

***EL MERCADO DE OPERACIONES DOBLES SOBRE DEUDA DEL
ESTADO ESPAÑOLA: DESCRIPCIÓN Y COMPORTAMIENTO
DE LOS TIPOS DE INTERÉS (1991-2007)***

TESIS DOCTORAL

*El mercado de operaciones dobles sobre Deuda del Estado española:
descripción y comportamiento de los tipos de interés (1991-2007)*

DIRECTOR

Dr. Jorge de Andrés Sánchez

DOCTORANDA

M. Carmen Molina Cobo

A mis padres

Agradecimientos

Una vez finalizada esta tesis doctoral, quisiera expresar mi agradecimiento a quienes estuvieron de alguna manera vinculados a este proyecto.

En primer lugar, al Dr. Jorge de Andrés como director de esta tesis. Por su apoyo y sus consejos durante la realización de este trabajo, y por ser la persona que me guió y me alentó a dar mis primeros pasos en el campo de la investigación.

En segundo lugar, al Dr. Antonio Rodríguez, a quien debo mi vinculación a la universidad. Sus consejos y orientaciones han sido fundamentales a lo largo de todos estos años.

También quiero dejar constancia de mi gratitud hacia mis compañeros del área de finanzas: por sus indicaciones, por sus aportaciones,... Pero sobre todo, por tantos buenos momentos que han hecho más llevadera la realización de esta tesis. Y a Susana Sardà y a Xavier Ponce, por haber creído en mí.

Finalmente, a mi familia y a mis amigos, por el apoyo incondicional que me han dado durante todos estos años de elaboración de mi tesis doctoral. De manera muy especial, a Alberto y a mis padres: por estar siempre, en todo y para todo. Y a mi hija Paula, que sin saberlo, con su llegada al mundo me dio el empujón necesario para finalizar esta tesis.

ÍNDICE

Introducción	1
1. El mercado de Deuda del Estado	9
1.1. La deuda pública: concepto y clases	11
1.2. La deuda pública como instrumento de financiación	14
1.3. La deuda pública como mecanismo de política monetaria	19
1.4. Organización del Mercado de Deuda Anotada	22
1.4.1. El Tesoro	25
1.4.2. El Banco de España	27
1.4.3. La Central de Anotaciones e Iberclear	28
1.4.4. La comisión asesora	33
1.4.5. Los titulares de cuenta	33
1.4.6. Las entidades gestoras	36
1.4.7. Los miembros de mercado en la Ley 47/2007	41
1.4.8. Los creadores de mercado	43
1.5. Instrumentos de Deuda del Estado	51
1.5.1. Deuda del Estado a corto plazo: Letras del Tesoro	51
1.5.2. Deuda del Estado a medio y largo plazo: Bonos y Obligaciones del Estado	53
1.5.3. Deuda segregada: <i>strips</i>	55
1.5.4. Emisiones internacionales de euros y Deuda del Estado en divisas	60
1.6. El mercado primario de Deuda del Estado	61
1.6.1. Introducción	61
1.6.2. Procedimientos de emisión de Deuda del Estado	62
1.6.2.1. La subasta competitiva	63
1.6.2.2. La sindicación	73
1.6.3. Cálculo de rendimientos en los instrumentos de Deuda del Estado	74
1.7. El mercado secundario de Deuda del Estado	77
1.7.1. Introducción	77
1.7.2. Sistemas de negociación	78
1.7.2.1. El mercado "ciego" o primer escalón	79

1.7.2.2.	El segundo escalón	83
1.7.2.3.	Negociación con terceros	85
1.7.3.	Tipología de operaciones	87
1.7.3.1.	Operaciones simples	87
1.7.3.2.	Operaciones dobles: repos y simultáneas	89
1.7.3.3.	Diferencias entre repos y simultáneas	93
1.7.4.	Evolución del mercado secundario: 1991-2007	95
1.7.4.1.	Aspectos generales	95
1.7.4.2.	Negociación por instrumentos	101
1.7.4.3.	Negociación por tipo de operación	112
1.7.4.3.1.	Letras del Tesoro	114
1.7.4.3.2.	Bonos y Obligaciones del Estado	118
1.7.	Conclusiones	121
1.8.	Bibliografía	126
1.9.1.	Referencias	126
1.9.2.	Legislación	130
2.	Relaciones de equilibrio a largo plazo en el mercado de operaciones dobles con Deuda del Estado	135
2.1.	Introducción	137
2.2.	Teorías explicativas de la ETTI: la Hipótesis de las Expectativas	141
2.2.1.	Introducción	141
2.2.2.	La Hipótesis de las Expectativas Racionales: implicaciones	143
2.3.	Trabajos empíricos sobre la Hipótesis de las Expectativas	149
2.4.	Descripción de los datos utilizados	158
2.5.	Análisis univariante de los tipos de interés en las operaciones dobles	160
2.5.1.	Metodología	160
2.5.2.	Resultados para el período 1991-2007	163
2.5.2.1.	Mercado de operaciones simultáneas	163
2.5.2.2.	Mercado de operaciones repo	170
2.5.3.	Resultados para los períodos 1991-1998 y 1999-2007 ...	177
2.5.3.1.	Mercado de operaciones simultáneas	177
2.5.3.1.1.	Primer período: 1991-1998	178
2.5.3.1.2.	Segundo período: 1999-2007	185

2.5.3.2.	Mercado de operaciones repo	192
2.5.3.2.1.	Primer período: 1991-1998	192
2.5.3.2.2.	Segundo período: 1999-2007	198
2.6.	Análisis de cointegración	205
2.6.1.	Metodología	205
2.6.2.	Resultados en el mercado de operaciones dobles con Bonos y Obligaciones del Estado	208
2.6.2.1.	Mercado de operaciones simultáneas	208
2.6.2.2.	Mercado de operaciones repo	213
2.7.	Relaciones de equilibrio a largo plazo en las operaciones dobles con Bonos y Obligaciones del Estado y la adopción de la política monetaria única y del euro	217
2.7.1.	Introducción	217
2.7.2.	Mercado de operaciones simultáneas	218
2.7.2.1.	Primer subperíodo: 1991-1998	218
2.7.2.2.	Segundo subperíodo: 1999-2007	221
2.7.3.	Mercado de operaciones repo	225
2.7.3.1.	Primer subperíodo: 1991-1998	225
2.7.3.2.	Segundo subperíodo: 1999-2007	228
2.8.	Conclusiones	232
2.9.	Bibliografía	236
3.	Análisis del diferencial entre operaciones dobles en el mercado de Deuda del Estado	249
3.1.	Introducción	251
3.2.	Estudios sobre primas en los mercados de renta fija	252
3.3.	Datos empleados y análisis descriptivo del diferencial simultánea-repo	258
3.3.1.	Introducción	258
3.3.2.	Período 1991-2007	259
3.3.3.	Período 1991-1998	265
3.3.4.	Período 1999-2007	269
3.4.	Análisis empírico del diferencial simultánea-repo	273
3.4.1.	Período 1991-2007	273
3.4.2.	Período 1991-1998	277

3.4.3. Período 1999-2007	279
3.5. Conclusiones	282
3.6. Bibliografía	285
Conclusiones	289

INTRODUCCIÓN

La génesis de esta tesis doctoral se remonta a la publicación de varios trabajos de investigación con mi director de tesis. Desde los inicios de mi trayectoria profesional en la universidad, me interesaron especialmente los temas relativos a los mercados de renta fija, y concretamente el mercado de deuda pública; líneas de investigación que, por otro lado, ha trabajado ampliamente mi director. Nuestra colaboración se inicia con un primer artículo sobre el diferencial de rendimiento entre las Letras del Tesoro y los Pagarés de Empresa derivado de las reformas operativas y fiscales que afectaron al mercado de pagarés, publicado en Cuadernos Aragoneses de Economía¹ conjuntamente con el profesor Antonio Rodríguez. Tras esta primera colaboración, ya centramos nuestra atención sobre el mercado español de Deuda del Estado y elaboramos un primer artículo sobre este mercado, publicado en el Boletín Económico del ICE² con la profesora Susana Sardá, donde analizamos el mercado de operaciones dobles -simultáneas y con pacto de recompra- sobre Deuda del Estado. A raíz de este trabajo, no sólo constatamos la importancia de las operaciones dobles en el mercado español de Deuda del Estado, sino que también despertó nuestra curiosidad sobre las consecuencias que podían derivarse del peculiar desglose de estas operaciones en repos y simultáneas, desglose característico de nuestros mercados, ya que sólo se

¹ De Andrés, J.; Molina, M.C.; Rodríguez, A. (2002): “Efectos de las reformas operativas y fiscales relativas a los pagarés de empresa sobre el diferencial de rendimiento de letras-pagarés”, *Cuadernos Aragoneses de Economía*, vol. 12, núm. 1, pp. 179-194.

² De Andrés, J.; Molina, M.C.; Sardá, S. (2003): “Análisis del mercado de operaciones repos y simultáneas sobre deuda pública española”, *Boletín Económico de ICE, Información Comercial Española*, núm. 2767, pp. 25-35.

da en éstos. En concreto, nos planteamos si estas características específicas que presentan estas operaciones se plasmaban en la rentabilidad que ofrecían al inversor y empezamos a considerar la posibilidad de la realización de nuestra tesis doctoral en este ámbito.

En un trabajo posterior aceptado para su publicación en la *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*³, contrastamos la teoría de las expectativas en el mercado interbancario europeo. Si bien, son numerosos los trabajos que han contrastado esta teoría, en diferentes mercados, para diferentes instrumentos y utilizando técnicas muy diversas, detectamos – y nos sorprendió– que en el ámbito de las operaciones dobles del mercado español de Deuda del Estado, no existían prácticamente trabajos. Consideramos centrar nuestra investigación en este segmento del mercado por varias razones: en primer lugar, el volumen de negocio asociado a estas operaciones supera con creces al negociado en cualquier otro segmento del mercado de renta fija español. Además, se trata de un mercado desarrollado, ágil, transparente y los activos que en éste se negocian, son los más adecuados para el análisis de la estructura temporal de los tipos de interés por carecer de riesgo de insolvencia.

Posteriormente, tras la revisión de los trabajos dedicados a esta teoría en otros mercados y países, escogemos el análisis de cointegración como metodología para contrastar la teoría de las expectativas, por los siguientes motivos: es una herramienta relativamente reciente en la literatura, y por tanto pensamos que podría aportar nuevas evidencias sobre el cumplimiento de la teoría; y consideramos también la idoneidad de la metodología para afrontar el cumplimiento de la teoría de las expectativas, ya que nos permite analizar la relación a largo plazo existente entre series no estacionarias. Teniendo en cuenta que la mayoría de series económicas no son estacionarias, para utilizar la metodología econométrica tradicional sería necesaria la transformación de la serie original para conseguirla, y este proceso, podría llevar a omitir la relación a largo plazo existente entre las series en niveles. Por ello, pensamos que sería

³ De Andrés, J.; Molina, M.C.; Sardà, S. (2011): “Análisis de cointegración de la estructura temporal de los tipos de interés del mercado interbancario europeo”, *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa* (aceptado y pendiente de publicación).

interesante contrastar el cumplimiento de una teoría clásica en la literatura financiera, la teoría de las expectativas, con una metodología relativamente innovadora como es el análisis de cointegración.

En cuanto al período contemplado en nuestra tesis, consideramos que éste debía ser lo suficientemente amplio como para poder sacar conclusiones válidas, por lo que éste abarca desde 1991 hasta 2007. Nos remontamos a 1991, año en que definitivamente, el Tesoro español da un giro a su preponderante financiación a corto plazo e incrementa las emisiones a medio y largo plazo, a través de Bonos y Obligaciones del Estado, con el objetivo de alargar el vencimiento medio de la deuda pública. Pero este período, incluye un claro punto de inflexión: 1999, año en que con la implantación de la política monetaria única, se redenomina en euros toda la deuda pública española. Las múltiples implicaciones de este momento histórico para el mercado que nos ocupa nos llevó a plantearnos realizar todos nuestros análisis por partida doble: en primer lugar, sobre el período de estudio considerado globalmente, y en segundo lugar, considerando dos subperíodos, 1991-1998 y 1999-2007.

Con todos estos objetivos abordamos el trabajo que a continuación presentamos estructurándolo en tres capítulos: *El mercado de Deuda del Estado*; *Relaciones de equilibrio a largo plazo en el mercado de operaciones dobles con deuda del estado*; y por último, *Análisis del diferencial entre operaciones dobles en el mercado de Deuda del Estado*.

Dado que centramos nuestro análisis en el ámbito de las operaciones dobles realizadas con Deuda del Estado, entendemos necesario abordar previamente una descripción del funcionamiento y organización del mercado de Deuda del Estado, marco en el que se lleva a cabo la operativa que pretendemos analizar. Tras ello, abordamos el contraste del cumplimiento de la teoría de las expectativas, con el objetivo de hallar las relaciones existentes a largo plazo entre los tipos de interés cruzados en este tipo de operaciones. Y finalmente, valoramos si las características diferenciales que presentan los dos tipos de operaciones dobles que se pueden realizar en el mercado de Deuda del Estado español se traducen en la existencia de primas positivas o negativas de rentabilidad exigidas por el inversor. Así, los tres capítulos que pasamos a comentar a continuación, a pesar de estar

estrechamente vinculados, se pueden considerar totalmente independientes; y es por ello que las conclusiones de cada uno de ellos se presentan al final del capítulo. Y por último, en las conclusiones que se incluyen al final del trabajo reflexionamos sobre las vías de investigación que nos abre esta tesis doctoral.

En el primer capítulo, sobre *El mercado de Deuda del Estado*, enmarcamos nuestro trabajo en el ámbito en el que se desarrollan las operaciones dobles realizadas con Deuda del Estado. Dedicamos los primeros epígrafes de este capítulo a definir el concepto de deuda pública, y a analizar su papel como instrumento de financiación y como mecanismo de política monetaria. Posteriormente nos centramos en la organización del mercado de deuda, describiendo el papel que desempeña cada uno de los participantes en éste, y analizando las últimas reformas que se han introducido en este mercado en aras a mejorar la eficiencia y competitividad de éste en el nuevo contexto europeo. Asimismo, consideramos imprescindible dedicar un epígrafe a la descripción de los instrumentos de Deuda del Estado existentes en el ámbito español.

Los últimos epígrafes de este capítulo los dedicamos a analizar el funcionamiento del mercado primario o de emisión, y el mercado secundario o de negociación. Es en este último en el que se hace especial incidencia, dada su vinculación directa con el resto de la tesis. Para ello, se describen en primer lugar las características diferenciales que presentan los dos tipos de operaciones dobles que se pueden realizar en el mercado español de Deuda del Estado: las simultáneas y las operaciones con pacto de recompra o repos. En segundo lugar se analiza la negociación existente en este mercado por instrumento y por tipo de operación, análisis del que se deriva, por un lado, la elección de las operaciones dobles como ámbito en el que se desarrolla esta tesis; y por otro, que nuestro objeto de estudio sean las operaciones dobles realizadas con Bonos y Obligaciones del Estado, al ser éstas las que aglutinan una mayor negociación en el mercado.

El segundo capítulo, *Relaciones de equilibrio a largo plazo en el mercado de operaciones dobles con Deuda del Estado*, lo iniciamos con un primer epígrafe introductorio en el que destacamos la importancia del estudio de la estructura temporal de los tipos de interés, por las implicaciones que tiene su comportamiento sobre aspectos tan diversos como la política monetaria y la

valoración de activos financieros de renta fija, entre otros. Asimismo, destacamos la relevancia de la elección de la metodología a utilizar para analizar dicha estructura, comentando lo que aportaría el análisis de cointegración que posteriormente se utiliza.

En el segundo epígrafe se profundiza en los supuestos de los que parte la teoría de las expectativas, para posteriormente hacer una revisión de la literatura que la ha contrastado, en los diferentes mercados y países y utilizando metodologías diversas. Los siguientes epígrafes abordan el estudio del cumplimiento de la teoría en la estructura temporal de tipos de interés del mercado de operaciones dobles con Bonos y Obligaciones del Estado. En un análisis previo se determina el orden de integración de las series temporales de tipos de interés, aplicando los tests de raíces unitarias. El objetivo es determinar si las series de tipos son integradas de orden uno, y si las series de diferenciales entre los tipos son estacionarias.

A continuación se aplica la cointegración para estudiar la posible existencia de una tendencia común en los tipos de interés cruzados en operaciones dobles con bonos y obligaciones. Se realiza para ello el test de cointegración de Johansen, compuesto al mismo tiempo de dos contrastes, el λ -max y λ -traza, para hallar el número de relaciones de cointegración existentes entre los tipos de interés. Finalmente se modeliza el Vector Autorregresivo con Mecanismo de Corrección del Error que recoge la dinámica a corto plazo entre las series de tipos de interés.

Ambos análisis, el del orden de integración y el de cointegración, se realizan primero para toda la muestra de datos, y posteriormente, considerando que existe un cambio estructural, la adopción de la moneda única en 1999. Nuestra pretensión al realizar este segundo análisis donde la muestra se divide en dos subperíodos, es detectar si la adopción de la política monetaria única y del euro, última fase de la Unión Económica y Monetaria, ha podido afectar al comportamiento de los tipos de interés cruzados en operaciones dobles con Bonos y Obligaciones del Estado.

Esta tesis se cierra con un tercer capítulo, *Análisis del diferencial entre operaciones dobles en el mercado de Deuda del Estado*, en el que abordamos el

estudio de la existencia de diferenciales entre los tipos de interés generados por operaciones simultáneas y los resultantes de operaciones con pacto de recompra. Tras una introducción en la que se describen las características que podrían motivar la existencia de dichos diferenciales, revisamos los trabajos que se enmarcarían en la misma línea de investigación. Finalmente, nos centramos en realizar un análisis descriptivo de las series de diferenciales entre los tipos de interés cruzados en operaciones simultáneas y los cruzados en operaciones repo.

Posteriormente, contrastamos la significatividad de los diferenciales aplicando tanto contrastes paramétricos como no paramétricos, con el objetivo de determinar si los tipos de interés cruzados en las operaciones simultáneas incluyen una prima, positiva o negativa, respecto a los tipos cruzados en las operaciones con pacto de recompra. Finalmente, se estudian las correlaciones existentes entre las series de spreads de cada uno de los vencimientos analizados. De nuevo, el análisis realizado en este tercer epígrafe se lleva a cabo para toda la muestra, y para los subperíodos que determinan la adopción de la moneda única que entró en vigor el 1 de enero de 1999, para comprobar si esta fecha clave, ha podido afectar a la existencia de diferenciales significativos entre las operaciones dobles.

Por último abordamos el preceptivo capítulo de conclusiones en el que reflexionamos sobre las vías de investigación que nos abre esta tesis doctoral que, como todo trabajo de investigación, es una obra inacabada.

CAPÍTULO 1.
EL MERCADO DE DEUDA DEL ESTADO

1.1. LA DEUDA PÚBLICA: CONCEPTO Y CLASES

El concepto de "Deuda Pública" incluye todos aquellos ingresos obtenidos por los organismos públicos a cambio de una cierta retribución, existiendo además, en la mayoría de los casos, la obligación de devolver el conjunto de las cantidades recibidas una vez transcurrido un determinado período de tiempo¹.

Tal y como pone de manifiesto Pérez (2004), la deuda pública es en la actualidad la segunda forma de ingreso a disposición del Estado más importante. En efecto, son muy numerosas las ocasiones en las que éste decide acudir al crédito como instrumento de financiación de los déficits presupuestarios, esto es, de la diferencia entre los gastos de un determinado ejercicio y los ingresos del mismo².

El déficit público es un fenómeno relativamente reciente en nuestro país: su aparición se produce en 1977, y desde ese momento hasta el año 1982 su financiación recayó, básicamente, sobre el Banco de España quién permitía al Estado recurrir al crédito a su financiación de manera ilimitada y sin costes. Se trataba, pues, de una financiación monetaria que, lógicamente, iba a acabar afectando negativamente al desarrollo de las funciones del banco central. Las dificultades a las que se vió sometida la instrumentación de la política monetaria a partir de 1982 forzaron un cambio en la política de financiación orientándola hacia los mecanismos de mercado y por tanto impulsando el desarrollo de una política de deuda pública³.

Bajo la denominación de "Deuda Pública" se suelen incluir diversas modalidades. Siguiendo a Martín (2004) cabe distinguir las siguientes categorías de deuda pública:

1. Por razón del *sujeto emisor*, puede diferenciarse entre Deuda del Estado y Deuda de Organismos Autónomos. La primera hace referencia a los

¹ Calvo (2005). Acerca del concepto de deuda pública véanse, con carácter general, AA.VV. (1978), AA.VV.(1982), López (1982) y Tejerizo (1985).

² Véase Cruz y Roldán (1983) y Hernández (2005).

³ Hernández (2005).

instrumentos emitidos directamente por el Estado para la obtención de financiación (a ésta se refieren los artículos 94 y ss. de la Ley General Presupuestaria 47/2003 de 26 de noviembre). La Deuda de los Organismos Autónomos resulta contemplada en los artículos 111 y 112 de la citada ley; en ésta se incluyen los pasivos emitidos por el resto de organismos públicos (por ejemplo las comunidades autónomas)⁴. Cabe mencionar que, en líneas generales, su régimen jurídico es idéntico.

2. Atendiendo al *lugar desde el cual se realiza la emisión*, podemos distinguir entre deuda interior y exterior. En el primer caso la emisión se produce en España, y en el segundo, en otros estados⁵. De acuerdo al art. 99.1 de la Ley General Presupuestaria 47/2003 ambos tipos de deuda podrán ser denominados en moneda nacional o en divisas⁶. Tradicionalmente esta distinción atendía, como punto de referencia a la moneda en que estuviera denominada la emisión, considerándose interior si era en pesetas y exterior si lo era en una moneda extranjera⁷.

3. En función del *número de prestamistas existentes* podemos diferenciar entre deuda singular y general. Si la deuda es contraída con uno o varios sujetos determinados (por ejemplo con una o varias entidades de crédito) se considera singular. Si la deuda se emite para ser suscrita por un número indeterminado de personas es general, el destinatario último es el mercado de capitales⁸. Esta segunda modalidad de deuda pública recibe en ocasiones la denominación de empréstito público con la finalidad de poder distinguirla de la deuda singular.

