millones	%
TOTAL	34.920,1	100,0	34.149,3	100,0	18.687,3	100,0	13.877,4	100,0	264,8	100,0	280,7	100,0
Sistema crediticio	11.574,3	33,1	12.018,9	35,2	15.557,1	83,2	8.973,2	64,7	10,5	4,0	59,0	21,0
Banco de España	27,0	0,1	1,3	0,0	478,5	2,6	478,5	3,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto	11.547,3	33,1	12.017,6	35,2	15.078,6	80,7	8.494,7	61,2	10,5	4,0	59,0	21,0
Otras instituciones financieras	8.562,5	24,5	8.074,1	23,6	1.301,4	7,0	1.563,5	11,3	185,9	70,2	137,2	48,9
Fondos de inversión	3.750,6	10,7	3.229,3	9,5	555,8	3,0	798,4	5,8	174,2	65,8	122,8	43,7
Fondos de pensiones	1.242,8	3,6	1.386,0	4,1	120,5	0,6	215,7	1,6	10,0	3,8	14,1	5,0
Seguros	3.448,5	9,9	3.344,8	9,8	624,4	3,3	548,7	4,0	1,7	0,6	0,4	0,1
Resto	120,5	0,3	114,0	0,3	0,7	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas no financieras	1.983,8	5,7	2.073,0	6,1	118,8	0,6	48,7	0,4	41,0	15,5	50,4	18,0
Familias	341,2	1,0	254,9	0,7	15,5	0,1	12,4	0,1	0,6	0,2	0,0	0,0
Administraciones Públicas	287,4	0,8	91,8	0,3	0,0	0,0	2,2	0,0	22,0	8,3	32,0	11,4
No residentes	12.171,0	34,9	11.636,7	34,1	1.694,5	9,1	3.277,4	23,6	4,9	1,9	2,0	0,7

FUENTE: Banco de España.

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

CUADRO A.21

Millones de euros y %

	Deuda de las CCAA				Otra deuda pública				Pagarés			
	2014		2015		2014		2015		2014		2015	
	Millones	%	Millones	%	Millones	%	Millones	%	Millones	%	Millones	%
TOTAL	34.920,2	100,0	34.149,3	100,0	18.687,3	100,0	13.877,4	100,0	264,8	100,0	280,7	100,0
Sistema crediticio	11.626,7	33,3	12.025,0	35,2	15.557,1	83,2	8.973,2	64,7	10,5	4,0	59,0	21,0
Banco de España	27,0	0,1	1,3	0,0	478,5	2,6	478,5	3,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto	11.599,7	33,2	12.023,7	35,2	15.078,6	80,7	8.494,7	61,2	10,5	4,0	59,0	21,0
Otras instituciones financieras	8.538,8	24,5	8.057,2	23,6	1.301,4	7,0	1.563,5	11,3	185,9	70,2	137,2	48,9
Fondos de inversión	3.750,6	10,7	3.229,3	9,5	555,8	3,0	798,4	5,8	174,2	65,8	122,8	43,7
Fondos de pensiones	1.242,8	3,6	1.384,7	4,1	120,5	0,6	215,7	1,6	10,0	3,8	14,1	5,0
Seguros	3.424,9	9,8	3.329,2	9,7	624,4	3,3	548,7	4,0	1,7	0,6	0,4	0,1
Resto	120,5	0,3	114,0	0,3	0,7	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas no financieras	1.978,2	5,7	2.073,0	6,1	118,8	0,6	48,7	0,4	41,0	15,5	50,4	18,0
Familias	341,2	1,0	254,9	0,7	15,5	0,1	12,4	0,1	0,6	0,2	0,0	0,0
Administraciones Públicas	287,4	0,8	91,8	0,3	0,0	0,0	2,2	0,0	22,0	8,3	32,0	11,4
No residentes	12.147,9	34,8	11.647,5	34,1	1.694,5	9,1	3.277,4	23,6	4,9	1,9	2,0	0,7

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 de este, 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 son posibles ni su utilización como título de tradición ni su negociación.

