

**CAMBIOS RECIENTES EN LAS TENENCIAS DE DEUDA SOBERANA DEL ÁREA DEL EURO**

El mercado de deuda soberana del área del euro opera en un entorno caracterizado por un aumento de las emisiones netas de los países (mayor oferta) y una reducción progresiva de las carteras de este tipo de activos en el balance del Eurosistema (menor demanda del banco central)<sup>1</sup>. En este contexto, la absorción de la deuda adicional en circulación y su distribución entre los diferentes sectores inversores resulta clave para preservar el buen funcionamiento del mercado.

Este recuadro analiza la evolución de la estructura inversora de los principales mercados de deuda soberana del área del euro en los últimos años, y sus implicaciones desde el punto de vista de la estabilidad de esos mercados.

**Evolución reciente de la base inversora**

La distribución de las tenencias de bonos soberanos por grupos de sectores a diciembre de 2025 muestra varias regularidades y algunas diferencias relevantes entre países (véase cuadro 1)<sup>2</sup>. Las tenencias del Eurosistema siguen representando una fracción significativa del total. La importancia de los inversores fuera del área del euro (sector oficial y privado) es muy relevante en Alemania y Francia, especialmente. Los inversores no bancarios muestran un peso relevante, con una composición que incluye: aseguradoras, fondos de pensiones, fondos de

inversión y hogares, principalmente. En el caso de aseguradoras y fondos de pensiones, su papel como inversores de horizonte más largo tiende a contribuir a la estabilidad de la demanda. Tanto los bancos residentes como los bancos del resto del área del euro presentan un peso limitado, si bien persisten diferencias entre países (mayor presencia de los bancos en Italia y España).

La evolución de los flujos de tenencias desde junio de 2022 (véase gráfico 1), fecha en la que se alcanzó el tamaño máximo de las carteras de bonos soberanos en el balance del Eurosistema, muestra que los inversores procedentes de fuera del área del euro han absorbido una parte importante de la nueva oferta. En Italia destaca el papel de los inversores no bancarios domésticos, que han sido el grupo con mayor incremento de tenencias, reflejando el atractivo que ha supuesto para los hogares el incremento en las rentabilidades. Los inversores no bancarios del resto del área del euro han tenido un comportamiento similar en las cuatro jurisdicciones, siendo el segundo grupo que más deuda ha absorbido. Por su parte, los bancos domésticos han aumentado sus tenencias de deuda soberana en Francia y España, mientras que en Alemania sus inversiones apenas han variado, y en Italia incluso han reducido sus inversiones. Los bancos del resto del área del euro han elevado de forma significativa sus inversiones en Francia.

Cuadro 1  
Tenencias de deuda pública por sectores (a)

%				
Grupos de sectores	Alemania	España	Francia	Italia
Bancos domésticos	0,5	14,0	8,5	14,5
Inversores no bancarios domésticos	14,4	13,8	14,0	30,7
Bancos resto Área euro	3,5	10,3	7,5	6,1
Inversores no bancarios resto Área euro	19,4	19,2	17,3	13,6
Inversores fuera Área euro	34,3	17,8	33,8	12,1
Eurosistema	27,8	24,9	19,0	23,0

**FUENTE:** Estadísticas de Tenencias de Valores del BCE.

**a** Los últimos datos de tenencias de deuda pública disponibles a 30 de abril incluyen información a diciembre de 2025. Los inversores domésticos incluyen a los inversores del país emisor. Los inversores no bancarios incluye tanto entidades financieras no bancarias como cualquier agente de sectores no financieros, por ejemplo, hogares.

1 Sobre el volumen de emisiones creciente y el balance decreciente del Eurosistema, véase, por ejemplo: "Who buys bonds now? How markets deal with a smaller Eurosystem balance sheet", *ECB Blog*, 22 de marzo de 2024.

2 Para este análisis se usan las estadísticas trimestrales de tenencias sectoriales informadas por el Eurosistema (SHS-S, por sus siglas en inglés).