Hasta 1994 el tipo más característico de deuda fueron los préstamos concedidos al Tesoro Público por el Banco de España, normalmente a través del instrumento de los descubiertos en cuenta. A raíz del Tratado

⁴ La definición se extrae del art. 101 del Real Decreto Legislativo 1091/1988 de 23 de septiembre.

⁵ Véase Esteso y Melguizo (1982).

⁶ Dispone concretamente el art. 99.1 de la Ley General Presupuestaria que «En los términos que disponga la delegación o autorización, la Dirección General del Tesoro y Política Financiera podrá proceder a la emisión de valores denominados en moneda nacional o en divisas, en el interior o en el exterior, estableciendo su forma de representación, naturaleza y nombre, plazo, tipo de interés y las demás características de ésta».

⁷ Véase Gonzalo (1975).

⁸ Calvo (2005).

Constitutivo de la Unión Europea de 7 de febrero de 1992⁹ se modificó el art. 101.3 de la Ley General Presupuestaria de 1988, en la Ley 21/1993 de 29 de diciembre, de Presupuestos para el 1994, prohibiéndose la concesión de estos créditos. Este principio también se recogió en la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España.

4. Atendiendo al *tiempo por el que se emite* la deuda pública podemos distinguir entre deuda a corto, a medio y a largo plazo, siendo la primera hasta dieciocho meses, la segunda hasta cinco años y la tercera a un plazo superior.
5. Finalmente, atendiendo a las *características de la emisión*, las clasificaciones susceptibles de exponer son muy diversas, siendo las denominaciones empleadas en cada caso lo suficientemente expresivas de sus peculiaridades. Entre otros criterios clasificatorios cabe referirse a la deuda representada en anotaciones en cuenta, títulos-valores o cualquier otro documento que formalmente la reconozca (por ejemplo pagarés o letras), a la deuda negociable o no negociable, a la deuda amortizable y a la deuda perpetua. Cabe también referirse, por ejemplo, a la deuda nominativa, al portador, mixta, etc.¹⁰.

Para el posterior desarrollo de los capítulos es necesario delimitar el concepto de deuda. El Tratado de Maastricht¹¹ define a la deuda pública como el conjunto de pasivos financieros contraídos por la Administración Pública, que incluiría no sólo los de la administración central sino también todos los de las administraciones autonómicas y locales.

⁹ Concretamente el Tratado de Maastricht en el art. 104 dispone: “*Queda prohibida la autorización de descubiertos o la concesión de cualquier otro tipo de créditos por el Banco Central Europeo y por los bancos centrales de los Estados miembros, en favor de instituciones u organismos comunitarios, Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales, u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de los Estados miembros, así como la adquisición directa a los mismos de instrumentos de deuda por el BCE o los bancos centrales nacionales*”.

¹⁰ Acerca de las distintas modalidades de deuda pública existentes en función de las características de la emisión véase García (1990).

¹¹ Art. 2 del Protocolo sobre los Estatutos del Instituto Monetario Europeo. Tratado de Maastricht (1992).

El concepto de deuda pública que utilizaremos en el resto del estudio requiere de dos puntualizaciones¹²:

- En primer lugar, no incluiremos toda la deuda no negociable, la no emitida como anotaciones en cuenta y el crédito. Tampoco consideraremos el endeudamiento de las administraciones locales. Así, será un concepto más restringido que el considerado en el Tratado de Maastricht.
- En segundo lugar, el Mercado de Deuda Pública Anotada puede incluir también títulos que no pueden considerarse como deuda pública en sentido estricto, como por ejemplo, los emitidos en anotaciones por entidades y sociedades públicas y por organismos internacionales de los que España es miembro, siempre previa autorización del Ministerio de Economía y Hacienda.

De forma más concreta el análisis descriptivo del mercado y el posterior estudio se centrará en la deuda emitida por la administración central que hemos definido como Deuda del Estado.

1.2. LA DEUDA PÚBLICA COMO INSTRUMENTO DE FINANCIACIÓN

La política de deuda pública de un gobierno va dirigida fundamentalmente a cubrir las necesidades de financiación generadas por la Administración, que surgen a raíz de la aparición del déficit público.

El concepto de déficit público o déficit presupuestario hace referencia a la situación en que la suma de los gastos realizados por el conjunto de administraciones públicas de un país (Estado, comunidades autónomas, corporaciones locales) supera a sus ingresos.

¹² Véase Ezquiaga (1995).

Como ya hemos comentado en la introducción, el déficit público es un fenómeno relativamente reciente; aparece en 1977 y desde entonces hasta 1982 se financió mediante el recurso al crédito gratuito del Banco de España. Se trataba, pues, de una financiación monetaria que, lógicamente, iba a acabar afectando negativamente al desarrollo de las funciones del banco central. En efecto, a partir del año 1982, las dificultades a que se vio sometida la instrumentación de la política monetaria como resultado de la creciente monetización del déficit público —en dicho año algo más del 82% del déficit del Estado se financió mediante recurso al crédito gratuito del Banco de España—, impulsaron un proceso de desarrollo de una política de deuda activa, orientada al mercado y cada vez más respetuosa con la independencia del banco central. Para ello era necesario contar con un mercado de deuda pública mínimamente desarrollado, y fue durante la última parte de la década de los ochenta y principios de los noventa que se fue avanzando en las siguientes aspectos¹³:

- Creación de una gama adecuada de instrumentos de deuda pública.
- Creación de una base de demandantes para los valores.
- Establecimiento de procedimientos de emisión de la deuda que aseguraran un adecuado grado de competencia y eficiencia.
- Desarrollo de un mercado secundario líquido, seguro y eficiente.

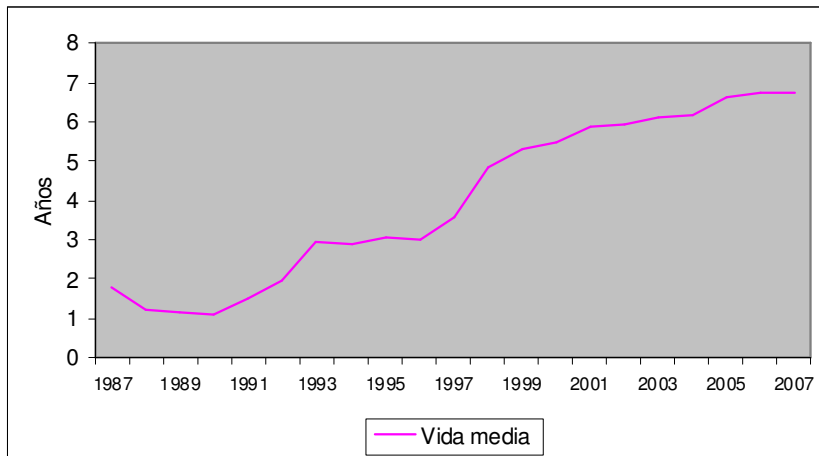
El avance definitivo para el cambio de orientación en la financiación del déficit se impulsó con la reforma del artículo 101.3 de la Ley General Presupuestaria de 1988 que prohibió la constitución de descubiertos o la concesión de cualquier otro tipo de crédito por el Banco de España al Estado, comunidades autónomas, corporaciones locales o cualquiera de los organismos o entidades a las que se refiere el artículo 104 del Tratado de la Unión Europea de 7 de febrero de 1992¹⁴.

¹³ Véase Hernández (2005).

¹⁴ Art. 51 de la Ley 21/1993 de 29 de diciembre de Presupuestos Generales del Estado.

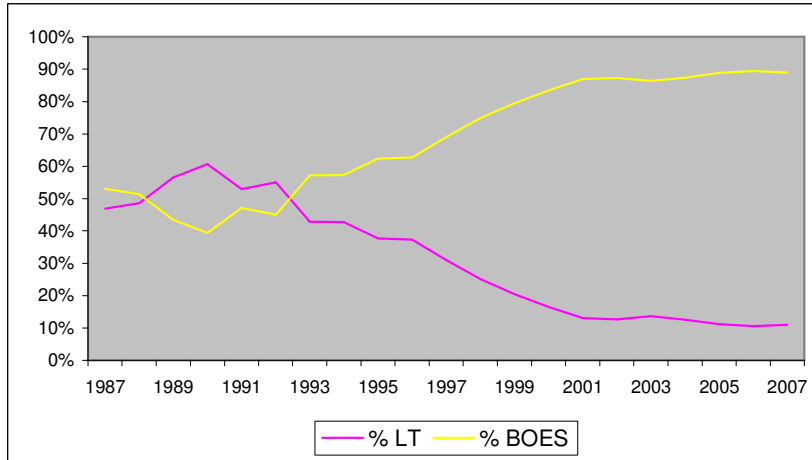
Otro cambio que cabe destacar en la política de financiación del Estado es el mayor peso que ha ido ganando la deuda a medio y largo plazo, teniendo como consecuencia el alargamiento de la vida media de la deuda. Ha aumentado desde los 2 años de vida media que tenía a finales de los ochenta hasta los 6 años que tiene en 2007 (gráfico 1.1); hecho que redujo notablemente el riesgo de refinanciación del Tesoro. Este cambio en el perfil de los vencimientos ha sido consecuencia del mayor peso que han ido ganando los instrumentos de financiación a medio y largo plazo (Bonos y Obligaciones del Estado) en detrimento de los títulos de deuda a corto plazo (las Letras del Tesoro). En el gráfico 1.2 podemos distinguir dos tendencias diferenciadas en la composición de los pasivos del Estado: desde la aparición de las Letras del Tesoro como título de deuda a corto plazo en 1987 y hasta 1990 el Estado recurre de forma creciente a la financiación a corto plazo; a partir de este año se invierte la tendencia, pasando a ganar peso dentro de la cartera de títulos de Deuda del Estado los instrumentos a medio y largo plazo (Bonos y Obligaciones del Estado) hasta 2007 en que representan cerca del 90% del total de la deuda en circulación.

Gráfico 1.1. Evolución de la vida media de la Deuda del Estado



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera

Gráfico 1.2. Evolución del saldo nominal de Letras del Tesoro y Bonos y Obligaciones del Estado

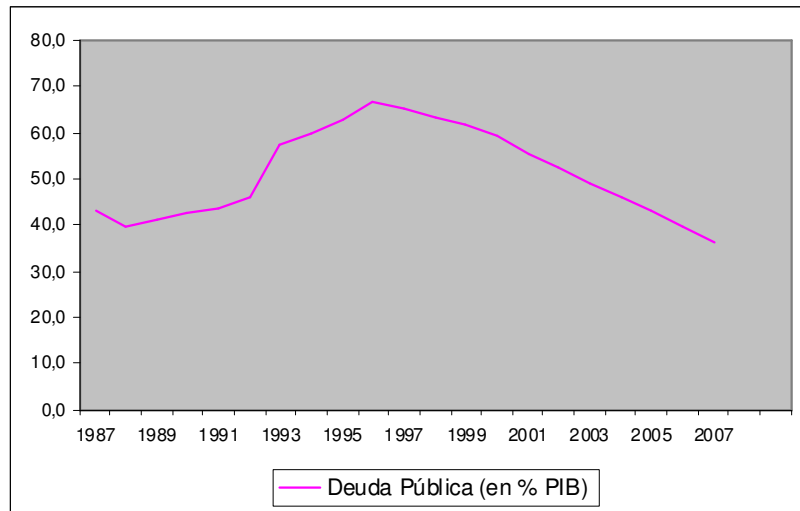


Nota: En porcentaje sobre el saldo total en circulación de Deuda del Estado

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera

Cabe mencionar que este proceso de cambio en la política de Deuda del Estado también ha venido acompañado de una reducción progresiva del déficit público hasta su eliminación, lo que ha provocado la disminución del saldo vivo de deuda pública hasta 2007, tal como muestra el gráfico 1.3.

Gráfico 1.3. Evolución del saldo vivo de deuda pública (en % sobre el PIB)



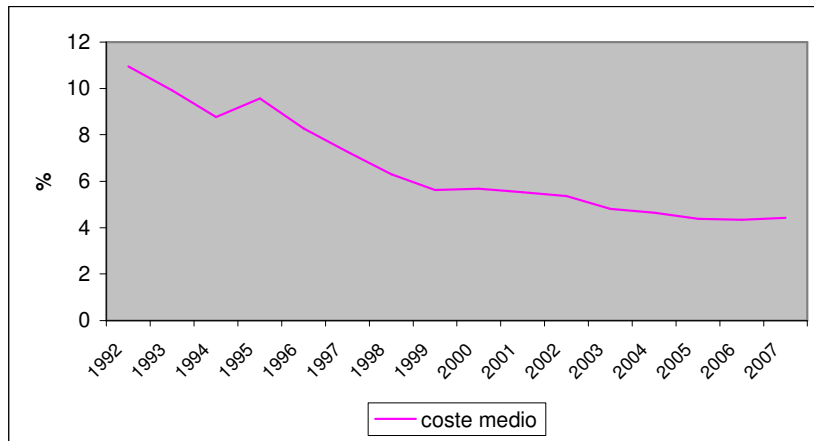
Nota: Deuda Pública en porcentaje sobre el PIB

Fuente: Trigo y Pizarro (2008) y elaboración propia

Con la creación de la Unión Económica y Monetaria y la adopción de la moneda única se redujeron de forma drástica los tipos de interés (gráfico 1.4) y también los diferenciales de tipos entre las deudas públicas de los diferentes emisores soberanos. Con esto se perdía el principal atractivo que hasta entonces tenía la deuda española para los inversores no residentes. Así, este cambio dejó patente que para atraer a la base inversora, lejos de competir vía precios, iban a ser otros aspectos los que valorasen los inversores, tales como la liquidez, la transparencia, la eficiencia en la negociación, compensación y liquidación de los valores, etc.

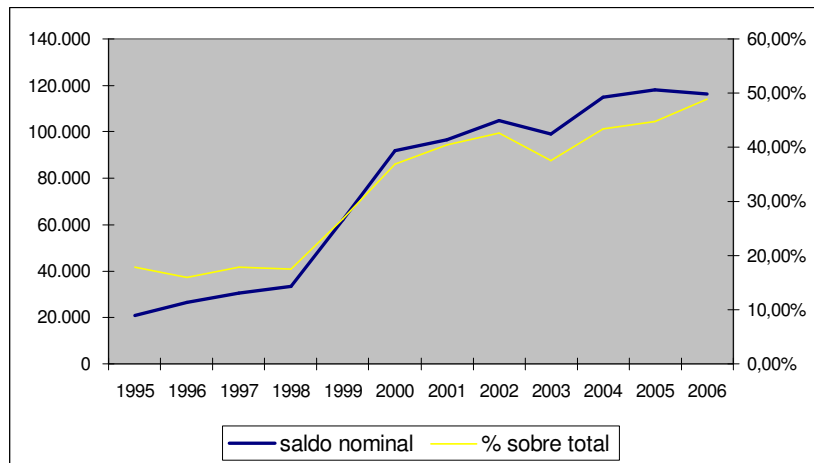
En este sentido desde principios de los noventa se han ido introduciendo cambios tanto en el mercado primario como en el secundario - que se irán comentando a lo largo del capítulo - en aras a mejorar la eficiencia y la competitividad del mercado en el nuevo contexto europeo. Prueba de que el mercado de deuda se ha convertido en un mercado objetivo de la inversión no residente es el incremento tanto en términos absolutos como relativos del saldo de deuda en poder de inversores extranjeros (gráfico 1.5). Así, a pesar de la reducción de los tipos de interés y de la práctica eliminación de los diferenciales, la presencia de éstos sigue siendo notable.

Gráfico 1.4. Evolución del coste medio de la Deuda del Estado



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera

Gráfico 1.5. Evolución del saldo de Deuda del Estado en poder de no residentes



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera

1.3. LA DEUDA PÚBLICA COMO MECANISMO DE POLÍTICA MONETARIA

Entre los objetivos de la política de deuda pública de un estado el más importante es cubrir al menor coste posible las necesidades de financiación generadas por la administración. No obstante es frecuente que existan otros objetivos como por

ejemplo el desarrollo de instrumentos que incentiven el ahorro o mejorar el funcionamiento de los mercados financieros y con ello la competitividad en el nuevo contexto europeo.

En este sentido, cabe destacar el papel de la deuda pública como instrumento para ejecutar operativamente la política monetaria; concretamente es a través de la compraventa de estos títulos que el Banco de España drena o inyecta liquidez en el sistema financiero. Esta intervención en los mercados monetarios se hace con el objetivo de influir en el tipo de interés a un día, tipo de referencia básico para el conjunto del sistema financiero.

Hasta 1987 el Banco de España utilizaba sistemas de intervención más orientados hacia el control de caja que suponían una elevada volatilidad en los tipos de interés. No obstante a partir de entonces su actuación se desarrolló a través del mercado. En este sentido los instrumentos en los que utilizaba la deuda pública eran los siguientes¹⁵:

1. Subasta decenal de adquisición repo de valores anotados en la Central de Anotaciones, es decir, entre otros, los títulos de Deuda del Estado, los de comunidades autónomas y los de organismos públicos. Se constituyó como un mecanismo para inyectar liquidez con un vencimiento de 10 días con el objetivo de proveer a las entidades de los recursos necesarios para cumplir con el coeficiente de caja obligatorio.
2. Intervenciones diarias de adquisición (inyección) o cesión temporal (drenaje) a un día, y de forma excepcional a plazos superiores, de la misma gama de instrumentos mencionados en la subasta decenal.

El Banco de España también tenía el poder de decidir otras intervenciones adicionales en los mercados de deuda a través de compras o ventas. Este tipo de operaciones fueron escasas y normalmente, orientadas a mejorar el funcionamiento del mercado.

¹⁵ Vidal (1998).

Desde el 1 de enero de 1999, es el Banco Central Europeo (BCE) el que define la política monetaria única de la zona del euro con el objetivo prioritario de mantener la estabilidad de precios y con ello contribuir en última instancia al crecimiento económico, la creación de empleo y a la cohesión social¹⁶.

En este nuevo contexto el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y, por tanto, el Banco de España, que se convierte en el nexo de unión entre las entidades de depósito residentes y el Banco Central Europeo, es el encargado de ejecutar operativamente la política monetaria a través de las operaciones de mercado abierto, de las facilidades de carácter permanente y del coeficiente de caja.

El mercado de deuda pública sigue siendo un mecanismo clave en la ejecución de la política monetaria convirtiéndose en la plataforma para determinadas operaciones de mercado abierto, al aparecer los títulos de deuda pública en la "lista 1" de activos elegibles como subyacentes en las operaciones del SEBC. Concretamente se utilizan en las siguientes operaciones de mercado abierto¹⁷:

1. Operaciones temporales: los bancos centrales (y por tanto el Banco de España) pueden realizar compraventas con pacto de recompra o préstamos colateralizados a través de alguna de las siguientes modalidades:
 - a. Operaciones principales: son subastas semanales que realiza cada banco central nacional de compras temporales de activos para inyectar liquidez.
 - b. Operaciones de financiación a más largo plazo: son subastas mensuales para inyectar liquidez en un horizonte más amplio.

¹⁶ Según el Tratado Constitutivo de la Unión Europea (1992).

¹⁷ Además de en las operaciones de mercado abierto los títulos de deuda pública también se utilizan como colaterales en las facilidades permanentes de crédito.

- c. Operaciones de ajuste consistentes en repos¹⁸ para inyectar o drenar liquidez que se acuerdan entre el banco central nacional y un grupo de entidades determinadas sin periodicidad fija y sin plazo estandarizado.
2. Compraventas simples al contado de valores elegibles en el mercado de bonos de la zona euro correspondiente con el objetivo de inyectar (compras) o drenar (ventas) liquidez.

Finalmente, cabe mencionar que los instrumentos de deuda pública¹⁹ se incluyen en la "lista 1" de activos elegibles como colaterales en las operaciones con el SEBC; pudiéndose utilizar como subyacentes activos localizados en cualquier otro estado miembro. Este aspecto puede haber tenido una incidencia positiva en el desarrollo del mercado de deuda pública al incrementarse el ámbito en el que las entidades crediticias pueden acudir para cubrir sus necesidades de liquidez prestada.

1.4. ORGANIZACIÓN DEL MERCADO DE DEUDA ANOTADA

El Mercado de Deuda Pública Anotada incluye la negociación de la deuda representada a través de anotaciones en cuenta emitida por el Estado, por las comunidades autónomas y por las entidades y sociedades públicas u organismos internacionales de los que España es miembro²⁰.

El Mercado de Deuda Pública Anotada se crea a raíz de la publicación del Real Decreto 505/1987, de 3 de abril de 1987²¹, aunque legislaciones posteriores han ido modificando la estructura y organización originarias de este mercado. Cabe

¹⁸ Cabe puntualizar que las operaciones con pacto de recompra (repos) a las que hacemos referencia son las que más adelante definiremos como "simultáneas", ya que la operación que recibe la denominación repo en España no existe fuera de este mercado.

¹⁹ Concretamente los emitidos por el Tesoro y por las comunidades autónomas.

²⁰ En la ley 47/2007 art. único.24 de reforma de la ley 24/1988 se elimina el requisito de la autorización previa del Ministerio de Economía y Hacienda.

²¹ Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, por el que se dispone la creación de un Sistema de Anotaciones en Cuenta para la Deuda del Estado.

remarcar que el proceso de convergencia y la Unión Económica y Monetaria han dado un último impulso al desarrollo de este mercado, al tener que competir en condiciones similares a las de cualquier estado miembro.

El proceso de institucionalización que ha experimentado el mercado de deuda, como indica Ezquiaga (1999), ha permitido:

- Una gestión eficiente de la financiación del déficit público.
- Ofrecer a las autoridades monetarias un sistema que permitiera la modificación de la instrumentación de la política monetaria, posibilitando la intervención del Banco de España a través de un mercado profundo.
- El desarrollo del mercado, situándolo a la vanguardia de los más desarrollados.
- La formación en un foro eficiente de los precios, de los que subyacen tipos de interés que sirven de referencia al conjunto de los mercados de capitales y para el sistema bancario.