Bono del Estado

Valor emitido por el Tesoro a un plazo comprendido entre dos y cinco años, y con cupón anual.

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 las Comunidades Autónomas que hayan recibido la calificación de segregables requiere autorización del Ministerio de Economía y Competitividad. Las segregaciones, que solo pueden ser realizadas por creadores de mercado, deberán realizarse sobre importes nominales múltiples de 100.000 euros, con un mínimo de 500.000 euros.

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 los 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.

Cláusulas de Acción Colectiva (CAC)

Reglas de agregación de mayorías representativas entre los tenedores de ciertos bonos que, ante la posibilidad de modificación de las condiciones de dichos instrumentos, evitan la necesidad de lograr unanimidad entre todos los tenedores de los bonos y posibilitan que se puedan adoptar tales modificaciones con carácter vinculante, evitando así que puedan ser bloqueadas por una minoría. Los Estados miembros de la zona del euro acordaron la introducción de CAC en sus instrumentos de deuda soberana emitidos a partir del 1 de enero de 2013 con vida residual de más de un año. Para el caso español, las CAC están reguladas en el anexo de la Orden ECC/1/2013, de 2 de enero, por la que se dispone la creación de deuda del Estado durante el año 2013 y enero de 2014, y se recogen las CAC normalizadas.

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 que han sido autorizados por el Ministerio de Economía y Competitividad 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 emitidos a descuento por el Tesoro a un plazo máximo de veinticuatro meses.

Mediadores del mercado

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

Meffclear

Cámara de Contrapartida Central de MEFF para las operaciones sobre valores de renta fija negociadas entre sus miembros liquidadores y/o clientes.

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 emitido por el Tesoro a un plazo superior a los cinco años y con cupón anual.

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 a un tercero, que no puede ser titular de cuenta, 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 de aquel que permanecen vivos, en un momento dado del tiempo, por no haber sido cancelados anticipadamente como consecuencia de una transacción de signo contrario o por haber alcanzado su fecha de vencimiento.

Punto básico

Centésima parte de un punto porcentual.

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, 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).

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 permitir su pronta presencia en las plataformas internacionales de negociación electrónica, lo que redundará en una mayor liquidez de la nueva referencia. Aunque la sindicación admite múltiples estructuras, un rasgo común a todas ellas es la existencia de un grupo restringido de entidades seleccionadas por el emisor que lideran, organizan y, en la mayor parte de los casos, aseguran la emisión. El Tesoro español utilizó por primera vez este procedimiento en marzo de 2002, con ocasión de la emisión del primer tramo de la nueva obligación de referencia a quince años.

Sistema de provisión de valores

Sistema de operaciones simultáneas (o permutas de valores) 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 a este, 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

Acónimo 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 a este.

TARGET2-Banco de España

Sistema de liquidación bruta para el procesamiento de grandes pagos en tiempo real que constituye el componente español del sistema de liquidación europeo TARGET2. Mediante este sistema, gestionado por el Banco de España, se liquidan, entre otras, 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.

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.

Valor indexado a la inflación

Valor de renta fija cuyo rendimiento está ligado a la evolución de la inflación. En el caso de los bonos indexados a la inflación emitidos por el Tesoro español, tanto el principal como el cupón, así como la liquidación de las operaciones del mercado secundario, están multiplicados por un coeficiente de indexación correspondiente a la fecha de pago, que se calcula a partir del Índice de Precios de Consumo Armonizado ex-tabaco para la zona del euro.

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 (anual)
Billettería (ediciones en español e inglés) (semestral)
Boletín Económico (ediciones en español e inglés) (mensual)
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
Memoria de la Central de Información de Riesgos (anual)
Memoria de la Supervisión Bancaria en España (ediciones en español e inglés) (anual)
Memoria del Servicio de Reclamaciones (anual)
Mercado de Deuda Pública (anual)
Research Update (semestral)

NO PERIÓDICOS

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).
- 78 PABLO MORENO: The Metamorphosis of the IMF (2009-2011) (2013).

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 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).
- 55 CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Oferta y demanda de deuda pública en Castilla. Juros de alcabalas (1540-1740) (2009).