**CAMBIOS RECIENTES EN LAS TENENCIAS DE DEUDA SOBERANA DEL ÁREA DEL EURO (cont.)**

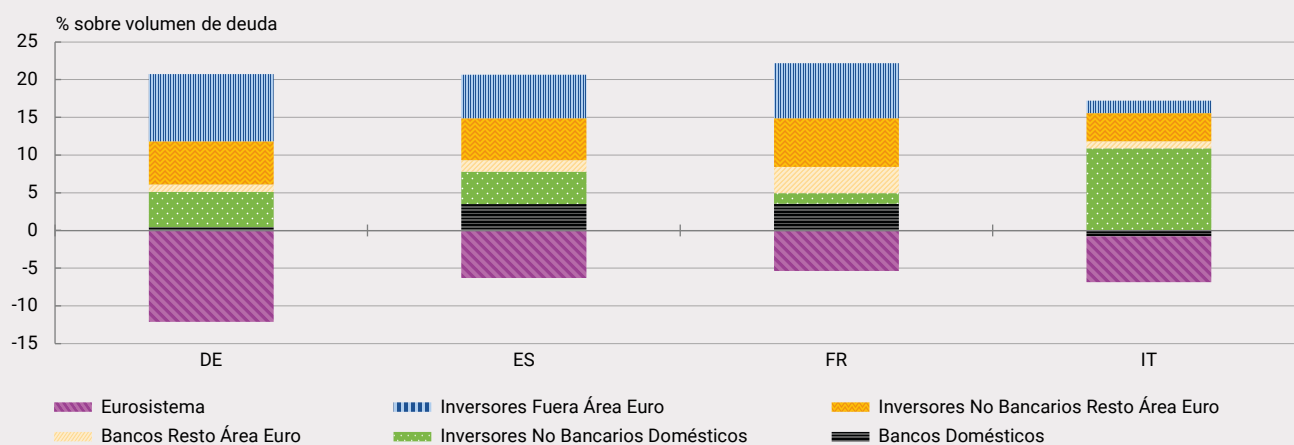
La deuda está siendo absorbida por el sector privado de forma ordenada. El ajuste en la base inversora no ha venido acompañado de tensiones apreciables en los mercados. En el mercado primario, la demanda en las subastas se mantiene sólida, con ratios de cobertura de demanda elevados, y en el mercado secundario las primas de riesgo de crédito soberanas, medidas con el diferencial de las rentabilidades de los bonos soberanos a 10 años frente al tipo OIS a 10 años, permanecen contenidas. Los diferenciales soberanos han mostrado cierta convergencia desde junio de 2022 (véase gráfico 2). Incluso en episodios de incertidumbre global no se

observan repuntes muy acusados o persistentes. Tanto en el anuncio de aranceles de abril de 2025 como en los episodios geopolíticos recientes, los movimientos observados son acotados y no difieren sustancialmente del comportamiento habitual en este tipo de tensiones.

**Posibles riesgos de reinversión**

Los cambios en la composición sectorial y geográfica de la demanda de deuda soberana podrían incrementar la vulnerabilidad del mercado a riesgos de reinversión y afectar a las condiciones de financiación soberana. En

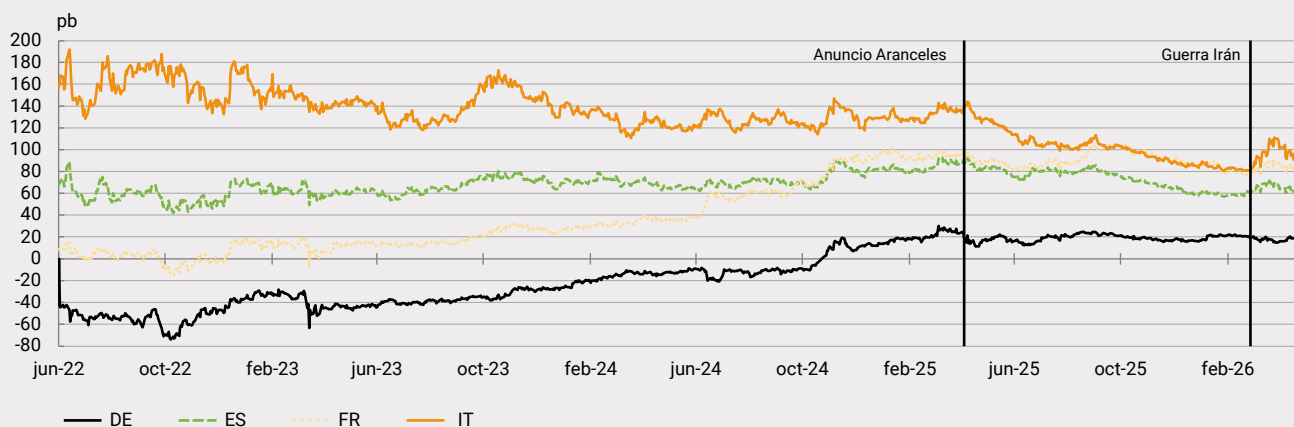
Gráfico 1  
Flujos acumulados desde junio de 2022 hasta diciembre de 2025 (a) (b)