En su origen la creación de este mercado venía a cubrir dos necesidades básicas para la autoridad monetaria²²:

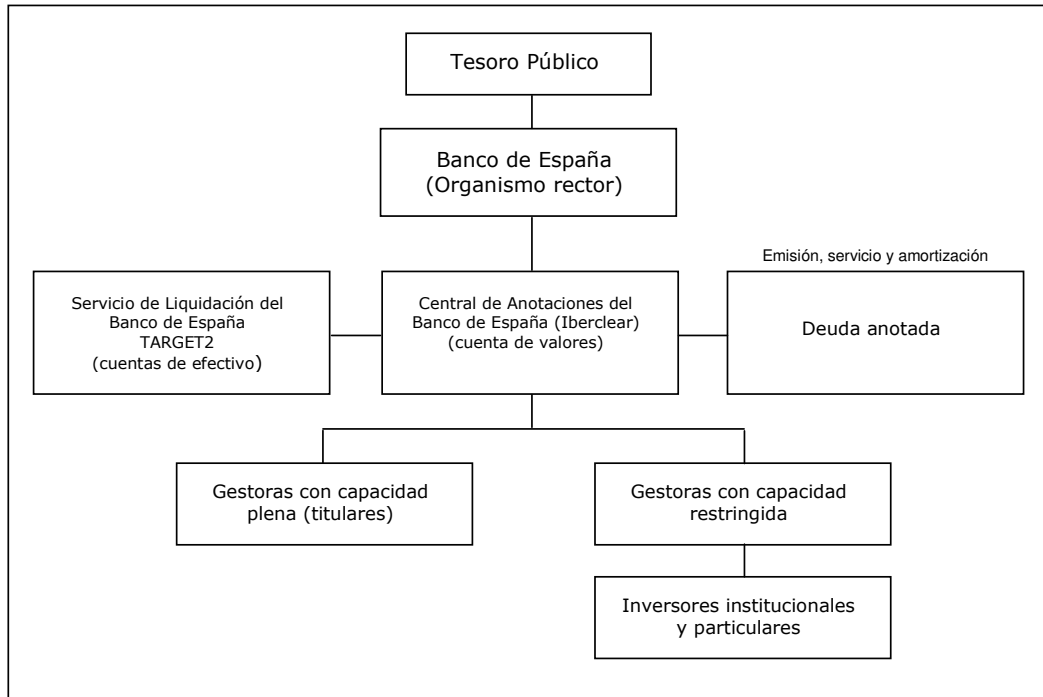
- Financiación del déficit público: ante un déficit creciente en los años ochenta, que se intenta financiar con mecanismos y precios de mercado, hay que crear un mercado de activos, tanto a corto como a largo plazo, lo más desmaterializado posible. Se abandonan los títulos físicos a favor de las anotaciones contables.
- Política monetaria: si se quiere inyectar o drenar liquidez en el sistema de pagos a través de una política de mercado abierto (*open market*), hace falta un mercado secundario de deuda pública muy líquido, capaz de permitir compraventas masivas de activos con rapidez y facilidad.

²² Martín y Trujillo (2004).

En 1987 se introdujo en el mercado de deuda pública español el Sistema de Anotaciones en Cuenta, siendo uno de los pasos más trascendentales para el proceso de modernización que ha experimentado en los últimos años este mercado. Se trata de una forma de representación de los valores en la que éstos son identificados mediante la inscripción en registros contables especiales, generalmente informáticos. La introducción del Sistema de Anotaciones en Cuenta supuso la sustitución de los títulos físicos como forma de representación de los activos por dichas anotaciones en una cuenta, ya que la Ley del Mercado de Valores 24/1988 estableció como condición necesaria para la admisión a negociación de determinados valores al mercado secundario oficial la representación por medio de anotaciones.

Desde la configuración inicial del mercado en 1987 cuando se creó a raíz del Real Decreto 505/1987 de 3 de abril, se han introducido numerosas modificaciones en la estructura organizativa con el objetivo último de mejorar la eficiencia del funcionamiento del mercado, consiguiendo ser actualmente uno de los más desarrollados y competitivos en el contexto europeo.

Figura 1.1. Organización y estructura del mercado



Fuente: Martín y Trujillo (2004) y elaboración propia

En la figura 1.1 se muestran los agentes que configuran la estructura del mercado de deuda. El papel que desempeña cada uno de ellos se describe en los siguientes epígrafes.

1.4.1. EL TESORO

La Dirección General del Tesoro y Política Financiera es un órgano adscrito a la Secretaría de Estado de Economía del Ministerio de Economía y Hacienda encargado de emitir los títulos de Deuda del Estado. Sus funciones principales en el Mercado de Deuda del Estado quedan definidas en el art. 91 de la Ley General Presupuestaria 47/2003 de 26 de noviembre. De entre ellas, destacamos las siguientes:

- a) Atender al pago de las obligaciones del Estado y recaudar sus derechos. En este sentido ejerce la gestión de tesorería del Estado, a través de la cual debe conseguir distribuir en el tiempo y en el territorio las disponibilidades dinerarias para la puntual satisfacción de las obligaciones del Estado.
- b) Emitir, contraer y gestionar la Deuda del Estado y ejecutar las operaciones financieras relativas a la misma.

Para conseguir los recursos financieros que necesita el Estado debe hacerlo de forma que contribuya a la consecución de los siguientes objetivos²³:

- Obtención de flujos de financiación estables. Para ello controla el riesgo de refinanciación con emisiones a medio y largo plazo; asegura la transparencia informativa a través de la elaboración de calendarios de emisión y del anuncio de los objetivos de colocación y suaviza el perfil de vencimientos mediante políticas de canjes y recompras.
- Reducción del coste de la financiación utilizando políticas de recompras de títulos y realizando operaciones de permuta financiera o *swaps*.
- Mantenimiento de un adecuado grado de liquidez en el mercado. Para ello se han introducido en los últimos años una serie de reformas en el mercado de deuda que perseguían como objetivo último potenciar su liquidez. Cabe mencionar en este punto el aumento del tamaño de las emisiones y la reducción del número de subastas para concentrar en un número reducido las referencias de deuda en circulación.
- Diversificación de la oferta de instrumentos financieros adaptándolos a las preferencias de los inversores.

²³ Analistas Financieros Internacionales (2005).

1.4.2. EL BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España es una entidad de derecho público, con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada que actúa con autonomía respecto de la Administración del Estado²⁴. Tiene la consideración de organismo rector del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones²⁵.

Sus funciones en el mercado de deuda pública son las siguientes:

1. Es el agente financiero de la deuda pública, contribuyendo con sus medios técnicos a facilitar los procedimientos de emisión, amortización y, en general, gestión de ésta²⁶.
2. Presta al Tesoro el servicio de tesorería de la deuda pública, llevando y manteniendo las cuentas que sean necesarias, realizando por su cuenta ingresos y pagos y, en general, desarrollando cualquier otra actividad bancaria, tanto en el interior como en el exterior²⁷.
3. Gestiona la Central de Anotaciones²⁸.
4. Supervisa el funcionamiento y la transparencia del mercado de deuda pública. Concretamente, ejerce facultades de supervisión e inspección sobre los miembros del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, los titulares de cuenta a nombre propio y sobre las entidades gestoras²⁹.

²⁴ Según art. 1 de la Ley 13/1994 de autonomía del Banco de España modificado por el art. 1 de la Ley 12/1998.

²⁵ Según el art. 55 de la Ley 24/1988 modificado por la Ley 44/2002, art. 1 ap. 4.6.

²⁶ Art. 14.1 de la ley 13/1994 de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España, modificado por el art. 2.1. de la ley 12/1998.

²⁷ Art. 13 de la ley 13/1994 de 1 de junio de Autonomía del Banco de España.

²⁸ Como establece el art. 5.1 del Real Decreto 505/1987 de 3 de abril, es el Banco de España que gestiona por cuenta del Tesoro la Central de Anotaciones.

²⁹ Art. 88 de la ley 24/1988 modificado por la ley 44/2002, art. 1 ap. 4.11

5. Establece las normas que rigen las transacciones realizadas entre sus miembros³⁰ y, junto al Tesoro, determina las regulaciones específicas que afectan a dichas entidades y se encarga de evaluar su actividad.
6. Realiza las funciones de entidad gestora para las personas físicas o jurídicas residentes que deseen mantener sus tenencias de deuda en una cuenta de valores en el propio Banco de España (denominada "Cuenta Directa")³¹.

1.4.3. LA CENTRAL DE ANOTACIONES E IBERCLEAR

La Central de Anotaciones es un servicio público del Estado que gestiona, por cuenta del Tesoro, el Banco de España. Así, los titulares de los valores emitidos por el Estado incluidos en el Sistema de Anotaciones en Cuenta tienen derechos frente a éste registrados en la Central de Anotaciones. Los valores incluidos son, principalmente, los del Tesoro, aunque algunas comunidades autónomas y algunos organismos públicos también tienen inscritas emisiones en ella.

La Central de Anotaciones tiene asignadas como funciones³²:

- El registro contable de los valores negociados en el mercado de deuda pública como registro central³³.
- La emisión y amortización de los valores incluidos en el Sistema de Anotaciones en Cuenta.
- Los pagos de los intereses devengados por sus titulares y las transferencias de saldos que se originen por su transmisión en el mercado secundario.

³⁰ Art. 3.1. de la ley 13/1994 de 1 de junio de Autonomía del Banco de España modificado por el art. 1.3. de la ley 12/1998. Se les denomina "Circulares del Banco de España".

³¹ Art. 14.3.a y b de la ley 13/1994 de 1 de junio de Autonomía del Banco de España.

³² Según el art. 5 del Real Decreto 505/1987.

³³ Art. 1.3 de la Ley 37/1998 de 16 de noviembre de reforma de la Ley 24/1988 que regula el Mercado de Valores.

- Organizar un mercado secundario entre los titulares directos de cuentas en la propia Central y con este fin establecer los procedimientos de cotización y negociación, así como los de compensación y liquidación derivados de éstos, velando en todo momento por la transparencia de los mismos y su correcta aplicación.

Desde la reforma de la Ley del Mercado de Valores es el Banco de España el organismo rector del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, quedándose la Central por tanto la gestión de la compensación y liquidación de las operaciones que en él se realicen³⁴.

El incremento de la competencia derivado de la entrada en la Unión Europea propició que la Ley 44/2002 de 22 de noviembre de Medidas de Reforma del Sistema Financiero incorporara la integración de todos los sistemas de compensación y liquidación existentes en España en un único sistema.

Hasta entonces, en el mercado español estos procesos eran realizados por la Central de Anotaciones para la negociación de deuda pública, y por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores para los valores admitidos a negociación en Bolsa y en AIAF Mercado de Renta Fija, S. A. (mercado secundario oficial de renta fija privada). Adicionalmente, según prevé el artículo 54 de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores, las Comunidades Autónomas con competencias en la materia también podían crear sus propios servicios de compensación y liquidación para los valores admitidos a negociación en sus respectivas Bolsas de Valores.

Con la introducción del euro se favorecieron movimientos de fusión y coordinación de los mercados de valores comunitarios, tanto en el área de negociación como en la de compensación y liquidación. La existencia de múltiples sistemas de compensación y liquidación dificultaba el proceso de integración de los mercados de valores españoles con los correspondientes europeos.

³⁴ Ley 37/1998, de 16 noviembre, art. 14.2 y 14.3.

Por ello, para un mejor aprovechamiento de las economías de escala y para facilitar la operativa desde el exterior, en la Ley 44/2002 de 22 de noviembre de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, artículo 1, apartado segundo, se introduce un nuevo artículo 44bis en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. En éste se establece la creación de una sociedad anónima con la denominación de "Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores", cuyo nombre comercial es Iberclear. Ésta es resultado de la fusión de la Central de Anotaciones del Banco de España y del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores. Así, con la integración de los sistemas de compensación y liquidación de los diversos mercados españoles se buscaba una mayor eficiencia en estos servicios al simplificar los procesos y abaratar los costes.

En la Ley 47/2007 se da un paso más en el proceso hacia la integración de los sistemas de compensación y liquidación a nivel europeo al adaptar los preceptos de la Directiva 2004/39/CE. A partir de su entrada en vigor, los mercados regulados tienen libertad para poder elegir un sistema de compensación y liquidación de otro estado miembro de la Unión Europea. Las consecuencias serán dos:

- En primer lugar, se amplía el objeto social de la Sociedad de Sistemas para permitirle realizar la compensación y liquidación de las operaciones negociadas en mercados regulados de otros estados miembros de la Unión Europea.
- En segundo lugar, se permite a los mercados secundarios oficiales, entre ellos, el Mercado de Deuda Pública Anotada, celebrar acuerdos con entidades de otros estados miembros de la Unión Europea para encomendarles la compensación y liquidación de las operaciones negociadas en esos mercados.

Es decir, con la entrada en vigor de la Ley 47/2007, los miembros de un determinado mercado podrán elegir el sistema de liquidación de las operaciones que realicen en él.

Iberclear tiene como funciones, entre otras³⁵:

- a) Llevar el registro contable correspondiente a valores representados por medio de anotaciones en cuenta, admitidos a negociación en las Bolsas de Valores o en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, así como a los valores admitidos a negociación en otros mercados secundarios, cuando sus órganos rectores lo soliciten.
- b) Gestionar la liquidación y, en su caso, la compensación de valores y efectivo derivada de las operaciones ordinarias realizadas en las Bolsas de Valores, de las operaciones realizadas en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones y, en su caso, en otros mercados secundarios.
- c) Establecer acuerdos con organismos o entidades nacionales, o de otros países dedicados a la compensación, liquidación, contrapartida central o que gestionen o lleven registros contables de valores.
- d) Realizar la actividad de registro, custodia o depósito de títulos físicos cuando ello sea conveniente, de acuerdo con la forma de representación originaria de los valores de que se haga cargo como depositario central de valores.
- e) Ejercer, en forma y con los límites previstos por la normativa aplicable, las funciones de verificación y control respecto a la adecuada llevanza de los registros contables por parte de las entidades participantes y de los procesos de compensación y liquidación de las operaciones sobre los valores u otros activos o instrumentos cuyo registro corresponda a la Sociedad de Sistemas³⁶.

El número de titulares de cuentas en Iberclear está limitado a los intermediarios financieros que cumplan determinados requisitos como se desarrollará más

³⁵ Según el art. único.17 de la ley 47/2007 que modifica el art. 44bis de la Ley 24/1988.

³⁶ www.iberclear.com.

adelante. Concretamente distinguiremos entre: titulares de cuenta en nombre propio y entidades gestoras.

Iberclear lleva las cuentas correspondientes a la totalidad de los valores admitidos a negociación en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, bien de forma individualizada, en el caso de las cuentas de valores a nombre propio de titulares autorizados a operar directamente en Iberclear, bien de forma global, en el caso de las cuentas de terceros de las entidades gestoras.

Así, las entidades gestoras llevan las cuentas de quienes no están autorizados a operar a través de Iberclear (terceros). Para ello, mantienen en ésta una cuenta global que debe constituir en todo momento la contrapartida exacta de las cuentas de terceros.

Cuando una entidad gestora ostente la condición adicional de titular de cuenta a nombre propio en Iberclear deberá mantener estas cuentas a nombre propio totalmente separadas de las cuentas de terceros.

La última mejora introducida en el ámbito de la liquidación y compensación es la incorporación de MEFFCLEAR³⁷ como Cámara de Contrapartida Central, que actúa como contrapartida en todas las operaciones que se registran en ella con títulos de Deuda del Estado, eliminando de esta forma el riesgo de contrapartida. En este nuevo contexto MEFFCLEAR asume las obligaciones frente al comprador y vendedor, y por tanto también el riesgo de contrapartida, que cubre a través del depósito de garantías que deben hacer los participantes en la operación.

³⁷ MEFFCLEAR fue un proyecto impulsado por el Grupo Mercados Financieros, a través de MEFF Renta Fija que se puso en funcionamiento en 2003. MEFFCLEAR es el resultado de ampliar a la deuda pública el servicio tradicional de cámara de contrapartida ofrecido desde 1989 por MEFF en la negociación de futuros y opciones.

1.4.4. LA COMISIÓN ASESORA

La comisión asesora del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones es un órgano de carácter consultivo y está formada por representantes del Banco de España, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera y de las comunidades autónomas con deuda pública admitida a negociación en el mercado, así como por las entidades que participen en éste, sean o no miembros. La presidencia recae sobre un representante del Banco de España. Las funciones que le corresponden a esta comisión son dos³⁸:

1. Emitir informes relativos a los proyectos de disposiciones de carácter general sobre materias relacionadas con el mercado, salvo en los supuestos especiales que puedan establecerse reglamentariamente.
2. Propone a los organismos que en cada caso sean competentes, la aprobación de medidas o disposiciones que contribuyan a mejorar el funcionamiento del mercado.

1.4.5. LOS TITULARES DE CUENTA

Los titulares de cuenta en nombre propio son entidades e intermediarios financieros autorizados para adquirir y mantener deuda pública anotada en cuentas abiertas a nombre propio en la Iberclear.

Para ser titular de cuenta en nombre propio se debe contar con unos recursos mínimos de 1,2 millones de euros y pertenecer a alguna de las siguientes categorías³⁹:

- Bancos

³⁸ Según art. 4. ap. 14 de la ley 37/1998 que modifica al art. 55 de la ley 24/1988 del Mercado de Valores.

³⁹ Art. 2.2. de la Orden de 19 de mayo de 1987 del Ministerio de Economía y Hacienda que desarrolla el Real Decreto 505/1987.

- Cajas de ahorro
- Cooperativas de crédito
- Sociedades de valores
- Establecimientos financieros de crédito
- Fondos de regulación del mercado hipotecario
- Sociedades de garantía recíproca
- Sociedades de reafianzamiento
- Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria y Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario
- Entidades de seguros
- Fondos de garantía de depósitos en entidades de crédito
- Organismos financieros internacionales de los que España sea miembro
- Bancos centrales de países miembros del Fondo Monetario Internacional

Desde febrero de 1999⁴⁰, se admite la titularidad de cuenta de valores por entidades de crédito y empresas de servicios de inversión no residentes. También son titulares de cuenta el Banco de España, el Instituto de Crédito Oficial y el Consorcio de Compensación de Seguros. Desde principios de 2001 se han añadido

⁴⁰ Orden del 10 de febrero de 1999, por la que se regula la figura de Creador del Mercado de Deuda Pública del Reino de España.

la Administración general del Estado, actuando a través del Tesoro Público, y la Tesorería general de la Seguridad Social⁴¹.

Para acceder a la condición de titular de cuentas en el Mercado de Deuda Pública Anotada, las entidades anteriormente citadas deberán presentar en el Banco de España la solicitud firmada por una persona con poder para obligar a la entidad, lo que deberá estar debidamente acreditado. El Banco de España remitirá las solicitudes presentadas, junto con su informe, a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, quien, en su caso, comunicará la admisión a la Central de Anotaciones.

La condición de titular de cuenta puede ser revocada por el Ministro de Economía y Hacienda a propuesta del Banco de España, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y previa audiencia del interesado, en los casos siguientes⁴²:

- Por el desarrollo, durante un año, de un volumen de actividad nulo o inferior al que establezca el Ministerio de Economía y Hacienda.
- Cuando incumplan, de modo sobrevenido, los requisitos exigidos para el otorgamiento de dichas autorizaciones.
- Cuando incurran en suspensión de pagos o quiebra.

La revocación de la condición de titular de cuenta en Iberclear implicará que la entidad o intermediario financiero afectado no podrá, a partir de la adopción de tal medida, realizar otras operaciones que aquéllas de las que derive una reducción definitiva de sus saldos en Iberclear.

⁴¹ Orden del 29 de enero de 2001 por la que se desarrollan las normas de cotización a la Seguridad Social, Desempleo, Fondo de Garantía Salarial y Formación Profesional. Al dotarles con la condición de titular de cuenta se intenta facilitar la gestión de la tesorería del Estado para el primero, y que los recursos del Fondo de Reserva dotado con los excedentes de cotizaciones sociales puedan ser invertidos en Deuda del Estado.

⁴² Art. 5 del Real Decreto 1009/1991 de 21 de junio, por el que se modifica el art.10 del Real Decreto 505/1987.

Igualmente, en circunstancias excepcionales, puede acordarse la suspensión o la limitación del tipo o del volumen de las operaciones que pueden realizar los titulares de cuenta durante el tiempo necesario para el restablecimiento de la normalidad. Estas medidas deben ser comunicadas por el Banco de España al Ministerio de Economía y Hacienda para que el ministro, en el plazo de dos días, ratifique o, en su caso, levante la medida.

La suspensión de la condición de titular de cuenta en Iberclear produce el mismo efecto que la revocación, pero sólo durante el plazo que se determine en la resolución correspondiente.

Las entidades que ostenten la condición de titular de cuenta en nombre propio pueden realizar operaciones con valores de Deuda del Estado exclusivamente por cuenta propia, que deberán ser ordenadas, realizadas y liquidadas a través del Sistema de Liquidación del Banco de España.

1.4.6. LAS ENTIDADES GESTORAS

Las entidades gestoras llevan el registro de los títulos de Deuda del Estado de las personas físicas y jurídicas que no son titulares de cuenta en nombre propio en el Mercado de Deuda Pública Anotada, y por tanto no están autorizadas a operar directamente a través de Iberclear. Así, estas personas pueden adquirir, mantener y transmitir Deuda del Estado en calidad de comitente en las citadas entidades gestoras. Para llevar estas operaciones, mantienen en Iberclear una cuenta global que constituye en todo momento la contrapartida exacta de estas cuentas, que reciben el nombre de cuentas de terceros⁴³. Tienen la obligación de identificar a sus comitentes titulares de deuda, y asegurar la continua y exacta correspondencia entre los saldos de valores mantenidos por cuenta de éstos con los saldos de terceros de sus cuentas en Iberclear⁴⁴.

⁴³ Art. único.27 de la ley 47/2007 que modifica al art. 58 de la ley 24/1988 del Mercado de Valores.

⁴⁴ Art. 6.4. del Real Decreto 505/1987 de Creación de un Sistema de Anotaciones en Cuenta.

Las entidades gestoras, con la excepción de las agencias de valores, podrán ser además de acuerdo con lo dispuesto en los artículos 56 y 58 de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores, titulares de cuentas a nombre propio en Iberclear, siempre que cumplan los requisitos que establezca el Ministerio de Economía y Hacienda. Así, las agencias de valores sólo podrán adquirir o mantener por cuenta propia deuda pública anotada a través de otra entidad gestora⁴⁵.