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

Todas las publicaciones del Banco de España se pueden descargar gratuitamente en formato electrónico en www.bde.es, a excepción de Ediciones varias y Textos de la División de Formación y Selección.

- 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).
- 60 ADORACIÓN ÁLVARO MOYA: La inversión directa estadounidense en España. Un estudio desde la perspectiva empresarial (c. 1900-1975) (2012).
- 61 RAFAEL CASTRO BALAGUER: La banca francesa en la España del siglo XX (2012).
- 62 JULIO MARTÍNEZ GALARRAGA: El potencial de mercado provincial en España, 1860-1930. Un estudio de nueva geografía económica e historia económica (2013).
- 63 SERGIO ESPUELAS BARROSO: La evolución del gasto social público en España, 1850-2005 (2013).
- 64 JORDI MALUQUER DE MOTES: La inflación en España. Un índice de precios de consumo, 1830-2012 (2013).
- 65 ELENA CAVALIERI: España y el FMI: La integración de la economía española en el Sistema Monetario Internacional, 1943-1959 (2014).
- 66 ELENA MARTÍNEZ-RUIZ Y PILAR NOGUES-MARCO: Crisis cambiarias y políticas de intervención en España, 1880-1975 (2014).
- 67 RAFAEL MORENO FERNÁNDEZ: Las demandas contra la actuación gestora de Cabarrús y demás directores del Banco Nacional de San Carlos (1782-1797) (2014).
- 68 PABLO GUTIÉRREZ GONZÁLEZ: El control de divisas durante el primer franquismo. La intervención del reaseguro (1940-1952) (2014).
- 69 JOSEBA DE LA TORRE Y MARÍA DEL MAR RUBIO-VARAS: La financiación exterior del desarrollo industrial español a través del IEME (1950-1982) (2015).

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 1516 PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y ENRIQUE MORAL-BENITO: On the predictability of narrative fiscal adjustments.
- 1517 GALO NUÑO Y CARLOS THOMAS: Monetary policy and sovereign debt vulnerability.
- 1518 CRISTIANA BELU MANESCU Y GALO NUÑO: Quantitative effects of the shale oil revolution.
- 1519 YAEL V. HOCHBERG, CARLOS J. SERRANO Y ROSEMARIE H. ZIEDONIS: Patent collateral, investor commitment and the market for venture lending.
- 1520 TRINO-MANUEL NÚÑEZ, IVAN PAYA, DAVID PEEL Y JAVIER PEROTE: Higher-order risk preferences, constant relative risk aversion and the optimal portfolio allocation.
- 1521 LILIANA ROJAS-SUÁREZ Y JOSÉ MARÍA SERENA: Changes in funding patterns by Latin American banking systems: How large? How risky?
- 1522 JUAN F. JIMENO: Long-lasting consequences of the European crisis.
- 1523 MÁXIMO CAMACHO, DANILO LEIVA-LEÓN Y GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS: Country shocks, monetary policy expectations and ECB decisions. A dynamic non-linear approach.
- 1524 JOSÉ MARÍA SERENA GARRALDA Y GARIMA VASISHTHA: What drives bank-intermediated trade finance? Evidence from cross-country analysis.
- 1525 GABRIELE FIORENTINI, ALESSANDRO GALESÌ Y ENRIQUE SENTANA: Fast ML estimation of dynamic bifactor models: an application to European inflation.
- 1526 YUNUS AKSOY Y HENRIQUE S. BASSO: Securitization and asset prices.
- 1527 MARÍA DOLORES GADEA, ANA GÓMEZ-LOSCOS Y GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS: The Great Moderation in historical perspective. Is it that great?
- 1528 YUNUS AKSOY, HENRIQUE S. BASSO, RON P. SMITH Y TOBIAS GRASL: Demographic structure and macroeconomic trends.
- 1529 JOSÉ MARÍA CASADO, CRISTINA FERNÁNDEZ Y JUAN F. JIMENO: Worker flows in the European Union during the Great Recession.
- 1530 CRISTINA FERNÁNDEZ Y PILAR GARCÍA PEREA: The impact of the euro on euro area GDP per capita.
- 1531 IRMA ALONSO ÁLVAREZ: Institutional drivers of capital flows.
- 1532 PAUL EHLING, MICHAEL GALLMEYER, CHRISTIAN HEYERDAHL-LARSEN Y PHILIPP ILLEDITSCH: Disagreement about inflation and the yield curve.
- 1533 GALO NUÑO Y BENJAMIN MOLL: Controlling a distribution of heterogeneous agents.
- 1534 TITO BOERI Y JUAN F. JIMENO: The unbearable divergence of unemployment in Europe.
- 1535 OLYMPIA BOVER: Measuring expectations from household surveys: new results on subjective probabilities of future house prices.
- 1536 CRISTINA FERNÁNDEZ, AITOR LACUESTA, JOSÉ MANUEL MONTERO Y ALBERTO URTASUN: Heterogeneity of markups at the firm level and changes during the great recession: the case of Spain.
- 1537 MIGUEL SARMIENTO Y JORGE E. GALÁN: The influence of risk-taking on bank efficiency: evidence from Colombia.
- 1538 ISABEL ARGIMÓN, MICHEL DIETSCH Y ÁNGEL ESTRADA: Prudential filters, portfolio composition and capital ratios in European banks.
- 1539 MARÍA M. CAMPOS, DOMENICO DEPALO, EVANGELIA PAPAPETROU, JAVIER J. PÉREZ Y ROBERTO RAMOS: Understanding the public sector pay gap.
- 1540 ÓSCAR ARCE, SAMUEL HURTADO Y CARLOS THOMAS: Policy spillovers and synergies in a monetary union.
- 1601 CHRISTIAN CASTRO, ÁNGEL ESTRADA Y JORGE MARTÍNEZ: The countercyclical capital buffer in Spain: an analysis of key guiding indicators.