FUENTE: Estadísticas de Tenencias de Valores del BCE.

- a Los inversores domésticos incluyen a los inversores del país emisor. Los inversores no bancarios incluyen tanto entidades financieras no bancarias como cualquier agente de sectores no financieros, por ejemplo, hogares.
- b La fecha de referencia es junio de 2022, cuando las carteras de los programas de compras alcanzaron su tamaño máximo.

Gráfico 2  
Diferenciales soberanos 10 años frente a OIS desde junio de 2022



FUENTE: Bloomberg.

**CAMBIOS RECIENTES EN LAS TENENCIAS DE DEUDA SOBERANA DEL ÁREA DEL EURO (cont.)**

particular, un mayor peso de inversores más sensibles a las condiciones de mercado podría amplificar su reacción ante episodios de tensión. Hasta ahora estos riesgos no se han materializado, pero conviene evaluarlos.

Para ello, se clasifican los sectores de tenedores según su sensibilidad a las condiciones de mercado de la deuda soberana. Esta clasificación se basa en la evidencia existente en la literatura<sup>3</sup> completada con un análisis en el que se estima la sensibilidad de las tenencias de cada sector a variaciones en la rentabilidad de los bonos soberanos a diez años, controlando por otras variables.

Se definen así tres grandes bloques de inversores.

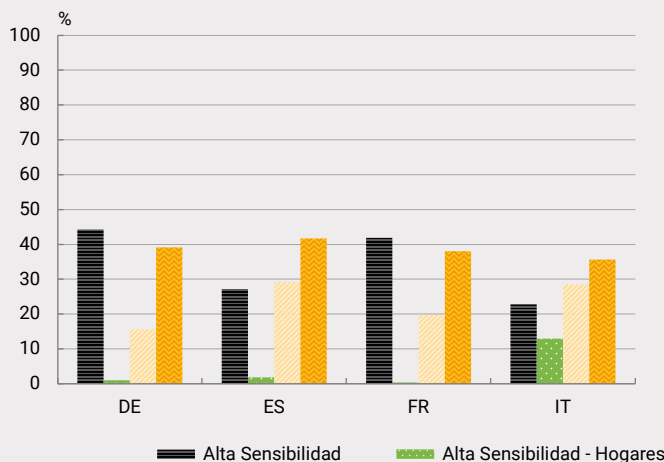
En primer lugar, un grupo con sensibilidad elevada, integrado principalmente por fondos de inversión, los inversores extranjeros (de fuera del área del euro) y los hogares. La mayoría de los estudios, incluido el análisis realizado aquí, indican que los inversores extranjeros son

comparativamente más sensibles a cambios en la rentabilidad que el resto de agentes. En cuanto a los hogares, la evidencia es menos unánime, pero el análisis propio los considera también altamente sensibles. En segundo lugar, se identifica un grupo con sensibilidad intermedia, compuesto por el sector bancario.

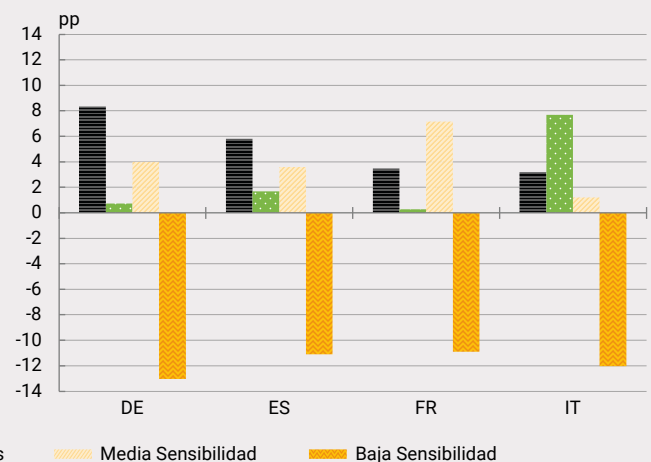
Por último, se considera un grupo con sensibilidad reducida, caracterizado por una demanda relativamente más inelástica y horizontes de inversión de largo plazo, que incluye tanto al Eurosistema y a inversores institucionales con inversión más estable, como aseguradoras y fondos de pensiones, cuyas decisiones de inversión responden a mandatos más estables, si bien no están exentas de riesgos de liquidez o regulatorios.