La condición de entidad gestora es otorgada por el Ministro de Economía y Hacienda a propuesta del Banco de España y previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores a aquellas entidades que se incluyan en alguna de las siguientes categorías:

- Sociedades de valores y agencias de valores.
- Bancos, cajas de ahorro, incluidos el Instituto de Crédito Oficial y la Confederación de Cajas de Ahorro.
- Cooperativas de crédito.

Podemos distinguir dos tipos de entidades gestoras:

- Entidades gestoras con capacidad plena: Son aquellas entidades autorizadas a realizar todo tipo de operaciones con sus comitentes y que ostentan la condición adicional de titular de cuenta a nombre propio en Iberclear. Deben tener unos recursos propios mínimos de 4,5 millones de euros y un saldo mínimo de clientes de 120 millones de euros. Pueden realizar todo tipo de operaciones en el mercado.
- Entidades gestoras con capacidad restringida: Son aquellas que sólo pueden ofrecer contrapartida en nombre propio a sus clientes en las compraventas al contado. Si carecen de cuenta propia en Iberclear sus operaciones con terceros están limitadas a la actuación como meros

⁴⁵ Art. 2 del Real Decreto 1009/1991 por el que se da nueva redacción al art. 6 del Real Decreto 505/1987.

comisionistas. Se les exige un saldo mínimo de clientes de 6 millones de euros.

Para acceder a la condición de entidad gestora se debe presentar la correspondiente solicitud en el Banco de España especificando si se operará con los comitentes en régimen de capacidad plena o de capacidad restringida. El Banco de España, previo informe preceptivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, elevará su propuesta de resolución al Ministro de Economía y Hacienda. Posteriormente se publicará en el Boletín Oficial del Estado el otorgamiento de la condición de entidad gestora. El Banco de España mantiene un registro público de éstas y de los titulares de cuenta.

La condición de entidad gestora puede ser revocada en los mismos casos que para los titulares de cuentas, produciéndose los mismos efectos, es decir, la entidad afectada no podrá, a partir de la adopción de tal medida, realizar otras operaciones que aquéllas de las que derive una reducción definitiva de sus saldos en Iberclear.

Igual que a los titulares de cuentas, puede suspenderse o limitarse el volumen de las operaciones que pueden realizar las entidades gestoras definitivamente o de forma temporal.

Las entidades gestoras quedan obligadas a la permanente identificación de sus comitentes titulares de deuda en anotaciones, asegurando la continua y exacta correspondencia de los saldos de valores mantenidos por cuenta de aquéllos con los saldos de terceros de sus cuentas en Iberclear⁴⁶. Concretamente, deben tener actualizados la identificación de sus titulares, datos de la emisión, saldos nominales, condiciones de la adquisición, situación jurídica y, en su caso, compromisos de reventa.

⁴⁶ Real Decreto 505/1987 art. 6 ap. 4.

Asimismo las entidades están obligadas a comunicar diariamente a Iberclear el saldo global por cuenta de terceros y semanalmente el detalle de todas las operaciones realizadas por ellos.

Las entidades gestoras que ostenten la condición adicional de titulares de cuenta a nombre propio deben llevar por separado dentro de sus cuentas los saldos de valores que mantengan por cuenta de terceros y los suyos propios.

Las agencias de valores y las restantes entidades gestoras con capacidad restringida podrán realizar, con sus comitentes, operaciones de compraventa simple al contado, compraventas simples a plazo y compraventas con pacto de recompra, en fecha fija o a la vista, pero deberán limitarse a actuar como meros comisionistas en nombre de sus clientes, buscando contrapartidas en el mercado, sin que puedan, por consiguiente, dar lugar a anotación alguna en las cuentas a nombre propio.

Cabe remarcar en este punto que una misma entidad puede ostentar, simultáneamente, las condiciones de titular de cuenta y de entidad gestora como se puede apreciar en la tabla 1.1 que muestra los titulares de cuenta a finales de 2007: son un total de 173 titulares, de los cuales 69 (aproximadamente el 40%) son también entidades gestoras. Tan sólo las agencias de valores (el cuadro muestra "Bilbao Plaza Financiera Depositaria, A.V. S.A.") no pueden ser titulares de cuentas.

Tabla 1.1. Titulares de cuentas

1. BANCOS	CAJA DE AHORROS Y M.P. DE ZARAGOZA, ARAGON Y RIOJA
BANCO DE DEPOSITOS, S.A.	CAJA DE AHORROS DE LA INMACULADA DE ARAGON
BANCO DE ANDALUCIA, S.A.	CAJA DE AHORROS DEL MEDITERRANEO
FINANZIA, BANCO DE CREDITO, S.A.	CAJA DE AHORROS DE GALICIA
DEUTSCHE BANK S.A. ESPAÑOLA	CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE JAEN
BANCO DE CREDITO BALEAR, S.A.	CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE AVILA
BANCO ESPAÑOL DE CREDITO, S.A.	BILBAO BIZKAIA KUTXA, AURREZKI KUTXA ETA BAHITETXEA
BANCO ETCHEVERRIA, S.A.	CAJA ESPAÑA DE INVERSIONES. C.A. Y M.P.
SANTANDER INVESTMENT SERVICES, S.A.	CAJA DE AHORROS DE VITORIA Y ALAVA
BANCO GUIPUZCOANO, S.A.	C.A. Y M.P. DE EXTREMADURA
BANCO GALLEGO, S.A.	CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA
BANCO SANTANDER, S.A.	C.A. Y M.P. DE GIPUZKOA Y SAN SEBASTIAN
BANCO DEPOSITARIO BBVA, S.A.	M.P.C.A. DE RONDA, CADIZ, ALMERIA, MALAGA Y ANTEQUERA
BANCO DE MADRID, S.A.	CAJA DE AHORROS DE SALAMANCA Y SORIA
BANCA MARCH, S.A.	CAJA DE AHORROS DE CASTILLA-LA MANCHA
BARCLAYS BANK S.A.	M. P. C. A. SAN FERNANDO DE HUELVA, JEREZ Y SEVILLA (CAJASOL)
BANCO PASTOR, S.A.	3-CAJAS RURALES Y COOPERATIVAS DE CRÉDITO
OPEN BANK SANTANDER CONSUMER, S.A.	CAJA RURAL DE NAVARRA, S.C.C.
BANCO POPULAR ESPAÑOL, S.A.	CAIXA DE CREDIT DELS ENGINYERS, CC INGENIEROS, S.C.C.
BANCA PUEYO, S.A.	CAJA LABORAL POPULAR, C.C.
BANCO DE SABADELL, S.A.	CAJAMAR CAJA RURAL, S.C.C.
BANCO DE CASTILLA, S.A.	CAJA RURAL DE CORDOBA, S.C.C.
BANCO BANIF, S.A.	CAJA RURAL DE JAEN, BARCELONA Y MADRID, S.C.C.
BANCO DE VALENCIA, S.A.	CAJA RURAL DE TOLEDO. S.C.C.
RBC DEXIA INVESTOR SERVICES ESPAÑA, S.A.	CAJA RURAL VASCA, S.C.C.
BANCO DE VASCONIA, S.A.	CAJA CAMPO, CAJA RURAL, S.C.C.
BANCO DE GALICIA, S.A.	CAJA RURAL DE TORRENT, S.C. VALENCIANA
ALTAE BANCO, S.A.	CAJA CAMINOS, S.C.C.
LLOYDS TSB BANK PLC, S.E.	CAJA DE ARQUITECTOS, S.C.C.
SOCIETE GENERALE, SUCURSAL EN ESPAÑA	4-SOCIEDADES DE VALORES
BANCO INDUSTRIAL DE BILBAO, S.A.	RENTA 4, S.V.B., S.A.
BANCO OCCIDENTAL, S.A.	AHORRO CORPORACION FINANCIERA, S.V.B., S.A.
BANKINTER, S.A.	BANESTO BOLSA, S.A., S.V.B.
BBVA BANCO DE FINANCIACIÓN, S.A.	GENERAL DE VALORES Y CAMBIOS S.V.B., S.A.
BANCO CAIXA GERAL, S.A.	CAJAMADRID BOLSA, S.V.B., S.A.
BANCO ESPIRITO SANTO, S.A.	GAESCO BOLSA, S.V.B., S.A.
BANCO DE PROMOCION DE NEGOCIOS, S.A. (PROMOBANC)	MAPFRE INVERSIÓN, SOCIEDAD DE VALORES, S.A.
BANKOIA, S.A.	INVERSEGUROS SOCIEDAD DE VALORES Y BOLSA, S.A.
BANCO DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA, S.A.	ACA, S.A. S.V.
BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES, S.E.	INTERDIN BOLSA, S.V.B., S.A.
BARCLAYS BANK PLC, SUCURSAL EN ESPAÑA	LINK SECURITIES, SOCIEDAD DE VALORES, S.A.
CALYON - SUCURSAL EN ESPAÑA	FINANUERO, SOCIEDAD DE VALORES, S.A.
COMMERZBANK A.G. - SUCURSAL EN ESPAÑA	MERRILL LYNCH CAPITAL MARKETS ESPAÑA, S.A., S.V.B.
DEUTSCHE BANK TRUST COMPANY AMERICAS - SUCURSAL EN	INTERMONEY VALORES, S.V., S.A.
FORTIS BANK, S.A. SUCURSAL EN ESPAÑA	5-AGENCIAS DE VALORES
ING BELGIUM, S. A., SUCURSAL EN ESPAÑA	BILBAO PLAZA FINANCIERA DEPOSITARIA, A.V., S.A.
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.	6-RESTO DE ENTIDADES
BANCO EUROPEO DE FINANZAS, S.A.	INSTITUTO DE CREDITO OFICIAL
SABADELL BANCA PRIVADA, S.A.	CONSORCIO DE COMPENSACION DE SEGUROS
BANCO DE FINANZAS E INVERSIONES, S.A.	CNP VIDA DE SEGUROS Y REASEGUROS, S.A.
BANCO ALCALA, S.A.	RENTCAIXA
BANCO COOPERATIVO ESPAÑOL, S.A.	VIDA CAIXA, S.A. DE SEGUROS Y REASEGUROS
SOCIEDAD ESPAÑOLA DE BANCA DE NEGOCIOS, S.A.	CAIXA DE BARCELONA SEGUROS DE VIDA, S.A.
SANTANDER CONSUMER FINANCE, S.A.	FONDO GARANTIA DE DEPOSITOS ESTABLECIMIENTOS BANCARIOS
UNOF BANK, S.A.	FONDO DE GARANTIA DE DEPOSITOS EN CAJAS DE AHORRO
BANCO EXELBANK, S.A.	EUROPEAN BANK FOR RECONSTRUCTION AND DEVELOPMENT
bancopopular-e, S.A.	TESORERIA GENERAL DE LA SEGURIDAD SOCIAL
DEXIA SABADELL, S.A.	MEFF RENTA FIDA
BANCO INVERDIS NET, S.A.	MEFF RENTA VARIABLE
BANCO DE CREDITO LOCAL DE ESPAÑA, S.A.	SOCIEDAD DE SISTEMAS-IBERCLEAR
ING DIRECT, N.V., Sucursal en España	TESORO PUBLICO
CITIBANK INTERNATIONAL PLC, SUCURSAL EN ESPAÑA	BANCO DE ESPAÑA, ENTIDAD GESTORA
BANCO ESPIRITO SANTO DE INVERSIÓN, S.A., S.E.	7-ENTIDADES NO RESIDENTES
2. CAJAS DE AHORRO	J.P. MORGAN SECURITIES LTD.
CONFEDERACIÓN ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS	CITIGROUP GLOBAL MARKETS LIMITED
MONTE DE PIEDAD Y CAJA GENERAL DE AHORROS DE BADAJOZ	MERRILL LYNCH INTERNATIONAL
CAIXA D'ESTALVIS DE CATALUNYA	DRESDNER BANK A.G.
C.A. Y M.P. DEL CIRCULO CATOLICO DE OBREROS DE BURGOS	MORGAN STANLEY & CO. INTERNATIONAL LTD.
CAJA DE AHORROS MUNICIPAL DE BURGOS	SOCIÉTÉ GENERALE, S.A.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE CORDOBA	BANK OF AMERICA SECURITIES, LTD
CAIXA D'ESTALVIS DE GIRONA	BARCLAYS BANK PLC
CAJA GENERAL DE AHORROS DE GRANADA	NOMURA INTERNATIONAL, PLC.
CAJA DE AHORRO PROVINCIAL DE GUADALAJARA	KBC BANK, N.V.
CAJA DE AHORROS DE LA RIOJA	BANCA D'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE -IMI-
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE MADRID	FORTIS BANK
CAIXA D'ESTALVIS DE MANRESA	ING BELGIUM, N. V.
CAIXA D'ESTALVIS LAIETANA	COMMERZBANK A.G.
CAJA DE AHORROS DE MURCIA	CRÉDIT SUISSE SECURITIES (EUROPE) LTD.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE ONTINYENT	HSBC FRANCE
CAJA DE AHORROS DE ASTURIAS	DEUTSCHE BANK, A.G.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE LAS BALEARES	GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL
CAJA INSULAR DE AHORROS DE CANARIAS	NATIXIS
CAJA DE AHORROS Y M.P. DE NAVARRA	LEHMAN BROTHERS INTERNATIONAL (EUROPE)
CAIXA D'ESTALVIS DE SABADELL	BAYERISCHE HYPO-UND VEREINSBANK AG
CAJA GENERAL DE AHORROS DE CANARIAS	ABN AMRO BANK N.V. LONDON BRANCH
CAJA DE AHORROS DE SANTANDER Y CANTABRIA	BNP PARIBAS, S. A.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE SEGOVIA	DEPPA-BANK PLC
CAIXA D'ESTALVIS DE TARRAGONA	CALYON CORPORATE AND INVESTMENT BANK
CAIXA D'ESTALVIS DE TERRASSA	UBS LIMITED
C.A. DE VALENCIA, CASTELLON Y ALICANTE, BANCAJA	
CAIXA DE AFORROS DE VIGO, OURENSE E PONTEVEDRA	
CAIXA D'ESTALVIS DEL PENEDES	

Fuente: Banco de España. Datos a 26 de noviembre de 2007

Nota: En gris se indican los titulares que son entidades gestoras con capacidad plena.

En negrita se indican los titulares que son entidades gestoras con capacidad restringida.

1.4.7. LOS MIEMBROS DE MERCADO EN LA LEY 47/2007

La Ley 47/2007, de 19 de diciembre, incorpora al ordenamiento jurídico español la Directiva de Servicios de Inversión 2004/39/CE y se ha aprovechado para introducir cambios en la estructura de miembros del mercado español de deuda pública. En esta ley se intentan separar los dos ámbitos que existen en el mercado: el de negociación, y el de registro, compensación y liquidación.

En el ámbito de la negociación, se eliminan las distinciones institucionales entre miembros del mercado (titulares de cuentas y entidades gestoras); la capacidad de operar de una entidad de crédito o de una empresa de inversión vendrá determinada por los estatutos de la propia entidad, no por el mercado⁴⁷. Podrán acceder a la condición de miembros del mercado⁴⁸:

- 1) Las empresas de servicios de inversión que estén autorizadas para ejecutar órdenes de clientes o para negociar por cuenta propia. En la misma ley quedan definidas las categorías que se incluyen en este tipo de empresas⁴⁹:
 - a. Las sociedades de valores
 - b. Las agencias de valores
 - c. Las sociedades gestoras de carteras
 - d. Las empresas de asesoramiento financiero.

- 2) Las entidades de crédito españolas.

⁴⁷ En la autorización que otorgan las autoridades competentes del Estado miembro de origen de la empresa de inversión o entidad de crédito se hará constar la clase de empresa de servicios de inversión de que se trate, así como los servicios de inversión para los que es válida la autorización (Art. único. Apartado 36 de la ley 47/2007 que modifica el art. 66 de la ley 24/1988 del Mercado de Valores).

⁴⁸ Art. único.14 y 25 de la ley 47/2007 que modifican a los art. 37 y art. 56.1 de la ley 24/1988.

⁴⁹ Art. único.32 de la ley 47/2007 que modifica al art. 64 de la ley 24/1988.

- 3) Las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito autorizadas en otro estado miembro de la Unión Europea.
- 4) Las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito autorizadas en un estado que no sea miembro de la Unión Europea.
- 5) La Administración General del Estado, actuando a través de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, la Tesorería General de la Seguridad Social y el Banco de España.
- 6) El Banco Central Europeo y los Bancos Centrales de los estados miembros de la Unión Europea.
- 7) Otras entidades cuyos valores de renta fija puedan ser admitidos a negociación el mercado de deuda pública, siempre que sus estatutos les permitan ser miembros del mismo.

Así, los miembros del mercado, serán aquellas entidades que estén facultadas para realizar operaciones de compraventa de valores en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, tanto por cuenta propia como por cuenta ajena, según les permita su estatuto jurídico.

La condición de miembro del mercado de deuda pública deberá ser otorgada por el Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores⁵⁰, a aquellas entidades que cumpliendo los requisitos que se establezcan, pertenezcan a alguna de las categorías anteriormente citadas. En la autorización se hará constar la clase de empresa de servicios de inversión de que se trate, así como los servicios específicos de inversión y auxiliares que se le autoricen.

⁵⁰ Excepto para las empresas de asesoramiento financiero que deberá autorizarlas la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Por otro lado, en el ámbito de la liquidación del mercado de deuda pública se mantendrán las denominaciones de titular de cuenta y entidad gestora. Podrán ser titulares de cuenta a nombre propio y mantener cuenta en Iberclear⁵¹:

- El Banco de España.
- Los sistemas y organismos compensadores y liquidadores de los mercados secundarios oficiales.
- Los sistemas de compensación interbancaria.
- Aquellos miembros del mercado que lo soliciten y cumplan los requisitos establecidos en el reglamento del mercado.

Por otro lado, podrán ser entidades gestoras, además del Banco de España, aquellos miembros que lo soliciten y cumplan los requisitos establecidos en el reglamento del mercado.

1.4.8. LOS CREADORES DE MERCADO

Dentro del conjunto de miembros del mercado que acabamos de analizar, existe un grupo de entidades que ostentan la condición de creadores de mercado, cuya finalidad principal es la de potenciar la liquidez del mercado secundario de deuda pública y cooperar con la Dirección General del Tesoro y Política Financiera en la difusión exterior e interior de la Deuda del Estado. Para ello estas entidades cuentan con unos derechos y obligaciones sobre el mercado primario y secundario⁵².

La creación de esta figura respondió a la necesidad de que el Tesoro Público contase con mecanismos adecuados que le facilitasen el cumplimiento de

⁵¹ Art. único.26 de la ley 47/2007 que modifica el art. 57.3 de la ley 24/1988.

⁵² Orden de 10 de febrero de 1999 por la que se regula la figura del Creador de Mercado de Deuda Pública.

objetivos cuantitativos de financiación en el mercado, al mismo tiempo que constituía una pieza esencial para la ejecución de la política monetaria por el Banco de España.

Desde que en 1988 se introdujera esta figura en el mercado, ha experimentado numerosos cambios. Las implicaciones del proceso de la Unión Económica y Monetaria sobre la configuración de los mercados de deuda pública han motivado al Estado a redefinir la figura del creador de mercado de deuda pública, dando cabida a la posibilidad de que puedan pertenecer a esta categoría entidades financieras sin establecimiento permanente en España, al amparo de los cambios introducidos en la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores⁵³.

Al mismo tiempo, la implantación de la política monetaria única y la exigencia de que los Bancos Centrales integrantes del Sistema Europeo de Bancos Centrales seleccionen a sus contrapartidas atendiendo únicamente a criterios de política monetaria, obliga a diferenciar las figuras de creador de mercado de deuda pública de la de creador de mercado en los mercados monetarios⁵⁴.

Por ello se modificó en profundidad esta figura con la Orden de 10 de febrero de 1999. En ésta se amplía la posibilidad de acceder a la titularidad de cuenta en Iberclear a empresas de servicios de inversión y entidades de créditos autorizadas en otro estado miembro de la Unión Europea o de otro que no sea estado miembro, previa autorización del Ministerio de Economía y Hacienda. Con ello, se abría la posibilidad de que las entidades sin establecimiento permanente en España puedan acceder a la condición de creador de mercado, como hemos comentado anteriormente. En esta misma orden se indica que quedarán fijadas las condiciones, derechos y obligaciones de esta figura a través de Resolución del Tesoro.

⁵³ Ezquiaga (1999).

⁵⁴ Orden de 10 de febrero de 1999 por la que se regula la figura del Creador de Mercado de Deuda Pública.

En los últimos años se han ido sucediendo diversas resoluciones que han ido redefiniendo e introduciendo cambios en esta figura. De entre estos cambios, destacamos los siguientes:

- Se ha ampliado el ámbito de colaboración de los creadores de mercado, que inicialmente realizaban su actividad en el mercado de bonos y obligaciones, al mercado de letras. La motivación de este cambio fue la de reforzar el mercado de Letras del Tesoro para garantizar su liquidez y mantener la competitividad con el resto de emisores institucionales del área euro. Esta medida se introdujo junto con otras destinadas a aumentar el volumen por referencia de letras en circulación y a la introducción de nuevos plazos de emisión (letras a tres y seis meses).
- A través de las reformas se les han ido sumando privilegios sobre todo en los mecanismos de acceso a las subastas. Por otro lado también se les han ido reforzando las obligaciones, ampliando los requisitos de cotización y en la forma de la evaluación de su actividad, introduciendo más criterios.
- Se ha intentado impulsar el mercado de valores segregados o *strips* y dar cobertura al acuerdo alcanzado por los Tesoros de la zona euro representados en el seno del subcomité de mercados de letras y bonos de la Unión Europea perteneciente al Comité Económico y Financiero de la Comisión Europea, acerca de la armonización de los sistemas de remisión de información de los creadores de mercado. La información provista por los creadores de mercado es esencial para facilitar una eficiente colocación de la deuda y un buen comportamiento del mercado y alcanzar, con ello, el menor coste de financiación para el Estado. Por ello se refuerza el compromiso de suministro de información que los creadores deben de mantener con el Tesoro, bien directa o indirectamente.
- Se ha diseñado un sistema de evaluación de los creadores que valore más correctamente su regularidad y estimule la realización de pujas más eficaces en las subastas.