- 1602 TRINO-MANUEL NÍGUEZ Y JAVIER PEROTE: Multivariate moments expansion density: application of the dynamic equicorrelation model.
- 1603 ALBERTO FUERTES Y JOSÉ MARÍA SERENA: How firms borrow in international bond markets: securities regulation and market segmentation.
- 1604 ENRIQUE ALBEROLA, IVÁN KATARYNIUK, ÁNGEL MELGUIZO Y RENÉ OROZCO: Fiscal policy and the cycle in Latin America: the role of financing conditions and fiscal rules.
- 1605 ANA LAMO, ENRIQUE MORAL-BENITO Y JAVIER J. PÉREZ: Does slack influence public and private labour market interactions?
- 1606 FRUCTUOSO BORRALLA, IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: The effects of US unconventional monetary policies in Latin America.
- 1607 VINCENZO MERELLA Y DANIEL SANTABÁRBARA: Do the rich (really) consume higher-quality goods? Evidence from international trade data.
- 1608 CARMEN BROTO Y MATÍAS LAMAS: Measuring market liquidity in US fixed income markets: a new synthetic indicator.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 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.
- 1205 PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y CARLOS THOMAS: El impacto de la consolidación fiscal sobre el crecimiento económico. Una ilustración para la economía española a partir de un modelo de equilibrio general.
- 1206 GALO NUÑO, CRISTINA PULIDO Y RUBÉN SEGURA-CAYUELA: Long-run growth and demographic prospects in advanced economies.
- 1207 IGNACIO HERNANDO, JIMENA LLOPIS Y JAVIER VALLÉS: Los retos para la política económica en un entorno de tipos de interés próximos a cero.
- 1208 JUAN CARLOS BERGANZA: Fiscal rules in Latin America: a survey.
- 1209 ÁNGEL ESTRADA Y EVA VALDEOLIVAS: The fall of the labour income share in advanced economies.
- 1301 ETTORE DORRUCCI, GABOR PULA Y DANIEL SANTABÁRBARA: China's economic growth and rebalancing.
- 1302 DANIEL GARROTE, JIMENA LLOPIS Y JAVIER VALLÉS: Los canales del desapalancamiento del sector privado: una comparación internacional.
- 1303 PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y JUAN F. JIMENO: Fiscal policy and external imbalances in a debt crisis: the Spanish case.
- 1304 ELOÍSA ORTEGA Y JUAN PEÑALOSA: Algunas reflexiones sobre la economía española tras cinco años de crisis. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 1401 JOSÉ MARÍA SERENA Y EVA VALDEOLIVAS: Integración financiera y modelos de financiación de los bancos globales.
- 1402 ANTONIO MONTESINOS, JAVIER J. PÉREZ Y ROBERTO RAMOS: El empleo de las Administraciones Públicas en España: caracterización y evolución durante la crisis.
- 1403 SAMUEL HURTADO, PABLO MANZANO, EVA ORTEGA Y ALBERTO URTASUN: Update and re-estimation of the Quarterly Model of Banco de España (MTBE).
- 1404 JUAN CARLOS BERGANZA, IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: Los desafíos para la política monetaria en las economías avanzadas tras la Gran Recesión.
- 1405 FERNANDO LÓPEZ VICENTE Y JOSÉ MARÍA SERENA GARRALDA: Macroeconomic policy in Brazil: inflation targeting, public debt structure and credit policies.
- 1406 PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y DAVID LÓPEZ RODRÍGUEZ: Estructura impositiva y capacidad recaudatoria en España: un análisis comparado con la UE. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 1407 OLYMPIA BOVER, ENRIQUE CORONADO Y PILAR VELILLA: The Spanish survey of household finances (EFF): description and methods of the 2011 wave.
- 1501 MAR DELGADO TÉLLEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS, SAMUEL HURTADO Y JAVIER J. PÉREZ: Los mecanismos extraordinarios de pago a proveedores de las Administraciones Públicas en España. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 1502 JOSÉ MANUEL MONTERO Y ANA REGIL: La tasa de actividad en España: resistencia cíclica, determinantes y perspectivas futuras.
- 1503 MARIO IZQUIERDO Y JUAN FRANCISCO JIMENO: Employment, wage and price reactions to the crisis in Spain: Firm-level evidence from the WDN survey.
- 1504 MARÍA DE LOS LLANOS MATEA: La demanda potencial de vivienda principal.
- 1601 JAVIER MENCÍA Y JESÚS SAURINA: Política macroprudencial: objetivos, instrumentos e indicadores.
- 1602 LUIS MOLINA, ESTHER LÓPEZ Y ENRIQUE ALBEROLA: El posicionamiento exterior de la economía española.
- 1603 PILAR CUADRADO Y ENRIQUE MORAL-BENITO: El crecimiento potencial de la economía española. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 1604 HENRIQUE S. BASSO Y JAMES COSTAIN: Macroprudential theory: advances and challenges.