A finales de 2025, el bloque de alta sensibilidad representaba, en Francia y Alemania, el segmento con mayor relevancia, superando, respectivamente, el 42 % y 45 % del total de tenencias (véase gráfico 3). En Italia, el

**Gráfico 3**  
Pesos en diciembre de 2025 por grupos de sectores según su sensibilidad, incluyendo el Eurosistema



**Gráfico 4**  
Cambios en los pesos por grupo desde junio de 2022 hasta diciembre de 2025, incluyendo el Eurosistema



**FUENTES:** Estadísticas de Tenencias de Valores del BCE y elaboración propia.

**a** El grupo de inversores de alta sensibilidad incluye: inversores de fuera del área del euro, fondos de inversión del área del euro y hogares. El grupo de sensibilidad media está compuesto por bancos del área euro y el de baja sensibilidad lo componen aseguradoras, fondos de pensiones y el Eurosistema.

**3** Principalmente se han basado en el estudio de Kojien, Koulischer, Nguyen, y Yogo (2021) "Inspecting the mechanism of quantitative easing in the euro area", que analiza el efecto de la rentabilidad en las tenencias de deuda soberana de los inversores del área euro y muestra que los inversores extranjeros son los más sensibles a cambios en la rentabilidad, seguidos de los fondos de inversión y los bancos, mientras que las aseguradoras y los fondos de pensiones son más estables. Además, según el trabajo de Eren, Schrimpf y Xia (2023) "The demand for government debt" basado en datos del mercado de bonos del Tesoro estadounidense, los sectores muestran distintos niveles de sensibilidad a los precios. En orden descendente, los más sensibles son: bancos, inversores privados extranjeros, fondos de pensiones, fondos de inversión y aseguradoras.

**CAMBIOS RECIENTES EN LAS TENENCIAS DE DEUDA SOBERANA DEL ÁREA DEL EURO (cont.)**

peso de los hogares eleva la relevancia de los inversores de alta sensibilidad al 36 %, mientras que, en el caso de España, este grupo representa el 29 %. El grupo de baja sensibilidad es relevante en las cuatro jurisdicciones, principalmente por el peso aún significativo del Eurosistema y la importancia, especialmente para Francia y España, de las tenencias de aseguradoras y fondos de pensiones. La relevancia del sector intermedio, compuesto principalmente por entidades bancarias, es mayor en Italia y España, donde dicha participación alcanza en torno al 29 %.

Desde junio de 2022 ha habido un descenso importante del peso de inversores menos sensibles a las condiciones de mercado dentro del total de tenencias de la deuda soberana, como resultado fundamentalmente de la caída de las tenencias del Eurosistema (véase gráfico 4). Ese descenso ha sido compensando en todos los casos, salvo Francia, por el aumento del peso de los inversores con elevada sensibilidad. En el caso de Francia, el mayor aumento del peso relativo se observa en el grupo con sensibilidad media (bancos, principalmente). Entre los inversores más reactivos, cabe resaltar que en Alemania y Francia los inversores fuera del área euro, ocupan una posición predominante. En España, la proporción de estos inversores, tradicionalmente menos significativa, ha experimentado un crecimiento relevante, lo que sugiere una convergencia en la composición de inversores entre diferentes países.