La resolución de 20 de julio de 2005 de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera que regula los creadores de mercado de deuda pública establece su esquema de funcionamiento; y fija, como objetivo general, el preservar y fomentar la liquidez y la transparencia del mercado de deuda pública.

Los creadores de mercado deben cumplir una serie de requisitos:

- a) Ser titulares de cuenta de valores a nombre propio en Iberclear.
- b) Cumplir los requisitos que se establezcan en términos de la dotación de recursos técnicos y humanos, así como satisfacer las demás condiciones económicas y jurídicas necesarias para tener la consideración de miembros con facultades plenas en, al menos, uno de los sistemas organizados de negociación electrónica que determine la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.
- c) Actuar durante un período mínimo de un mes demostrando con su actividad en los mercados primario y secundario de Letras del Tesoro o de Bonos y Obligaciones del Estado, según cuál sea el grupo de creadores de mercado al que quiera pertenecer la entidad, que existe un compromiso con el mercado español de deuda pública semejante al que se requiere del conjunto de los creadores de mercado.

Las entidades interesadas en acceder a esta condición que cumplan los requisitos anteriores deberán presentar a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera la solicitud que acredite dicho cumplimiento y en la que se manifieste la intención de ser creador del mercado de letras y/o bonos y obligaciones.

Será la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, previo informe del Banco de España, quien otorgue la condición de creador de mercado, teniendo en cuenta criterios como el número total de creadores, su distribución geográfica y la evaluación de su actividad en el mercado.

La pérdida de la condición de creador se puede dar por renuncia de la propia entidad o por decisión de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera cuando, entre otros casos, se incumplan durante tres meses consecutivos las obligaciones que más adelante comentamos, o cuando se considere que el compromiso que tiene con el mercado es insuficiente. Aún cumpliendo lo anterior se puede tomar la decisión para dar entrada a nuevas entidades.

A continuación describimos los principales derechos y obligaciones que tienen los creadores del mercado de Letras y los del mercado de Bonos y Obligaciones del Estado. Los derechos, entre otros, son los siguientes:

- Participación en las subastas del Tesoro: los creadores de mercado, de forma exclusiva, pueden presentar peticiones en los treinta minutos previos al cierre del plazo de presentación de peticiones en cada subasta de Letras y de Bonos y Obligaciones del Estado.

- Acceso a las segundas vueltas: desde la resolución de la subasta competitiva en la que se adjudican los títulos hasta las doce horas del siguiente día hábil, se abre una segunda vuelta a la que pueden acceder en exclusiva los creadores de mercado. El importe que el Tesoro emite como máximo en ésta es el 12% adjudicado en la subasta para las letras, y el 24% para los bonos y obligaciones; y el precio de adjudicación es el precio marginal para las letras y el precio medio ponderado para los bonos y obligaciones. Los creadores podrán obtener como máximo en esta segunda vuelta, previa presentación de la petición, el importe resultante de aplicar su coeficiente de participación en las adjudicaciones de la subasta sobre la que se realiza la segunda vuelta y la anterior subasta de ese título⁵⁵.

⁵⁵ En el caso de las letras, se considerará como anterior subasta de ese título, la realizada sobre letras de vencimiento similar.

- Segregación y reconstitución de valores de Deuda del Estado: los creadores del mercado de bonos y obligaciones serán las únicas entidades autorizadas a segregar y reconstituir valores de Deuda del Estado segregable⁵⁶.
- Participación en la política de financiación del Tesoro: estas entidades reciben información acerca de esta política, colaboran en la fijación de los objetivos de emisión de instrumentos del Tesoro a corto plazo (los creadores de letras) y a medio y largo plazo (los creadores de bonos y obligaciones); y cuentan con una representación conjunta en la comisión asesora del mercado de deuda pública.

De entre las obligaciones, destacamos las siguientes:

- Participación en las subastas. Cada creador de mercado debe presentar peticiones por un valor nominal mínimo del tres por ciento de la cantidad adjudicada por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera en las tres últimas subastas de cada Bono y Obligación del Estado o Letra.
- Garantizar la liquidez del mercado secundario cotizando un mínimo de referencias de Letras y de Bonos y Obligaciones del Estado, en las condiciones que establece la Dirección General del Tesoro y Política Financiera⁵⁷.
- Aportar la información que el Tesoro pueda solicitar sobre el mercado de deuda en general y sobre la actividad del creador en el mismo en particular. En concreto, cada creador deberá informar mensualmente sobre su operativa por cuenta propia y de terceros, la base geográfica y el tipo de entidades que constituyen su clientela, siguiendo el modelo que indique la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

⁵⁶ Los creadores de letras no pueden realizar estas operaciones que quedan reservadas en exclusiva a los creadores del mercado de bonos y obligaciones. Los creadores de letras pueden acceder en exclusiva a operaciones de tesorería, como son las subastas de liquidez.

⁵⁷ En la resolución de 20 de julio de 2005 de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera por la que se modifica la figura del creador de mercado.

La Dirección General del Tesoro y Política Financiera evaluará mensualmente, y de manera independiente, la actividad de los creadores de mercado de letras y de bonos y obligaciones, de acuerdo con las siguientes áreas⁵⁸:

- Suscripción en las subastas.
- Participación en operaciones de gestión de la cartera de Deuda del Estado que realice la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.
- Participación en las operaciones de canjes y recompras realizadas por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.
- Cotizaciones de letras, bonos y obligaciones y *strips* en el sistema o sistemas organizados de negociación electrónica que determine la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.
- Participación en la negociación mensual total de letras y de bonos y obligaciones en el sistema o sistemas organizados de negociación electrónica que determine la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.
- Participación en la negociación mensual de letras y de bonos y obligaciones entre miembros del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.
- Participación en la negociación mensual de letras y de bonos y obligaciones realizada por creadores con entidades que no sean titulares de cuenta en Iberclear.
- Actividad de segregación y reconstitución de valores segregables, así como negociación de los mismos.

⁵⁸ En la resolución de 20 de julio de 2005 de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera que regula la figura del creador se modificó la forma de evaluación de la actividad de los creadores, introduciendo más criterios y de tipo cualitativo para valorar la regularidad de éstos.

- Participación en las operaciones de promoción interior y exterior de la Deuda del Estado.
- Grado de distribución de la Deuda del Estado en países o zonas geográficas estratégicas calculado a partir de los informes que mensualmente remitirán los creadores de mercado a la Dirección General del Tesoro. La delimitación de los países o zonas geográficas estratégicas se describirá en las reuniones de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera con los creadores de mercado.
- Regularidad en el comportamiento de los creadores de mercado, con el fin de contribuir a que sus esfuerzos sean estables en el tiempo.
- Se penalizarán, asimismo, las peticiones presentadas en las subastas que se desvíen significativamente del precio o de la rentabilidad del mercado secundario existente cinco minutos antes de la celebración de la subasta, distorsionando el funcionamiento de ésta.

Con carácter anual, la Dirección General del Tesoro y Política Financiera hará público quiénes han sido las entidades que, con la evaluación realizada de acuerdo a los aspectos anteriores, han mantenido una mayor actividad de creación en el mercado de Deuda del Estado.

En la tabla 1.2. se muestran las entidades que ostentaban la condición de creador de mercado en septiembre de 2007.

Tabla 1.2. Creadores de mercado del mercado de Deuda del Estado

CREADORES DE MERCADO	
BONOS Y OBLIGACIONES	LETRAS
BANCO ESPAÑOL DE CREDITO, S.A. BANCO SANTANDER, S.A. BANCO POPULAR ESPAÑOL, S.A. BANKINTER, S.A. BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A. CONFEDERACION ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE MADRID CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA J.P. MORGAN SECURITIES LTD. CITIGROUP GLOBAL MARKETS LIMITED DRESDNER BANK A.G. SOCIÉTÉ GENERALE, S.A. BARCLAYS BANK PLC CRÉDIT SUISSE SECURITIES (EUROPE) LTD. HSBC FRANCE DEUTSCHE BANK, A.G. GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL NATIXIS ABN AMRO BANK N.V. LONDON BRANCH CALYON CORPORATE AND INVESTMENT BANK	BANCO ESPAÑOL DE CREDITO, S.A. BANCO SANTANDER, S.A. BANKINTER, S.A. BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A. BANCO COOPERATIVO ESPAÑOL, S.A. CONFEDERACION ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE MADRID SOCIÉTÉ GENERALE, S.A. BARCLAYS BANK PLC DEUTSCHE BANK, A.G. ABN AMRO BANK N.V. LONDON BRANCH CALYON CORPORATE AND INVESTMENT BANK

Fuente: www.tesoro.es

Nota: Datos a septiembre de 2007.

1.5. INSTRUMENTOS DE DEUDA DEL ESTADO

1.5.1. DEUDA DEL ESTADO A CORTO PLAZO: LETRAS DEL TESORO

Las Letras del Tesoro son los activos que utiliza el Tesoro para conseguir financiación a corto plazo. Se crearon en junio de 1987, al mismo tiempo que el Sistema de Anotaciones en Cuenta, y con la intención de que fuesen sustituyendo a los Pagarés del Tesoro, debido a los problemas de poca transparencia fiscal que éstos presentaban.

Las Letras del Tesoro son valores emitidos al descuento por lo que su precio de adquisición es inferior al importe que el inversor recibirá en el momento del reembolso. La diferencia entre el valor de reembolso de la letra (valor nominal) y su precio de adquisición será el interés o rendimiento generado por la Letra del Tesoro.

El valor nominal de cada letra era de un millón de pesetas desde su aparición y hasta 1999, año en que se realizó la redenominación en euros para todos los instrumentos financieros y se aprovechó para reducirlo hasta 1.000 euros (166.386 pesetas) igual al de otros activos del Estado como los bonos y obligaciones.

El vencimiento no supera los 18 meses, habiendo emitido el Tesoro letras a 3, 6, 12 y 18 meses, en función de la política de financiación marcada al principio de cada ejercicio.

Los rendimientos están exentos de retención a cuenta tanto en el ámbito del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas como en el del Impuesto sobre Sociedades, sin perjuicio de que haya que incluirlos en la declaración anual de dichos impuestos.

El procedimiento habitual para colocar las letras ha sido la subasta competitiva que desarrollaremos más adelante.

El mercado de letras se ha visto sometido a importantes cambios en los últimos años para incrementar la liquidez de este mercado y potenciar la tenencia de estos títulos en manos de los inversores no residentes. De entre las medidas que se han introducido desde 2001, destacamos las siguientes:

- Desde agosto de 2002 se ha reducido la periodicidad de las subastas: han pasado de ser quincenales a ser mensuales. Este cambio fue acompañado de una reducción del número de referencias en circulación, concentrándose el saldo vivo en menos series pero más líquidas y de un incremento en el volumen emitido en cada subasta.
- Emisión por tramos de las referencias: consiste en colocar una misma referencia en varias subastas consecutivas. Desde 2002 y hasta enero de 2003 se subastó cuatro veces cada referencia: con 18, 17, 12 y 11 meses de vida residual. Adicionalmente aumentó el volumen emitido en la primera

subasta o primer tramo. A partir de febrero de 2003 se pasó a subastar hasta 6 veces cada referencia (a 18, 17, 12, 11, 6 y 3 meses).

- Regulación de la figura del creador del mercado de letras. Se crea un grupo de creadores a imagen y semejanza de la del mercado de bonos y obligaciones y con el mismo objetivo de potenciar la liquidez, en este caso del mercado de letras.
- Incorporación de las letras a las principales plataformas de negociación de Deuda del Estado (Senaf y MTS España).

1.5.2. DEUDA DEL ESTADO A MEDIO Y LARGO PLAZO: BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADO

Son los títulos que utiliza el Tesoro para obtener financiación a medio y largo plazo. Los Bonos del Estado y las Obligaciones del Estado son iguales en todas sus características salvo en el vencimiento, que en el caso de los bonos oscila entre 2 y 5 años, mientras que en las obligaciones es superior a 5 años. Se representan exclusivamente en forma de anotaciones en cuenta.

Son títulos con rendimiento explícito, es decir, con interés periódico en forma de cupón, a diferencia de las Letras del Tesoro, que se emiten al descuento; el cupón que devengan es anual⁵⁹.

El valor nominal de estos títulos, al igual que las letras, es de 1.000 euros y el procedimiento habitual de colocación es la subasta competitiva. Cabe remarcar que en el mercado de bonos y obligaciones se realizan las emisiones por tramos, subastándose una misma referencia en varias ocasiones, con el objetivo de que las emisiones alcancen un saldo vivo lo suficientemente elevado para dotar de liquidez al mercado.

⁵⁹ Es anual desde 1990, con anterioridad a esta fecha era semestral.

El Tesoro español emite:

- Bonos a tres y cinco años.

- Obligaciones a diez, quince y treinta años.

Las necesidades del Tesoro y los requerimientos de un mercado financiero cada vez más desarrollado y con un mayor grado de internacionalización han llevado a ampliar la gama de títulos a largo plazo. Así, en 1989 comienzan a emitirse regularmente las obligaciones a 10 años; en diciembre de 1993 se crean las obligaciones a 15 años, y finalmente, en 1998, el Tesoro emite por primera vez obligaciones a un plazo de 30 años⁶⁰. La incorporación de este último plazo persigue adaptar el mercado a la competencia directa que suponía la moneda única. Los *Bundesanleien* o Bonos Federales alemanes o los *Linear Obligations* belgas, tienen vencimientos de 30 años⁶¹; y el caso de Francia es el más relevante con la emisión de obligaciones a tipo fijo con vencimiento a 50 años⁶².

A principios de 2008 había 24 referencias en circulación con cupones nominales que oscilaban desde el 2,90% hasta el 8,70%. El saldo vivo medio para el conjunto de referencias en circulación era de 11.123,08 millones de euros por referencia. Este elevado saldo lo situaba entre los mercados más líquidos del área Euro; y es consecuencia de la política de emisiones que ha desarrollado en los últimos años el Tesoro, aumentando el volumen colocado en cada subasta y realizando emisiones por tramos.

⁶⁰ Hernández (2005).

⁶¹ Álvarez (2002).

⁶² Analistas Financieros Internacionales (2005).

Tabla 1.3. Características de los Bonos y Obligaciones del Estado en circulación

Referencia	Vencimiento	Saldo vivo	Segregable
O-6,00	31/01/08	16.227,10	Sí
B-2,90	31/10/08	11.604,50	Sí
B-3,60	31/01/09	13.108,20	Sí
O-8,20	28/02/09	4.246,60	No
O-5,15	30/07/09	11.982,30	Sí
O-4,00	31/01/10	13.956,40	Sí
B-3,25	30/07/10	13.645,10	Sí
B-4,10	30/04/11	4.243,10	Sí
O-5,40	30/07/11	12.655,10	Sí
O-5,35	31/10/11	12.307,10	Sí
O-8,70	28/02/12	1.337,80	No
O-5,00	30/07/12	12.873,20	Sí
B-3,90	31/10/12	10.565,50	Sí
O-6,15	31/01/13	11.964,00	Sí
O-4,20	30/07/13	10.241,80	Sí
O-4,75	30/07/14	11.186,00	Sí
O-4,40	31/01/15	14.436,80	Sí
O-3,15	31/01/16	11.706,50	Sí
O-3,80	31/01/17	12.172,00	Sí
O-5,50	30/07/17	14.998,40	Sí
O-6,00	31/01/29	12.193,30	Sí
O-5,75	30/07/32	11.600,10	Sí
O-4,20	31/01/37	12.666,80	Sí
O-4,90	30/07/40	5.036,20	Sí

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

Nota: Importes nominales en millones de euros

Datos a 21 de enero de 2008

Con fondo gris se marcan las referencias que a principios de 2008 estaban en emisión.

1.5.3. DEUDA SEGREGADA: STRIPS

La introducción de la deuda segregable respondió a la necesidad del Tesoro de cubrir una de las carencias de nuestro mercado, al no ofrecer la posibilidad de invertir en valores al descuento con vencimiento a medio y largo plazo para poder competir en el contexto de la Unión Monetaria Europea con países como Francia, Holanda o Bélgica que sí contaban con este tipo de instrumentos⁶³.

⁶³ Más recientemente se inicia su negociación en países como Alemania y Reino Unido.

En los Estados Unidos aparecen los primeros *strips* sobre deuda pública al inicio de la década de los ochenta. Desde entonces, este instrumento se ha afianzado y juega un papel importante en el mercado de renta fija americano.

Los *strips*⁶⁴ són instrumentos financieros creados a partir de títulos de renta fija de rendimiento explícito, concretamente a partir de los Bonos y Obligaciones del Estado. Son títulos que surgen a partir de la segregación de los flujos que corresponden al pago de cada cupón y al reembolso del principal, originando cada uno de estos flujos un nuevo título cupón cero. Así, se obtienen tantos títulos de rendimiento implícito como cupones pague el activo original y además el correspondiente a la restitución del principal.

De esta forma cuando se haga referencia a los valores segregados, o *strips*, nos referimos a cupones y principales de algunas emisiones de Bonos y Obligaciones del Estado. Desde que en 1998 se aprobara la segregación de algunas referencias de Bonos y Obligaciones de Estado, se pueden adquirir por separado, es decir, no es necesario comprar un bono, sino que un inversor puede optar por comprar uno de sus cupones, varios o el principal. De acuerdo con los plazos a los que se emiten Bonos y Obligaciones del Estado los títulos segregados tienen vencimientos que van desde menos de un año hasta los 30, facilitando a los inversores optar a una gran variedad de vencimientos de los flujos de caja a cobrar.

El Tesoro Público no emite directamente los *strips*. El Tesoro emite los bonos y obligaciones segregables, completos, y posteriormente, son las entidades financieras las que realizan la segregación de los cupones y principales, ofreciendo a sus clientes los *strips*.

La operación de segregación consiste en dar de baja en Iberclear un bono segregable, sustituyéndolo por nuevos títulos de rendimiento implícito, procedentes de los flujos de caja correspondientes a los cupones y al principal del

⁶⁴ Strip es el acrónimo en lengua inglesa de *Separate Trading of Registered Interest And Principal of Securities* que puede traducirse como negociación separada de cupones y principal.

bono original. La reconstitución es la operación inversa a la segregación, en virtud de la cual se dan de baja en Iberclear todos los títulos con rendimiento implícito vivos procedentes de cada uno de los flujos de caja de un bono segregable, dándose de alta como contrapartida el bono. Únicamente pueden cursar operaciones de segregación y reconstitución los creadores de mercado.

En las subastas de Bonos y Obligaciones del Estado de los días 1 y 2 de julio de 1997, se adjudicaron los primeros tramos de cuatro nuevas referencias, que serían las primeras emisiones segregables del Tesoro español: B-5% a 3 años, B-5,25% a 5 años, O-6% a 10 años y O-6,15% a 15 años.

La autorización para su segregación se produce con la Resolución del 15 de diciembre de 1997 de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, que establecía que podían ordenarse operaciones de segregación a partir del 7 de enero de 1998 y las órdenes de reconstitución y la negociación de los activos representativos de principales y cupones segregados (*strips* PS y *strips* CS), desde el día 8 de enero de 1998. La misma resolución establecía las entidades que quedaban autorizadas para segregar y reconstituir valores. Así, los *strips* se empezaron a negociar el 8 de enero de 1998.

Los cupones son fungibles entre sí, aunque procedan de emisiones diferentes, para dotar de liquidez al sistema; y esta fungibilidad hace que no se distinga entre cupones procedentes de distintas emisiones. Por el contrario, los principales no son fungibles ni con cupones ni con otros principales de otras emisiones.

En el mercado de *strips* el concepto de valor nominal unitario desaparece, y se utiliza una unidad mínima de negociación:

- 1.000 euros nominales para los *strips* de cupón, y
- 100.000 para los *strips* de principal.

Las operaciones por importes superiores deberán ser siempre múltiplos enteros, de 100.000 euros (para los *strips* de principal) y 1 euro (para los *strips* de cupón).

Cada operación de segregación o reconstitución de bonos segregables tiene un importe nominal mínimo del bono segregable de 500.000 euros; y los importes adicionales múltiplos de 100.000 euros.

Destacamos las principales implicaciones que la emisión y negociación de los *strips* de deuda pública tienen sobre el conjunto de los inversores y los mercados de deuda⁶⁵:

- La eliminación del riesgo de reinversión de los cupones.
- El hecho de que la negociación de *strips* de deuda permite la obtención de una estructura temporal de tipos de interés de mercado, lo que da mayor validez tanto al análisis de política monetaria como a la valoración de los activos financieros y a la gestión de carteras.

La primera característica de los títulos cupón cero, y la posibilidad de disponer de los mismos para vencimientos de hasta 30 años, confieren a éstos un gran atractivo como alternativa inversora para las carteras de renta fija, como las de fondos de inversión de renta fija, fondos de pensiones, compañías de seguros, etc.

Desde el punto de vista del Tesoro, el desarrollo del mercado de *strips* podría conllevar una reducción en los costes de financiación de los empréstitos públicos. El hecho de que los principales demandantes de los títulos segregados busquen una mayor seguridad en su inversión, a costa incluso de una menor rentabilidad que la que podrían haber conseguido con otros productos financieros, ofrece al prestatario, es decir al Tesoro, la posibilidad de rebajar el coste de emisión de éstos y, por tanto, el de la financiación de la deuda pública⁶⁶.

⁶⁵ Borràs, Lorenzana, Rodríguez y Sardá (1997).

⁶⁶ Véase Valero (1994), Hernández (1998) y Álvarez (2002).

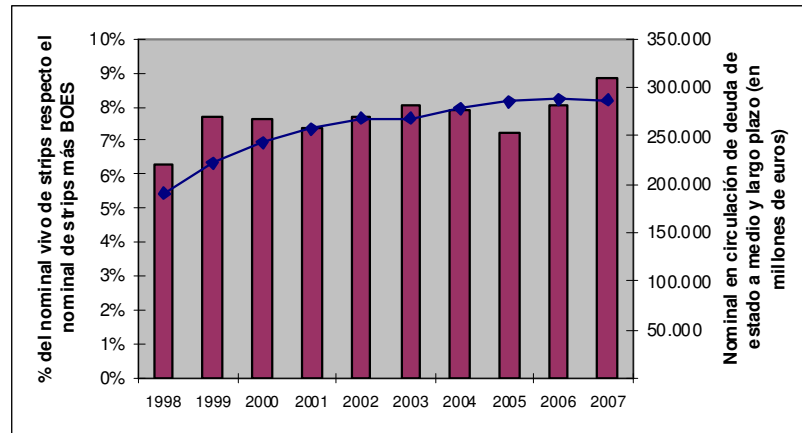
Para estrategias de gestión como el "matching cash-flows", típica de compañías de seguros, la posibilidad de adquirir *strips* flexibiliza en gran medida la formación y gestión de la cartera⁶⁷. En el caso de estrategias basadas en la duración, invirtiendo en *strips* se accede a una mayor gama de duraciones y convexidades.