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).

BANCO DE ESPAÑA (Ed.): *Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal* (2000).

PABLO MARTÍN ACEÑA: *El Servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000)* (2000).

TERESA TORTELLA: *Una guía de fuentes sobre inversiones extranjeras en España (1780-1914)* (2000).

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

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

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

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

NIGEL GLENDINNING Y JOSÉ MIGUEL MEDRANO: *Goya y el Banco Nacional de San Carlos* (2005).

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).

BANCO DE ESPAÑA: *150 años de historia del Banco de España, 1856-2006* (2006). (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).

JUAN F. JIMENO (Ed.): *Spain and the euro. The first ten years* (2010).

TERESA TORTELLA: *El Banco de España desde dentro. Una historia a través de sus documentos* (2010).

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)

Boletín del Mercado de Deuda Pública (diario)

Boletín Estadístico (mensual²)

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)

Textos de la División de Formación y Selección

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 VARIAS DEL BANCO CENTRAL EUROPEO EN ESPAÑOL

Informe Anual

Boletín Económico

Otras publicaciones

- 1 Las publicaciones de esta sección distribuidas por el Banco de España [todas, excepto las señaladas con (*) y (**), que son distribuidas, respectivamente, por Alianza Editorial y Macmillan (Londres)] se encuentran descatalogadas.
- 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, 48 - 28014 Madrid
Correo electrónico: publicaciones@bde.es
www.bde.es