La composición del conjunto de inversores en el mercado es un elemento clave para la absorción de posibles perturbaciones. Los inversores menos sensibles a las condiciones de mercado aportan una demanda estable y relativamente independiente de la evolución de los precios, lo que, dependiendo de las circunstancias, puede amortiguar episodios de tensión. En este sentido, el aumento reciente del peso de los inversores más sensibles podría contribuir a amplificar los movimientos de mercado en episodios de tensión. Aunque hasta ahora esto no se ha observado, conviene seguir analizando cómo evoluciona el peso de estos inversores y hasta qué punto

existe evidencia de que estos cambios impactan en el funcionamiento de los mercados de deuda soberana.

**Riesgos de fondos alternativos: Fuentes adicionales**

Los *hedge funds* son vehículos de inversión alternativa y se encuadran dentro del grupo de inversores caracterizados por su alta sensibilidad a los cambios en las condiciones de los mercados de deuda. Asimismo, representan una potencial fuente de vulnerabilidad para los mercados de deuda soberana del área euro, por su capacidad para amplificar episodios de volatilidad en contextos de tensión financiera global al emplear generalmente posiciones apalancadas<sup>4</sup>. En los datos de tenencias utilizados anteriormente, los *hedge funds* y otros fondos alternativos se incluyen dentro de las categorías de fondos de inversión del área euro o inversores de fuera del área euro, dependiendo del país de residencia del fondo, pero no están identificados como tales dentro de ellas.

La información procedente de Tradeweb<sup>5</sup>, una de las principales plataformas de negociación electrónica de renta fija, y de otras fuentes de inteligencia de mercados, indica que estos participantes concentran una parte muy significativa del volumen de negociación, tanto en el conjunto del mercado de deuda pública europea como en segmentos concretos. Según estas fuentes, los *hedge funds* han aumentado su presencia desde 2020, y representan alrededor del 50 % de la actividad total en el mercado de bonos<sup>6</sup>.

Además, la operativa de los *hedge funds* en estos mercados refuerza su relevancia sistémica. Los datos de Tradeweb muestran que, en promedio, estos intermediarios ejecutan operaciones con tamaños de *ticket* —el importe nominal negociado en cada orden— sustancialmente superiores a los del resto de participantes, una diferencia que se ha ampliado de manera notable desde 2021. Este patrón sugiere una mayor capacidad de influencia inmediata en la formación de precios y la liquidez, especialmente en episodios de ajustes rápidos de carteras.

4 Véase, por ejemplo, "Hedge funds: good or bad for market functioning?" ECB Blog, 23 septiembre 2024 y Barth y Kahn (2025) "Hedge funds and the Treasury cash-futures basis trade".

5 Tradeweb es una plataforma internacional de negociación electrónica de renta fija que canaliza un volumen muy elevado de transacciones y ofrece acceso electrónico a los mercados de bonos soberanos de la UEM.

6 Véase, "The growing role of Hedge funds in European markets", presentación de Tradeweb para el Bond Market Contact Group, 26 de noviembre de 2025.

**CAMBIOS RECIENTES EN LAS TENENCIAS DE DEUDA SOBERANA DEL ÁREA DEL EURO (cont.)**

Por último, la elevada actividad de los *hedge funds* en los mercados de deuda pública está estrechamente vinculada a su papel en el mercado de financiación: en el mercado *repo* los agentes obtienen liquidez, en general a corto plazo, utilizando activos de alta calidad (principalmente deuda soberana) como garantía. Según los volúmenes agregados del mercado *repo* mostrados por Tradeweb y el BCE, se observa un cambio en las posiciones netas de estos intermediarios, que han pasado a utilizar, desde mediados de 2024, de manera más recurrente deuda soberana como garantía para obtener financiación<sup>7</sup>. Esta situación refuerza la interconexión entre los mercados al

contado y *repo*. En consecuencia, las perturbaciones que se pudieran llegar a producir en cualquiera de estos segmentos podrían transmitirse con rapidez al otro, amplificando dinámicas procíclicas y elevando el riesgo de episodios de tensión de liquidez.

Dada su creciente relevancia y las limitaciones actuales en la disponibilidad y granularidad de la información, resulta necesario profundizar en el análisis de estos intermediarios y mejorar la cobertura de información para reforzar el seguimiento y la evaluación de los riesgos asociados a su actividad.

---

7 Véase, referencia nota al pie 7 y [“Hedge Fund activity in Bond, Repo and Futures Markets: Unpacking the Data”](#), presentación del BCE para el Bond Market Contact Group, 26 de noviembre de 2025.