Respecto a la importancia que este activo tiene dentro del mercado de deuda pública, desde la autorización para la creación de *strips* a partir de Bonos y Obligaciones del Estado en 1998, el saldo vivo de *strips* en circulación ha ido en aumento, aunque la velocidad de este crecimiento ha sido muy moderada, más aún, si la comparamos con la de otros países⁶⁸. A continuación, analizamos la importancia del volumen de operaciones en el mercado de deuda segregada comparándolo con el mercado de deuda a medio y largo plazo. En el gráfico 1.6 se muestra la evolución de la proporción que supone el nominal segregado sobre el nominal total vivo de los Bonos y Obligaciones del Estado y *strips*, así como la tendencia creciente del volumen total de deuda en circulación a medio y largo plazo (bonos y obligaciones y *strips*). En el gráfico se observa que en 1998 el nominal negociable de deuda segregada representaba algo más de un 6 por 100 sobre el total de instrumentos del Estado a medio y largo plazo, situándose el resto de años, alrededor del 8 por 100. El incremento es mínimo y además debe relativizarse; ya que en 1998 el volumen de Bonos y Obligaciones del Estado segregables en circulación era muy inferior al del resto de períodos, en que han ido venciendo y retirándose del mercado las emisiones no segregables para sustituirse por otras segregables.

⁶⁷ De Andrés, Barberà y Sardá (2000).

⁶⁸ De Andrés, Molina y Sardá (2004).

Gráfico 1.6. Proporción que el volumen de *strips* supone sobre el volumen vivo de Bonos y Obligaciones del Estado (BOEs) y *strips*



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera

1.5.4. EMISIONES INTERNACIONALES DE EUROS Y DEUDA DEL ESTADO EN DIVISAS

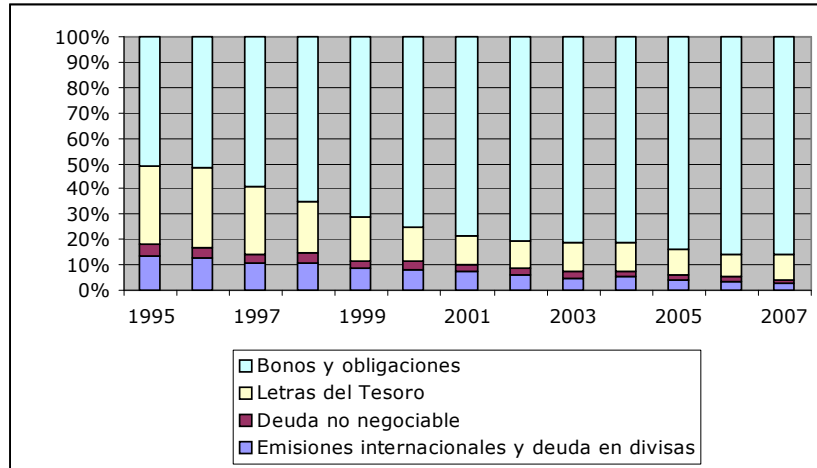
Con el objetivo de mantener una cierta presencia en los mercados internacionales y penetrar en mercados en los que la demanda es inexistente o muy reducida para las emisiones domésticas en euros, el Tesoro realiza de forma esporádica emisiones internacionales⁶⁹. Con éstas también se busca una mayor diversificación de las fuentes de financiación y del riesgo, el acceso a oportunidades de financiación más atractivas ya sea por la demanda de Deuda del Estado existente fuera de nuestras fronteras o por la posible obtención de ahorros en costes financieros a través de operaciones de arbitraje de divisas⁷⁰.

⁶⁹ Véase Hernández (2005).

⁷⁰ Analistas Financieros Internacionales (2005). En la pág. 267, además se indica lo que se entiende por emisiones internacionales: "los bonos internacionales engloban tanto bonos extranjeros (emitidos en el mercado doméstico de un país distinto al propio del emisor, en la moneda de aquel país), eurobonos (bonos emitidos en uno o varios mercados distintos al propio, en una divisa que no tiene porque ser la de ninguno de ellos, y colocados y distribuidos por un grupo de instituciones financieras) y bonos globales (denominados en una divisa pero su emisión se produce de forma simultánea en varios países, tanto por una entidad residente o no en aquellos mercados objeto de colocación. Su tamaño es generalmente muy superior al de los bonos extranjeros, lo que junto con su más amplia base inversora contribuye a una liquidez superior a los bonos extranjeros)."

Como se puede comprobar en el gráfico 1.7 la financiación que obtiene el Tesoro a través de estas emisiones es residual o complementaria a la obtenida en los mercados domésticos, y ha seguido además una tendencia decreciente en estos últimos años.

Gráfico 1.7. Estructura de la cartera de Deuda del Estado



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera

1.6. EL MERCADO PRIMARIO DE DEUDA DEL ESTADO

1.6.1. INTRODUCCIÓN

El mercado primario es aquel en el que los títulos se venden a los inversores por primera vez, se caracteriza por la presencia del emisor y porque las transacciones realizadas aumentan el volumen de títulos en circulación. Por otro lado en el mercado secundario se negocian los valores previamente emitidos y adjudicados.

Tal y como dispone el artículo 94 de la Ley General Presupuestaria 47/2003 la creación de deuda deberá ser autorizada por ley. A tal efecto, la Ley de Presupuestos Generales del Estado establece el límite de la variación del saldo vivo de Deuda del Estado de cada ejercicio presupuestario, al que se ajustarán las

operaciones financieras que impliquen creación de deuda. Este límite se entenderá neto de las variaciones de las posiciones activas de tesorería mantenidas por el Estado en el Banco de España o en otras entidades financieras.

El artículo 98 de Ley General Presupuestaria atribuye al Ministro de Economía y Hacienda la competencia para autorizar la emisión o contracción de la Deuda del Estado confiriéndole las facultades precisas para la emisión, colocación y gestión de la misma. Además, el artículo 94.2 habilita al Ministro de Economía y Hacienda a disponer la creación de Deuda del Estado durante el mes de enero del año siguiente. Así, en desarrollo de la autorización legal de creación de deuda para un año, el Ministro de Economía podrá disponer la creación de Deuda del Estado durante el mes de enero del año siguiente por un importe que no incremente la misma en más del 15% de aquella autorización. Las condiciones para emisión de deuda pública se fijan cada año a través de una orden ministerial del Ministerio de Economía y Hacienda.

1.6.2. PROCEDIMIENTOS DE EMISIÓN DE DEUDA DEL ESTADO

La emisión de Deuda del Estado se realiza principalmente por uno de los siguientes procedimientos, que se detallan a continuación:

1. Mediante subasta competitiva: es el procedimiento utilizado con carácter general para la emisión de instrumentos de Deuda del Estado.
2. Mediante métodos competitivos entre un número restringido de entidades autorizadas, que adquieran compromisos de aseguramiento de la emisión o de contrapartida en el mercado secundario. Para tal fin, el Tesoro podrá firmar, con las entidades seleccionadas, los convenios y contratos que estime pertinentes, donde se determinarán los procedimientos de adjudicación en cuanto no sea de aplicación lo previsto para el sistema de subasta, así como la forma de colocación de las emisiones. La selección de entidades agentes podrá guiarse por criterios financieros, de capacidad

comercial o de potenciación de los mercados de deuda. En estos métodos enmarcaríamos la sindicación o aseguramiento sindicado.

1.6.2.1. La subasta competitiva

Con carácter general, el Tesoro utiliza la subasta como procedimiento de emisión de sus instrumentos de deuda pública.

A principios de cada año, el Tesoro publica en el Boletín Oficial del Estado un calendario donde se establecen las fechas de celebración de las subastas ordinarias de cada instrumento de Deuda del Estado, así como las fechas de presentación de peticiones, liquidación y entrega de los valores.

Además de las ordinarias pueden convocarse subastas especiales cuando las necesidades del Tesoro u oportunidades del mercado lo requieran.

Tradicionalmente las subastas de letras han tenido una periodicidad quincenal, a pesar de que desde agosto de 2002 pasaron a ser mensuales⁷¹. El Tesoro ha reducido el número de subastas y ha incrementado el volumen que pone en circulación en cada una, con el objetivo de potenciar la liquidez de este instrumento. Las subastas se celebran el tercer miércoles de cada mes, con fecha de emisión el viernes, siendo éste el día de pago y puesta en circulación de los valores. En los últimos años el Tesoro ha hecho coincidir la fecha de emisión con los vencimientos de las referencias emitidas con anterioridad para facilitar la reinversión a los inversores.

Las subastas de bonos y obligaciones se celebran con una periodicidad bimensual, y como regla general, se fija el primer jueves de cada mes para la subasta de bonos y el jueves de la tercera semana para la subasta de las Obligaciones del Estado. La fecha de pago y puesta en circulación de los valores adjudicados será el tercer día hábil posterior al de la respectiva subasta.

⁷¹ Resolución de 25 de enero de 2002, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

Adicionalmente, para los Bonos y Obligaciones del Estado el Tesoro anuncia trimestralmente las características (cupón y vencimiento) de los títulos que se sacarán a subasta en los próximos tres meses. Por otro lado, desde 1995, el viernes previo a la celebración de la subasta el Tesoro también anuncia el volumen estimado y el máximo que se colocará en la subasta. Estos importes son el resultado de la reunión que el Tesoro hace con los creadores de mercado. Concretamente, el volumen estimado es el importe que creadores y Tesoro creen que el mercado puede absorber sin tensiones; mientras que el importe máximo es el volumen de emisión que el Tesoro se compromete a no superar, sean cuales sean las condiciones de la demanda. Con esta medida, el Tesoro intenta estabilizar las subastas y evitar las incertidumbres que se generaban en el mercado primario de deuda por el desconocimiento de los propósitos del emisor⁷².

En las emisiones de Bonos y Obligaciones del Estado, se utiliza la técnica de la agregación o emisión por tramos, que consiste en mantener abierta la emisión del mismo valor durante varias subastas consecutivas. Los valores adjudicados en las distintas subastas son fungibles entre sí, por tener el mismo cupón nominal y las mismas fechas de pago de intereses y de amortización. Cuando el volumen nominal total emitido alcanza un importe considerable, se cierra ese código valor y se abre uno nuevo. La emisión por tramos también se utiliza en el mercado de Letras del Tesoro.

Tabla 1.4. Calendario anual de subastas de letras para el 2008 y enero de 2009

	Valores	Peticiones	Subasta	Pago particulares	Emisión
Enero	L-12M, L-6M	14-01-2008	16-01-2008	17-01-2008	18-01-2008
Febrero	L-12M	18-02-2008	20-02-2008	21-02-2008	22-02-2008
Marzo	L-12M	17-03-2008	18-03-2008	19-03-2008	20-03-2008
Abril	L-12M	14-04-2008	16-04-2008	17-04-2008	18-04-2008
Mayo	L-12M	19-05-2008	21-05-2008	22-05-2008	23-05-2008
Junio	L-12M	16-06-2008	18-06-2008	19-06-2008	20-06-2008
Julio	L-12M	14-07-2008	16-07-2008	17-07-2008	18-07-2008
Agosto	L-12M	18-08-2008	20-08-2008	21-08-2008	22-08-2008
Septiembre	L-12M	15-09-2008	17-09-2008	18-09-2008	19-09-2008
Octubre	L-12M, L-3M	13-10-2008	15-10-2008	16-10-2008	17-10-2008
Noviembre	L-12M, L-3M	17-11-2008	19-11-2008	20-11-2008	21-11-2008
Diciembre	L-12M, L-3M	15-12-2008	17-12-2008	18-12-2008	19-12-2008
Enero	L-12M, L-3M	19-01-2009	21-01-2009	22-01-2009	23-01-2009

Fuente: Resolución de 21 de enero de 2008 de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera

⁷² Ezquiaga (1999).

Tabla 1.5. Calendario anual de subastas de Bonos y Obligaciones para el 2008 y enero de 2009

	Valores	Peticiones	Subastas	Pago particulares	Emisión
Enero	B-3A; B-5A	09/01/2008	10/01/2008	14/01/2008	15/01/2008
Febrero	NO HABRÁ SUBASTAS				
	18/03/2008 Anuncio 2º trimestre 2008				
Marzo	O-30A	26/03/2008	27/03/2008	31/03/2008	01/04/2008
	B	02/04/2008	03/04/2008	07/04/2008	08/04/2008
Abril	O	16/04/2008	17/04/2008	21/04/2008	22/04/2008
	B	07/05/2008	08/05/2008	12/05/2008	13/05/2008
Mayo	O	21/05/2008	22/05/2008	26/05/2008	27/05/2008
	B	04/06/2008	05/06/2008	09/06/2008	10/06/2008
	O	18/06/2008	19/06/2008	23/06/2008	24/06/2008
Junio	19/06/2008 Anuncio 3º trimestre 2008				
	B	02/07/2008	03/07/2008	07/07/2008	08/07/2008
Julio	O	16/07/2008	17/07/2008	21/07/2008	22/07/2008
	B	06/08/2008	07/08/2008	11/08/2008	12/08/2008
Agosto	O	20/08/2008	21/08/2008	25/08/2008	26/08/2008
	B	03/09/2008	04/09/2008	08/09/2008	09/09/2008
	O	17/09/2008	18/09/2008	22/09/2008	23/09/2008
Septiembre	18/09/2008 Anuncio 4º trimestre 2008				
	B	01/10/2008	02/10/2008	06/10/2008	07/10/2008
Octubre	O	15/10/2008	16/10/2008	20/10/2008	21/10/2008
	B	05/11/2008	06/11/2008	10/11/2008	11/11/2008
Noviembre	O	19/11/2008	20/11/2008	24/11/2008	25/11/2008
	B	03/12/2008	04/12/2008	05/12/2008	09/12/2008
	O	17/12/2008	18/12/2008	22/12/2008	23/12/2008
Diciembre	18/09/2008 Anuncio 1º trimestre 2009				
	B	07/01/2009	08/01/2009	12/01/2009	13/01/2009
Enero	O	14/01/2009	15/01/2009	19/01/2009	20/01/2009

Fuente: www.tesoro.es

Las subastas se convocan mediante Resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, en la que se anuncia⁷³:

1. Fechas de emisión y amortización de la deuda emitida.
2. Fecha y hora límite de presentación de las peticiones en el Banco de España.
3. Fecha de resolución de la subasta.

⁷³ Orden EHA/19/2007, de 11 de enero y www.tesoro.es.

4. Fecha de liquidación.
5. Fecha y hora límite para el pago de los valores adjudicados.
6. Importe nominal ofrecido (cuando se desea comunicar tal información).
7. Importe nominal mínimo de las ofertas (en su caso).
8. La posibilidad o imposibilidad de presentar ofertas no competitivas.
9. En el caso de los Bonos y Obligaciones del Estado:
 - a. Tipo de interés nominal anual y fecha de pago de los cupones.
 - b. Opción de amortización anticipada.
 - c. El importe del cupón corrido devengado, en su caso, a la fecha de desembolso y puesta en circulación de los valores, expresado en tanto por ciento y redondeado a dos decimales.
10. Carácter especial de la subasta (en su caso).
11. Cualesquiera otras condiciones adicionales que puedan existir (en particular, el importe máximo conjunto de las peticiones que cada suscriptor pueda presentar posteriormente a las subastas de Bonos y Obligaciones del Estado).

Cualquier persona física o jurídica, sea o no residente, puede presentar peticiones en las subastas acudiendo a cualquiera de las sucursales del Banco de España, según los procedimientos establecidos por esta institución, y con los límites de fecha y hora establecidos en la Resolución que convocó la subasta.

Los inversores que no sean titulares de cuenta en Iberclear pueden presentar sus peticiones directamente, mediante una entidad gestora, o a través de un agente colocador autorizado por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera. En el caso que lo hagan directamente en el Banco de España, podrán hacerlo de dos maneras:

- Entregando el depósito previo establecido por el Banco de España para esa subasta, en metálico o mediante cheque.
- Ingresando un depósito previo del 2% del importe nominal solicitado, depósito que tendrá la consideración de garantía. El depósito realizado formará parte del pago si la oferta resulta aceptada.

Las entidades gestoras pueden suscribir valores del Tesoro en nombre propio, al igual que los titulares de cuenta, pero también (y a diferencia de éstos) en nombre de terceros. Las entidades gestoras presentarán conjuntamente todas las peticiones, tanto las realizadas en nombre propio como las formuladas en nombre de terceros, sin hacer distinción entre ellas. El día de la emisión desglosarán el importe adjudicado a terceros.

Las entidades gestoras y los titulares de cuenta en Iberclear deben comunicar sus peticiones al Banco de España entre las 8:30 y las 10:00 horas del día de la subasta, mientras que los particulares que acudan directamente al Banco de España deben presentar sus peticiones dos días antes, especificando la entidad gestora que será depositaria de los valores.

Con el objetivo de incrementar la accesibilidad, liquidez y transparencia para los inversores minoristas y aprovechando las nuevas tecnologías, desde el año 2006 se posibilita la compra y la venta de Deuda del Estado a través de internet.

Las peticiones se consideran compromisos en firme de adquisición de la deuda solicitada, de acuerdo con las condiciones de la emisión, y su no desembolso íntegro en la fecha establecida a tal efecto dará lugar a la exigencia de la

correspondiente responsabilidad o, en su caso, a la pérdida del depósito exigido previamente como garantía.

Las subastas se convocarán mediante Resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, que se publicará en el BOE. El desarrollo de la subasta que se explica a continuación viene determinado por los art. 5.4.2 a 5.4.8 de la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda 15/2008, por la que se dispone la creación de deuda para el 2008 y enero de 2009.

Las ofertas pueden ser de dos tipos:

1. Ofertas competitivas, en las que los oferentes indican el precio que están dispuestos a pagar por la deuda solicitada. El precio de las ofertas competitivas debe expresarse en términos de tipo de interés expresado en tanto por ciento con tres decimales en las Letras del Tesoro (siendo el último decimal 0 ó 5)⁷⁴, y en términos de precio expresado en tanto por ciento sobre el valor nominal con dos decimales en los Bonos y obligaciones del Estado (permitiéndose cualquier valor entre 0 y 9, ambos inclusive para el último decimal)⁷⁵. Las ofertas competitivas que no especifiquen el precio solicitado se considerarán nulas a todos los efectos. El Director general del Tesoro y Política Financiera podrá limitar el número y el importe máximo de las ofertas competitivas que puede presentar cada participante en la subasta, así como fijar un precio mínimo.
2. Ofertas no competitivas, en las que los compradores de deuda no indican el precio pujado, sino que aceptan el precio medio ponderado resultante de la subasta. El importe nominal máximo conjunto de las peticiones no competitivas presentadas por cada peticionario desde enero de 2006 no

⁷⁴ El precio de las ofertas competitivas de Letras del Tesoro desde el 2004 debe expresarse en términos de tipo de interés con tres decimales, pudiendo ser el último cualquier número entre el cero y el nueve. Con anterioridad a esta fecha el precio se formulaba en términos de precios, es decir, en porcentaje sobre el valor nominal. Este cambio se introdujo con el fin de homogeneizar la formulación de las ofertas a la forma en que cotizan en los mercados secundarios.

⁷⁵ En las subastas de bonos y obligaciones el precio que se está dispuesto a pagar se formulará ex-cupón, es decir, deducido, en su caso, el importe del cupón corrido devengado, y el precio a pagar por la deuda que se solicita será el resultado de sumar al precio consignado en la oferta el importe del cupón corrido expresado en tanto por ciento y redondeado a dos decimales.

podrá superar un millón de euros⁷⁶ ⁷⁷. Este límite anteriormente era de 200.000 euros pero se amplió para promover que las entidades que no son titulares de cuenta introduzcan este tipo de peticiones y afecten en menor medida al precio medio ponderado de la subasta⁷⁸.

El importe mínimo de cada petición es de 1.000 € tanto para las letras como para los bonos y obligaciones. Por encima de tales importes mínimos, las ofertas presentadas deberán ser un múltiplo entero de 1.000 euros.

Las subastas se resuelven generalmente según el sistema holandés modificado, combinando elementos de la subasta holandesa (de precio único) con elementos de la subasta convencional (de precios múltiples).

Las peticiones competitivas presentadas se clasifican por orden descendente de precios. El Director general del Tesoro, a propuesta de una Comisión formada por dos representantes del Banco de España y dos representantes de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, determina el volumen nominal a emitir (anunciado o no previamente) y, a partir de la última petición admitida, el precio mínimo aceptado, a partir del cual se calcula el tipo de interés marginal.

En las subastas de Letras del Tesoro en que las ofertas se formulen en términos de tipos de interés, la clasificación de las ofertas se efectuará de menor a mayor tipo de interés solicitado, determinando el Tesoro el volumen nominal o efectivo que se desea emitir y el tipo de interés máximo aceptado.

Se aceptan todas las peticiones al precio mínimo o por encima de éste, salvo que exista prorrateo (en tal caso, sólo afectará a las peticiones realizadas al precio marginal). En el caso de las letras se adjudican todas aquéllas en que el tipo de

⁷⁶ Orden EHA/4247/2005, de 30 de diciembre.

⁷⁷ Se permite que el Fondo de Garantía Salarial, el Fondo de Garantía de Depósitos en establecimientos bancarios, el Fondo de Garantía de Depósitos en cajas de ahorro, el Fondo de Garantía de Depósitos en cooperativas de crédito, el Fondo de Reserva de la Seguridad Social, el Fondo de Garantía de Inversiones o cualquier entidad pública o sociedad de titularidad pública que determine el Director general del Tesoro y Política Financiera, presenten peticiones no competitivas por un valor nominal máximo de 100 millones de euros.

⁷⁸ Estrategia de emisión de los Valores del Tesoro 2006, Tesoro Público.

interés solicitado sea igual o menor que el máximo aceptado, excepto que exista prorrateo. Las peticiones no competitivas se aceptan en su totalidad.

Será necesario aplicar prorrateo cuando el importe nominal total de las ofertas presentadas al precio mínimo aceptado en la subasta sobrepase el importe fijado por el Director general del Tesoro y Política Financiera para la misma. Si como resultado de la aplicación del coeficiente de prorrateo a la cuantía de una petición la cuantía no sea múltiplo entero se ajustará redondeando por defecto. En el caso de las letras afectará a las ofertas formuladas al tipo máximo aceptado. Estarán exentas de prorrateo, en todos los casos, excepto en las segundas vueltas de las subastas, las peticiones de suscripción cuando su importe nominal no exceda de 10.000 euros, cantidad que se disminuirá, en su caso, en la cuantía necesaria para que el importe total emitido no supere el importe fijado por el Director general del Tesoro y Política Financiera.

A partir de las peticiones competitivas aceptadas, se calcula el precio medio ponderado de la subasta, expresado en porcentaje del valor nominal y redondeado por exceso a tres decimales. En las subastas de letras en que las peticiones se han formalizado en términos de tipo de interés, se determinará el tipo de interés medio ponderado resultante, expresado en tanto por ciento y redondeado por defecto a tres decimales.

El precio de adjudicación de los valores se determina de la siguiente forma: las peticiones realizadas al precio mínimo se adjudican a este precio; las peticiones entre el precio mínimo y el precio medio ponderado pagarán el precio pujado; y las peticiones que han ofertado un precio por encima del medio ponderado y las no competitivas pagarán el precio medio ponderado. En el caso de los bonos y obligaciones, debe incrementarse el precio en el importe del cupón corrido.

En las subastas de letras todas las peticiones cuyo tipo de interés solicitado sea menor o igual al tipo de interés medio ponderado se adjudicarán al precio equivalente a dicho tipo de interés medio. Las peticiones en las que el tipo de interés solicitado sea mayor al tipo de interés medio ponderado e inferior o igual al máximo aceptado se adjudicarán al precio equivalente al tipo de interés

solicitado. Para el cálculo del precio a pagar por cada una de las peticiones adjudicadas, los precios equivalentes a los tipos de interés solicitados y al medio ponderado se aplicarán con todos los decimales, y sólo a efectos de la publicación de los resultados de las subastas se expresarán con tres decimales.

El resultado de la subasta se difunde a través de los procedimientos que garanticen mayor igualdad de acceso a esta información a los operadores. En particular, se publica el mismo día de la subasta a través de Internet (<http://www.tesoro.es>) y en el Boletín Oficial del Estado mediante Resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera⁷⁹. La información publicada incluye:

1. Importe nominal solicitado.
2. Importe nominal adjudicado.
3. En las subastas de bonos y obligaciones formuladas en términos de precios, el precio mínimo aceptado y precio medio ponderado redondeado de las peticiones aceptadas y el tipo de interés efectivo equivalente a cada uno de ellos (tipo de interés medio y tipo de interés marginal).
4. En las subastas de letras formuladas en términos de tipos de interés, el tipo de interés máximo aceptado, el tipo de interés medio ponderado de las peticiones aceptadas y los precios equivalentes a dichos tipos de interés.
5. Precio o precios a pagar por la deuda adjudicada.

⁷⁹ www.tesoro.es.

6. Tipo de interés efectivo equivalente y rendimiento interno correspondientes al precio medio ponderado y al precio mínimo aceptado resultantes, respectivamente, de las subastas de Letras del Tesoro y de Bonos y Obligaciones del Estado.
7. Importe máximo a suscribir en la segunda vuelta que, en su caso, siga a las subastas de Letras del Tesoro y de Bonos y Obligaciones del Estado.

Con posterioridad a la celebración de la subasta tiene lugar una segunda vuelta reservada a aquellas entidades financieras que hayan accedido a la condición de creador de mercado. Desde la resolución de la subasta y hasta las 12 horas del segundo día hábil posterior al de su celebración, estas entidades podrán presentar peticiones, adjudicándose a cada una como máximo el importe resultante de aplicar a la cantidad emitida (en la segunda vuelta) su correspondiente coeficiente de participación en las adjudicaciones de las dos últimas subastas. El funcionamiento de esta segunda vuelta ha sido modificado por la resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera de 20 de julio de 2005 que regula la figura del creador de mercado de deuda pública.

Para los bonos y obligaciones en la segunda vuelta se emitirá como máximo el 24% del importe nominal adjudicado en la fase de subasta o primera vuelta, adjudicándose todos los títulos al precio medio ponderado. En la segunda vuelta de las subastas de letras se colocará como máximo el 12% del nominal adjudicado en la subasta, pagándose por los títulos el precio marginal.

Los cambios que ha introducido el Tesoro en el funcionamiento de la segunda vuelta han intentado favorecer la figura del creador de mercado, ya que el acceso exclusivo a ésta en los términos que se desarrolla, es un incentivo claro para mantenerse en esta categoría. Con este sistema, cabe pensar que en la segunda vuelta, en que existe la posibilidad de adquirir bonos y obligaciones al precio medio ponderado, o al precio marginal en las letras, un creador de mercado solicitará en ésta un mayor volumen desde el momento en que exista una

diferencia de precio positiva a favor suyo con el precio de cotización de la misma referencia en el mercado secundario⁸⁰.

1.6.2.2. La sindicación

Las sindicaciones son emisiones en las que la colocación está asegurada por un grupo de entidades que a cambio de una comisión de venta y aseguramiento se comprometen a colocar una emisión de bonos entre los inversores.

En función de las características de la sindicación, el Tesoro solicita propuestas a los creadores de mercado, en las que deben desglosarse todos los detalles de la oferta: comisiones, estructura propuesta del sindicato, y distribución geográfica propuesta para la distribución del título.

El Tesoro selecciona a las entidades directoras de la emisión y de acuerdo con ellas determina la estructura del sindicato, el calendario de la misma y los pasos que se seguirán hasta el final (pre-marketing de la emisión, determinación de las zonas geográficas y del tipo de inversores prioritarios, determinación preliminar de la horquilla en la que se situará el precio, documentación de la emisión, etc.).

El Tesoro y las entidades directoras informan al resto del sindicato y se ponen en marcha las actividades de información al mercado.

Posteriormente se realiza una previsión más afinada sobre la horquilla de precios en la que se espera emitir y sobre el volumen esperado de la emisión. A continuación se abren los libros de la emisión sindicada en los que tanto las entidades directoras como las que figuran a otros niveles van introduciendo las peticiones de sus clientes en este libro. Las nuevas tecnologías facilitan la construcción de plataformas de *e-bookbuilding* en las que se agregan las peticiones de los inversores, y se define el tipo de inversor y el tipo de orden formulada. El emisor puede ver el libro de órdenes y dirigir el proceso de colocación.

⁸⁰ Analistas Financieros Internacionales (2005).

Después de dos o tres días de recepción de ofertas, se cierran los libros y el emisor decide el precio y el volumen. En este sistema se seleccionan las ofertas en función de criterios como pueden ser el tipo de inversor o su área de procedencia. Finalmente se realiza la emisión, adjudicándose los bonos e ingresando el efectivo.

Este procedimiento permite una distribución más amplia y selectiva de los bonos y un cierto control sobre el precio final de la emisión.

En cambio, las subastas favorecen la competencia y la transparencia en el procedimiento de la emisión. Si se cuenta con una demanda elevada y diversificada permiten la colocación en mejores condiciones.

Las sindicaciones son más adecuadas en los casos en que la subasta no pueda asegurar la consecución inmediata de un importe elevado, permitiendo además controlar mejor la distribución final tanto geográfica como por tipo de inversor.

El Tesoro ha utilizado la sindicación desde 2002 fundamentalmente para emitir los primeros tramos de Bonos y Obligaciones del Estado con el objetivo de alcanzar un volumen en circulación elevado desde el primer momento, una distribución en el mercado primario que garantice un buen comportamiento del bono en el mercado secundario, y una mayor diversificación de la base inversora en Deuda del Estado.

1.6.3. CÁLCULO DE RENDIMIENTOS EN LOS INSTRUMENTOS DE DEUDA DEL ESTADO

Los rendimientos de los instrumentos de Deuda del Estado se calculan de acuerdo a los criterios aplicados por el Banco de España desde el 10 de mayo de 1999⁸¹, que los equiparaba a los utilizados en los países de la Unión Económica y Monetaria.

⁸¹ Banco de España (2001).

1. Letras del Tesoro

Para calcular el precio o la rentabilidad de estos títulos emitidos al descuento, se distingue entre los que tienen un vencimiento inferior y superior al año; en ambos casos la base siempre es de 360 días.

En el caso de letras con vencimiento inferior a un año natural, se utiliza la capitalización simple:

$$PC = \frac{VN}{\left(1 + r \times \frac{d}{360}\right)} \quad [1.1]$$

Y si el vencimiento supera un año natural, se usa la capitalización compuesta:

$$PC = \frac{VN}{\left(1 + r\right)^{\frac{d}{360}}} \quad [1.2]$$

Siendo en ambos casos, PC el precio de compra; VN el valor nominal que es de 1.000 euros⁸²; d el número de días hasta el vencimiento en base actual/360 y r la rentabilidad.

2. Bonos y Obligaciones del Estado

Para obtener el precio o la rentabilidad de los Bonos y Obligaciones del Estado que son títulos con rendimiento implícito y vencimiento superior a un año, se utilizará el descuento compuesto para actualizar los flujos que genera; y éstos se igualarán al precio:

$$PC = \sum_{j=1}^n \frac{C_j}{\left(1 + r\right)^{\frac{t_j}{365}}} + \frac{VN}{\left(1 + r\right)^{\frac{t}{365}}} \quad [1.3]$$

⁸² En el caso que el inversor venda la letra antes del vencimiento, utilizaríamos el precio de venta.

Siendo PC el precio de compra que incluye el precio de cotización del título (precio ex-cupón) más el cupón corrido. C_j es el importe de cada cupón; n es el número de cupones desde la fecha de cálculo hasta la de vencimiento de la operación; t_j son los días que transcurren entre la fecha de cálculo y el vencimiento de cada cupón; t son los días entre la fecha de compra y la de venta o amortización, y VN es el valor nominal del bono o la obligación que es de 1.000 euros⁸³.

El cupón corrido es la parte proporcional del próximo cupón que tiene derecho a percibir el vendedor del título, por ello el precio de compra del título se obtiene como el precio ex-cupón incrementado en el cupón corrido calculado de la siguiente forma:

$$\text{Cupón corrido} = \text{cupón} \times \frac{\text{número de días transcurridos desde el último cupón}}{\text{número de días en que se devenga un cupón}} \quad [1.4]$$

En el caso de los Bonos y Obligaciones del Estado, puesto que tienen periodicidad anual, la base de cálculo será siempre de 365 días.

3. Deuda segregada o *strips*

En el caso de los *strips*, al tener la misma secuencia de flujos que las Letras del Tesoro, su rendimiento se calcula de la misma forma, teniendo en cuenta el número de días que transcurren entre la fecha de compra y la de vencimiento o venta para utilizar la capitalización simple o la compuesta.

⁸³ Si se vende antes del vencimiento, consideraríamos el precio de venta.

1.7. EL MERCADO SECUNDARIO DE DEUDA DEL ESTADO

1.7.1. INTRODUCCIÓN

Tras haber analizado los activos, procedimientos de emisión y participantes en el Mercado primario de Deuda Pública Anotada, concretamente en el de Deuda del Estado, en este apartado nos centraremos en describir el funcionamiento del mercado secundario. Previamente, cabe remarcar la estrecha relación que existe entre el mercado primario y secundario; éste último garantiza la liquidez de los activos que emite el Estado e incide en la rentabilidad del mercado primario, por un lado, ya que la liquidez del secundario podría inducir disminuciones en los costes de emisión del primario; y por otro lado, y por la misma razón, en el volumen de éste, al facilitar la emisión.

El Mercado Español de Deuda Pública Anotada es un mercado desconcentrado, es decir, no se canalizan todas las operaciones en un único sistema de negociación. Así, un mismo activo se puede negociar a precios distintos en el mismo momento del tiempo⁸⁴. Dentro del mercado se pueden diferenciar dos niveles de negociación⁸⁵:

1. Mercado mayorista, donde se realizan las transacciones entre aquellas instituciones financieras que están especializadas en la operativa sobre la deuda pública (miembros del mercado). En éste coexisten dos ámbitos de negociación, que desarrollaremos más adelante:
 - a. Mercado ciego o primer escalón.
 - b. Sistema general de negociación o segundo escalón.

⁸⁴ Santos (1998).

⁸⁵ Nieto y García (2000).

Las transacciones realizadas en el segmento mayorista son especialmente importantes puesto que en éste se forman los precios y tipos de interés de referencia para el segundo nivel de negociación, esto es, el segmento minorista⁸⁶.

2. Mercado minorista, en el que se realizan las operaciones entre las entidades gestoras y sus clientes, cuando éstos no son miembros del mercado.

En los siguientes epígrafes procederemos a describir los canales a través de los que se puede negociar Deuda del Estado, y los diferentes tipos de operaciones que se pueden realizar. Finalizaremos esta parte del capítulo estudiando las principales características de la negociación de los instrumentos de Deuda del Estado, así como su evolución desde que se iniciara el Sistema de Anotaciones en Cuenta.

1.7.2. SISTEMAS DE NEGOCIACIÓN

El mercado secundario de deuda pública se estructura en dos grandes niveles. El primero es el de las operaciones entre titulares de anotaciones en cuentas, es decir, entre aquellas instituciones financieras especializadas en la operatoria sobre deuda pública, también denominados miembros del mercado. A su vez, en este primer nivel podemos distinguir dos subniveles en función de los procedimientos de negociación: el primer y segundo escalón. Por otro lado, el segundo nivel incluye las operaciones entre aquellas empresas o familias que no son titulares de cuentas (denominados terceros) y las entidades titulares de cuentas que pueden mantener y gestionar saldos por cuenta de terceros adicionales a los que mantienen por cuenta propia, entidades que se denominan gestoras por cuenta de terceros.

⁸⁶ Álvarez (2002).

1.7.2.1. El mercado "ciego" o primer escalón

La negociación en el primer escalón se desarrolla a través de los intermediarios o brokers ciegos (mercado "ciego"), también denominado "primer escalón", al que sólo pueden acceder los miembros del mercado negociantes de deuda pública a través de alguna de las plataformas electrónicas existentes autorizadas (SENAF, MTS España, EuroMTS, Brokertec). El hecho de que la negociación tenga lugar electrónicamente, sin conocer la contrapartida, da lugar a su nombre, mercado "ciego".

Este segmento constituye el núcleo del mercado de deuda pública, puesto que los agentes participantes se comprometen a cotizar precios de compra y venta en firme con diferenciales reducidos, garantizando la correcta formación de precios y la liquidez para el conjunto del mercado⁸⁷. El volumen mínimo de las operaciones es de 5 millones de euros⁸⁸.

Todas las instrucciones se canalizan hacia un único libro de órdenes, de forma secuencial, estableciéndose la prioridad siempre por mejor precio y, a igualdad de precio, por orden de entrada al sistema. Los precios se cotizan en firme; todas las órdenes se posicionan o se ejecutan en el sistema agregándose los distintos volúmenes a igualdad de precios.

A continuación se describen las principales características de las plataformas de negociación electrónicas que existen a nivel doméstico (SENAF y MTS España) y a nivel internacional (EuroMTS y Brokertec).

⁸⁷ Analistas Financieros Internacionales (2005).

⁸⁸ www.tesoro.es.

1. SENAF.SON

La operativa en este primer escalón se realiza a través de cuatro brokers especializados a los que el Banco de España exige una serie de requisitos. Desde el 1 de junio de 1999 los cuatro brokers ciegos constituyeron un mercado electrónico unificado: el Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros o SENAF, que a partir de febrero de 2001 se constituyó como sistema organizado de negociación (SENAF.SON)⁸⁹, adquiriendo de este modo la facultad de autorregulación que posteriormente utilizaría para desarrollar el reglamento general de SENAF.

La participación en esta plataforma de negociación es exclusiva para determinadas categorías de miembros del mercado de deuda pública: los creadores de mercado, los negociantes de deuda y los denominados *price takers*, aunque éstos últimos no pueden dar cotizaciones sino solamente operar a los precios cotizados por los creadores y negociantes⁹⁰.

Para acceder a la condición de miembro negociador las entidades deben ser titulares de cuenta de valores a nombre propio en Iberclear y deben cumplir al menos una de las siguientes condiciones⁹¹:

1. Tener una calificación crediticia como emisor igual o superior a A1, A+ o equivalente, según alguna de las principales agencias internacionales de calificación.
2. Disponer de unos recursos propios iguales o superiores a 100 millones de euros.
3. Depositar en el Banco de España una fianza por un valor de 10 millones de euros para la cobertura de sus actividades en el SENAF.

⁸⁹ Desde el 4 de octubre de 2001 SENAF forma parte del holding Mercados Financieros.

⁹⁰ Hernández (2005).

⁹¹ www.senaf.net

Los miembros se dividen en dos categorías:

- a) Miembros negociadores: Son los participantes del Sistema autorizados por el SENAF para poner y agredir posiciones actuando por cuenta propia, pero no les está permitido poner posiciones de terceros. Éstos se subdividen en:
 - i. Miembros negociadores con capacidad plena: son aquellos autorizados por el sistema para realizar directamente operaciones en el SENAF, sin limitación alguna en cuanto a sus facultades para cotizar precios de oferta y demanda.
 - ii. Miembros negociadores con capacidad restringida: son aquéllos que únicamente se hallan autorizados para cursar en el SENAF órdenes de agresión a los precios de oferta y demanda existentes, sin disponer de la facultad de cotizar precios.

- b) Miembros mediadores: son los participantes del sistema autorizados por los organismos competentes para mediar en el sistema y que han firmado los contratos correspondientes con el SENAF, así como otras entidades que en el futuro pudieran ser autorizadas.

En este mercado, aunque al principio estaban únicamente permitidas las operaciones a vencimiento, que se liquidan en Iberclear; posteriormente, desde el 27 de septiembre de 2002 se incorporó al sistema la negociación de "repos"⁹². Desde septiembre de 2003, en que entró en funcionamiento Meffclear como Cámara de Contrapartida Central, las operaciones repo se liquidan a través de esta cámara, eliminándose de esta forma el riesgo de contrapartida en este tipo de operaciones.

⁹² Repos son operaciones denominadas en España "simultáneas" que consisten en contratar dos compraventas de valores de sentido contrario, de idénticas características pero de distinta fecha de liquidación. En el siguiente epígrafe se detallan cuáles son las diferencias que existen entre las repo y las simultáneas en el ámbito español.

2. MTS España.SON

Los participantes del mercado junto con la dirección del grupo MTS decidieron crear un mercado MTS doméstico español; y por ello, desde mayo de 2002 empezó a operar MTS España, como sistema organizado de negociación (MTS España.SON).

Los participantes en MTS España deben ser titulares de cuenta en Iberclear y tener una organización que permita operar adecuadamente en el sistema, entre otros requisitos que se les exigen. Además pueden intervenir en la plataforma como⁹³:

- *Market makers*: son entidades que ostentan la condición de creador de mercado del mercado de Deuda del Estado española, o no teniéndola, quieran participar en el sistema como *market makers* y cumplan las mismas obligaciones que establece el Tesoro para los creadores oficiales.
- *Price takers*: estas entidades no tienen obligación de cotizar frente al sistema, sino que únicamente deben introducir órdenes de agresión sobre las cotizaciones propuestas.

Todas las operaciones negociadas en esta plataforma son a vencimiento y su liquidación se realiza a través de Iberclear.

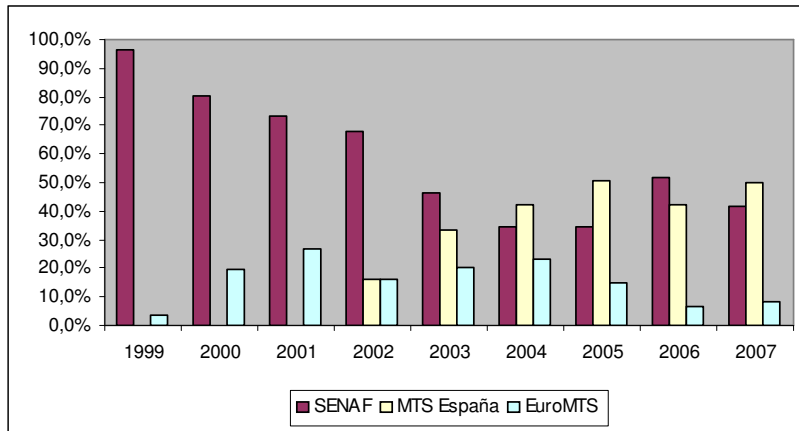
3. EuroMTS y Brokertec

En el ámbito internacional, se han desarrollado varias plataformas que negocian múltiples productos de deuda pública, entre ellos la Deuda del Estado español. Concretamente, se negocian los títulos de Deuda del Estado en EuroMTS, que inició su actividad en noviembre de 1999 y en Brokertec, que se incorporó en noviembre de 2000⁹⁴.

⁹³ Analistas Financieros Internacionales (2005).

⁹⁴ Fernández (2001).

Gráfico. 1.8. Distribución entre plataformas del volumen de negociación al contado de Bonos y Obligaciones del Estado en el primer escalón (en % sobre el total)



Fuente: Elaboración propia a partir de las series temporales del Banco de España

El gráfico 1.8 recoge la distribución del volumen de negociación entre las tres plataformas en las que actualmente se puede operar⁹⁵. A pesar de que SENAF ha sido desde su creación la primera plataforma en cuanto a volumen negociado, observamos que desde la incorporación de MTS España, ésta, de forma paulatina, ha ido ganando protagonismo en la negociación en detrimento de SENAF, llegando a concentrar un mayor volumen que ésta en 2004, 2005 y 2007.

1.7.2.2. El segundo escalón

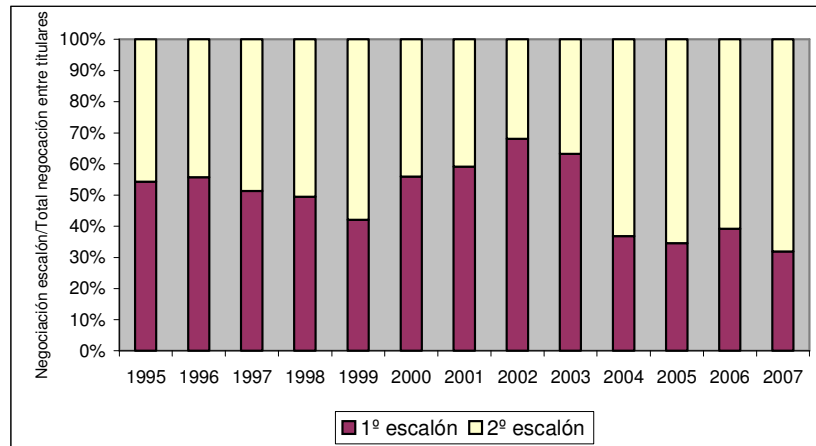
El sistema de negociación bilateral, directa o a través de mediador (*broker*), también denominado "segundo escalón", es donde se desarrolla el resto de la negociación entre titulares de cuenta. Este ámbito de negociación presenta las siguientes características:

- Los acuerdos son bilaterales entre las partes, y se ejecutan previa comprobación por parte del Banco de España de las cuentas de efectivo y valores del comprador y vendedor de la transacción.

⁹⁵ Los datos de Brokertec no aparecen, al representar un porcentaje de la negociación prácticamente insignificante.

- Se puede operar a vencimiento (al contado o a plazo) y en operaciones dobles (simultáneas o repos), al contado y a plazo.
- Las operaciones se pueden realizar entre las entidades directamente o bien a través de un intermediario. En este caso, el intermediario casa la operación, informa a las partes de la contrapartida y éstas comunican al Sistema de Liquidación del Banco de España los términos de la operación para su posterior compensación y liquidación. En este segundo escalón las contrapartidas son conocidas tanto por las partes como por el mediador. Los mediadores ponen en contacto oferentes y demandantes y son estos últimos los que, por mutuo acuerdo, cierran operaciones y las comunican a Iberclear para su compensación y liquidación.

Gráfico. 1.9. Distribución del volumen de negociación de Bonos y Obligaciones del Estado entre el primer y segundo escalón



Fuente: Elaboración propia a partir de las series temporales del Banco de España

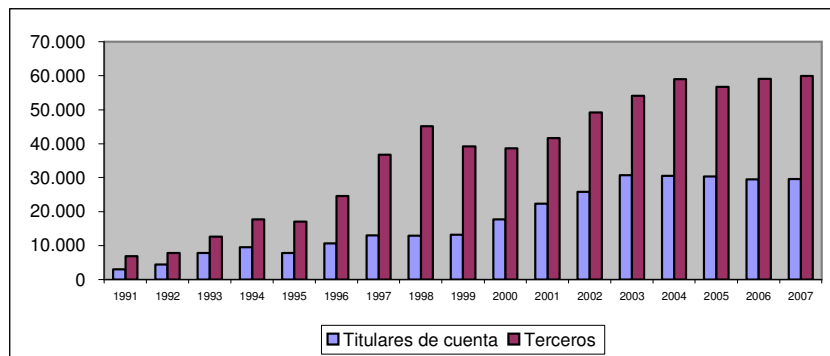
Al analizar la distribución de las operaciones del segmento entre titulares de cuenta entre el primer y segundo escalón (gráfico 1.9) cabe destacar que desde 1995 y hasta 2003 la negociación se repartía aproximadamente en un 50%; exceptuando 2002 en que el segmento ciego del mercado llega a representar un 70% de la negociación entre titulares. No obstante, es remarcable el descenso que en 2004 experimenta éste, cayendo hasta un 40%, siendo por tanto el segundo escalón el segmento predominante.

1.7.2.3. Negociación con terceros

El tercer y último sistema de negociación corresponde a las operaciones realizadas en el segundo nivel y comprende las transacciones entre las entidades gestoras y sus clientes. La importancia de este segmento reside en que es la vía habitual de comercialización de la deuda desde los agentes que acuden a las subastas del mercado primario hacia los terceros. La negociación con terceros corresponde, fundamentalmente, a la realizada entre entidades gestoras y los no residentes, fondos de inversión, compañías de seguros, fondos de pensiones, empresas no financieras y particulares.

Al ser un mercado descentralizado, es frecuente que los negociantes no coticen precios idénticos, bien porque difieran en cuanto a la valoración de cada emisión o bien porque tengan carteras distintas. Así, los inversores deberán efectuar cierta labor de búsqueda y confrontación de precios. En este sentido, los mediadores en la negociación entre miembros y entidades gestoras de la negociación con terceros garantizan la eficacia y el buen funcionamiento del mercado, al realizar la labor de búsqueda a través de medios técnicos avanzados.

Gráfico. 1.10. Volumen de negociación de Deuda del Estado entre titulares de cuenta y con terceros (medias de cifras diarias en millones de euros)



Fuente: Elaboración propia a partir de las series temporales del Banco de España

En el gráfico 1.10, además de mostrarse el considerable aumento de la negociación con Deuda del Estado en los dos segmentos a lo largo del período, destaca la importancia del segmento con terceros al representar aproximadamente el doble de la negociación entre titulares.

Tal como indica Ezquiaga (1991), es en el mercado entre titulares de cuenta, por sus características, en el que se forman los precios y tipos de interés de referencia para el segmento de gestoras con terceros. En éste únicamente se forman los diferenciales que las condiciones del mercado permiten obtener en cada momento a las entidades gestoras en su favor. Éstos dependen básicamente de la competencia entre gestoras, no del nivel general de tipos de interés.

Además del Mercado de Deuda Pública Anotada, existe un segmento minorista⁹⁶ en la Bolsa de Valores en el que también se negocia Deuda del Estado, y que intenta aumentar la transparencia del mercado entre gestoras y terceros aportando una referencia más para las operaciones simples. No obstante, la magnitud de los volúmenes negociados en éste, no es comparable a la registrada en el mercado de deuda, como muestra la tabla 1.6. En este segmento, la compensación y la liquidación son asumidas por las propias entidades gestoras.

⁹⁶ Orden de 16 enero de 1992 que aprobó el sistema de negociación, liquidación y compensación de operaciones sobre anotaciones en cuenta de deuda pública en las Bolsas Oficiales de Valores.

Tabla 1.6. Negociación de Deuda del Estado en el Mercado de Deuda Pública Anotada y en el mercado bursátil

	MDPA		Bolsas		Total
	mm de euros	%	mm de euros	%	
1993	5.107,2	99,93%	3,6	0,07%	5.110,8
1994	6.696,7	99,68%	21,3	0,32%	6.718,0
1995	6.098,7	99,65%	21,3	0,35%	6.120,0
1996	8.797,3	99,40%	53,2	0,60%	8.850,5
1997	12.379,1	99,82%	21,9	0,18%	12.401,0
1998	14.491,1	100,00%	0,6	0,00%	14.491,7
1999	13.188,9	100,00%	0,2	0,00%	13.189,0
2000	13.884,8	100,00%	0,1	0,00%	13.884,9
2001	16.240,7	100,00%	0,0	0,00%	16.240,8
2002	18.805,4	100,00%	0,0	0,00%	18.805,5
2003	21.290,3	100,00%	0,1	0,00%	21.290,4
2004	22833,7	100,00%	0,04	0,00%	22.833,6
2005	22219,9	100,00%	0,04	0,00%	22.220,0
2006	22615,4	100,00%	0,04	0,00%	22.615,4
2007	22664,3	100,00%	0,03	0,00%	22.664,4

Notas: MDPA, Mercado de Deuda Pública Anotada

mm de euros: miles de millones de euros

Negociación acumulada al final de año

Fuente: Elaboración propia a partir de las series temporales del Banco de España

1.7.3. TIPOLOGÍA DE OPERACIONES

En el mercado español de deuda pública existen dos tipos de operaciones: simples, en las que se realiza una única compraventa; y dobles, en las que se efectúan dos compraventas de sentido contrario. Ambas operaciones se pueden realizar al contado y a plazo.

1.7.3.1. Operaciones simples

La transacción se realiza en una única operación, en la que se transfieren al comprador todos los derechos del título: cupones, el valor de reembolso, etc. Así, se transmite la propiedad del título hasta su vencimiento. Por tanto el nuevo propietario de éste podrá negociarlo en el mercado secundario, pudiéndolo transmitir de nuevo antes del vencimiento.

Dentro de las operaciones simples se distingue entre las operaciones al contado y las operaciones a plazo. En las primeras, en el momento de la contratación se determinan los valores objeto de la operación y las condiciones en que se realizará la transacción, que incluirán la transmisión de los valores antes del quinto día hábil siguiente al de la contratación. De no estipularse fecha para la operación, se entenderá acordado el día hábil siguiente al de contratación. Estas operaciones suponen el traspaso de la propiedad de la deuda con todos los derechos implícitos que ello conlleva, como por ejemplo el pago de los cupones y del principal.

Por otra parte, las operaciones a plazo se diferencian de las operaciones al contado porque las partes acuerdan una fecha para la transmisión de los valores que va más allá de los cinco días hábiles posteriores a la de contratación.

La elección del período de cinco días hábiles que condiciona la tipología de la operación se debe a la práctica común de otros mercados, donde las operaciones al contado se liquidaban cinco días hábiles después de la fecha de contratación; extendiendo el concepto de contado hasta esa fecha, se conseguía que el mercado español fuera homologable a los usos habituales en otros países⁹⁷.

En la Orden Ministerial de 19 de mayo de 1987 se regulan por primera vez las operaciones de compraventa a plazo entre titulares⁹⁸, desarrollándose esta normativa en la Circular 12/1988 del Banco de España, de 8 de septiembre, que recientemente ha sido modificada por la Circular 2/2007 de 26 de enero. En esta última se contemplan dos formas de liquidar la operación a plazo: por entrega de los valores, y por diferencias en cualquier fecha del plazo, o incluso en la pactada para su ejecución.

En relación a las operaciones simples con terceros, la Resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera de 21 de marzo de 1989 estableció la posibilidad de que las entidades gestoras formalizasen con las personas físicas o

⁹⁷ Véase Santos (1998). En el segmento ciego del mercado, los negociantes cotizaban y acordaban operaciones con entrega en el quinto día hábil siguiente a la fecha de contratación, es decir, en el último día en el que la operación tendría consideración de contado.

⁹⁸ En la misma orden se autorizan las operaciones de compraventa a plazo entre las entidades gestoras y sus comitentes, pero queda condicionada a la organización previa del mercado de plazo entre titulares en cuentas en la Central de Anotaciones y a la posterior decisión de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

jurídicas que no sean titulares de cuenta en la Central de Anotaciones (es decir, los terceros), operaciones a plazo de Deuda del Estado Anotada, amparadas en contratos individualizados, siempre que éstos hayan sido previamente autorizados por la Central de Anotaciones. Esta resolución fue derogada por otra de 29 de octubre de 1997, que amplió a los titulares de cuenta la posibilidad de concertar operaciones a plazo con terceros y al mismo tiempo rebajó su importe nominal mínimo a diez millones de pesetas frente a los cien que se exigían en la circular 8/1991. Posteriormente en la circular 2/2007 se ha fijado este mínimo en 100.000 euros, y se contempla la posibilidad de reducir este nominal si las operaciones se instrumentan en determinados contratos tipo. Así, esta evolución normativa está orientada a facilitar el acceso de los terceros en la negociación a plazo⁹⁹.

Finalmente, cabe mencionar que tanto en el mercado de operaciones a plazo entre titulares como en el de las realizadas con terceros existe la posibilidad de realizar operaciones sobre deuda que está pendiente de emitir, siempre que no falten más de treinta días naturales para su inclusión en Iberclear, y su emisión haya sido publicada en el Boletín Oficial del Estado¹⁰⁰.

1.7.3.2. Operaciones dobles: repos y simultáneas

En este tipo de transacciones las partes contratantes acuerdan cerrar simultáneamente dos operaciones simples, una de compra y otra de venta, ya sea la primera al contado y la segunda a plazo o las dos a plazo. El comprador de la primera operación será el vendedor de la segunda y viceversa. Se trata de operaciones en firme, pactándose el precio de venta y de recompra, a unas fechas determinadas (la primera fecha se denomina fecha valor y la segunda fecha vencimiento). La compraventa temporal da derecho al cobro de los cupones por el poseedor del activo en la fecha de vencimiento del cupón¹⁰¹.

Así en las operaciones dobles las partes acuerdan realizar dos transacciones de sentido contrario. La diferencia entre el precio de las dos transacciones (venta y

⁹⁹ Álvarez (2002).

¹⁰⁰ Circular 7/1997 del Banco de España, de 21 de noviembre.

¹⁰¹ www.tesoro.es.

recompra), determina la rentabilidad de la operación. Se trata de cesiones temporales de activos, distinguiéndose entre compraventas con pacto de recompra (repos) y simultáneas.

Las operaciones de cesión temporal de activos han supuesto desde sus orígenes un instrumento atractivo para los inversores, en especial los institucionales, para la gestión de liquidez a corto plazo. Los tipos de interés resultantes de estas operaciones suelen ser preferibles a los de los instrumentos alternativos disponibles como depósitos bancarios convencionales, y además se trata de operaciones menos arriesgadas que las de compraventa simple cuando el horizonte temporal del inversor es muy corto, ya que en estas últimas existe el riesgo de precio.

Tanto en el caso de las operaciones repo como en el de las simultáneas, jurídicamente, la propiedad de los valores es transferida plenamente, siendo entonces el comprador quien cobra los flujos que generan los títulos durante el plazo de la operación. Esta característica, unida a la no exigencia de retención fiscal a cuenta en el impuesto del comprador, favorecieron el auge de estas operaciones hasta 1998, cuando los cupones de los Bonos y Obligaciones del Estado estaban sujetos a retención. Ello propició el uso generalizado de los inversores institucionales españoles de éstas operaciones para el lavado de cupón¹⁰². No obstante, la desaparición de esta práctica tras la promulgación del Real Decreto 2717/1998 de 18 de diciembre que eliminaba la existencia de retención fiscal en los instrumentos de renta fija para las sociedades, no ha menguado la negociación de Deuda del Estado mediante esta modalidad, tal como mostraremos más adelante.

Las operaciones de compraventa con pacto de recompra o repo¹⁰³ constituyen una operación en la que en el momento de su realización se pacta otra de sentido contrario sobre el mismo título. Es decir, en éstas, el propietario de los títulos los

¹⁰² Véase Rodríguez (1997).

¹⁰³ Repo es el término abreviado de *Repurchase Agreement*.

vende a un comprador a un precio determinado, acordando con éste, en el mismo momento, su recompra en una fecha determinada comprendida entre la de venta y la de vencimiento.

En estas operaciones la primera venta se debe realizar antes del quinto día hábil siguiente al de la contratación, al igual que en el caso de las operaciones al contado. Y también, como en éstas, en el caso de no indicarse se entiende que la fecha de realización es el día hábil siguiente al de contratación.

Cabe distinguir entre dos tipos de operaciones de compraventa con pacto de recompra¹⁰⁴:

- En fecha fija: aquéllas en las que el titular de los valores los vende hasta la fecha de amortización, conviniendo simultáneamente la recompra de valores de idénticas características y por igual valor nominal, en una fecha determinada e intermedia entre la de venta y la de amortización.
- A la vista: aquellas en que, en el momento de la contratación, se estipulan el precio y la fecha de transmisión de la compraventa inicial y se fija el período durante el que el comprador-vendedor tiene la opción de exigir la recompra en las condiciones que deberán quedar establecidas en el mismo acto de contratación. Dichas condiciones se fijarán de manera que la rentabilidad interna de la adquisición temporal de la deuda sea la acordada, cualquiera que sea el momento en que se ejercite la opción. La recompra se ordenará con un preaviso mínimo de un día sobre la fecha de transmisión de valores¹⁰⁵.

En estas operaciones la parte compradora adquiere la titularidad del valor objeto de la operación; por consiguiente, hasta la fecha del compromiso podrá cobrar los cupones que genere el título y contratar otras operaciones repo a un plazo que no

¹⁰⁴ Circular 2/2007 del Banco de España, de 26 de enero.

¹⁰⁵ Estas operaciones son poco frecuentes; y se realizan básicamente en el segmento de negociación propio de las entidades gestoras y sus clientes. Véase Álvarez (2002).

exceda la fecha de compromiso del anterior (se trataría de una operación repo de repo)¹⁰⁶.

El no poder ceder los valores adquiridos a través de operaciones repo a plazos que superen la fecha de vencimiento de la primera operación limita la disponibilidad de los valores adquiridos a través de repos. No obstante, esta restricción también supone la eliminación del riesgo de que el vendedor/comprador de la operación no recupere sus títulos. Así, el riesgo que existe en estas operaciones se limita a que el vendedor/comprador no disponga de efectivo en la cuenta para realizar el pago correspondiente a la recompra del título. En este caso la segunda compraventa se anula y se considera a la primera transacción como una compraventa simple al contado¹⁰⁷.

Por otro lado, se considerarán operaciones simultáneas aquellas en las que se contraten, al mismo tiempo, dos compraventas de valores de sentido contrario, realizadas ambas sobre el mismo tipo de activo y por el mismo importe nominal, pero con distinta fecha de ejecución. Así, esta operación es prácticamente idéntica a la repo que hemos analizado anteriormente, si bien presenta ciertas diferencias, en las que profundizaremos en el siguiente epígrafe.

Uno de los aspectos que diferencian a las simultáneas de las repo es el diferente tratamiento que reciben los valores adquiridos a través de estas operaciones. Ya hemos comentado que los adquiridos a través de repo no se pueden ceder en nuevas operaciones con vencimiento que superen el de la primera repo. Esta restricción no existe si el valor se ha adquirido a través de una simultánea. De esta forma en estas operaciones el riesgo de incumplimiento puede producirse tanto porque el vendedor/comprador no disponga de efectivo, como el comprador/vendedor no disponga en su cuenta de los valores a entregar.

La contabilización de las operaciones dobles se realiza como la de un depósito, si la entidad cede los valores, o como la de un préstamo si los adquiere. Así los

¹⁰⁶ Las entidades de crédito suelen ceder temporalmente a sus clientes títulos en forma de repo y que proceden a su vez de otros repos realizados por estas entidades en el mercado mayorista, produciéndose de esta forma un encadenamiento de repos. Véase Vázquez (1995).

¹⁰⁷ Tena (2000).

valores comprados o vendidos en operaciones dobles ser reflejarán, respectivamente, en cuentas separadas del activo o pasivo.

Las operaciones dobles se contabilizarán por el precio efectivo de la compraventa inicial, siendo la diferencia entre ésta y la compraventa final un coste, si se ceden los valores, o un ingreso financiero, si se adquieren temporalmente, para la entidad.

En el registro de Iberclear se distinguen dos saldos de valores: la cartera registrada y la cartera a vencimiento. La cartera registrada a nombre de una persona física o jurídica está formada por el conjunto de valores que son de su propiedad, tanto si han sido adquiridos a través de operaciones simples como de operaciones dobles. La cartera a vencimiento está formada por la cartera registrada más los valores cedidos temporalmente menos los valores adquiridos temporalmente. En esta cartera podemos evaluar el riesgo de tipo de interés asumido por el propietario de los títulos.

1.7.3.3. Diferencias entre repos y simultáneas

Financieramente, tanto las operaciones repo como las simultáneas suponen para el vendedor de los activos la obtención de un préstamo garantizado por las letras, bonos u obligaciones cedidos en la operación. En ambas operaciones la venta de valores está sujeta a un pacto de recompra de los mismos en una fecha anterior a su vencimiento. Así, cuando una entidad de crédito contrata con otra una operación doble, obtiene a través de ésta un préstamo de fondos con garantía de valores, de forma alternativa a la contratación de un depósito interbancario, para el que no existen activos de garantía que actúen como colateral, siendo la garantía "personal"; y es por ello que el tipo de interés aplicable en esta operación debería ser ligeramente inferior al que se contrataría en el mercado interbancario.

Asimismo, entidades que tienen escasez de alguna referencia de deuda de cara a la liquidación diaria pueden obtenerla a través de estas operaciones

temporalmente. Desde un punto de vista fiscal, ninguna de las dos operaciones genera retención fiscal a cuenta en el impuesto del comprador.

Así, de acuerdo con lo comentado hasta ahora, una operación repo y una simultánea son idénticas si las analizamos desde un punto de vista financiero, contable o fiscal. Las diferencias entre ambas, como hemos anticipado, surgen del distinto tratamiento en función del tipo de operación que desde Iberclear se da a los saldos adquiridos.

Mientras que la disponibilidad de los valores adquiridos mediante una operación simultánea es plena, en el caso de las operaciones repo el comprador no puede transmitirlos a vencimiento y sólo puede efectuar con los valores adquiridos operaciones repo que no excedan la fecha del compromiso de venta contraído en la primera operación¹⁰⁸. El control de Iberclear sobre los saldos del comprador de activos mediante un repo impide que la operación quede al descubierto. No existe el riesgo de que el comprador no disponga de los activos cedidos en la fecha pactada para la recompra, ya que el control de Iberclear impide que pueda no tener los títulos disponibles en cartera para hacer frente a esa obligación. Así, la operación simultánea supone una mayor flexibilidad para el comprador que la operación con pacto de recompra.

Este hecho conlleva a que el riesgo de incumplimiento al vencimiento de una y otra operación sea diferente, ya que en la simultánea existe la posibilidad de que incumplan las dos partes, por falta de efectivo o valores, y en la repo únicamente existe el riesgo de incumplimiento del vendedor, por falta de efectivo.

No obstante, en ambos casos la posición del que no incumple está en cierto modo garantizada al anularse la segunda operación y considerarse la primera operación realizada a vencimiento (ello sin perjuicio de que la parte afectada lleve a cabo acciones legales contra la parte que incumple para exigirle indemnización por daños y perjuicios).

¹⁰⁸ En la Circular del Banco de España 16/1987, norma séptima se indica en relación a los repos que “la parte compradora en las operaciones detalladas en este epígrafe adquiere la titularidad del valor objeto de la operación; por consiguiente, hasta la fecha del compromiso, podrá efectuar, a su vez, operaciones con pacto de recompra en las que el mismo no exceda la fecha del anterior”.

Otra diferencia consiste en que, en las operaciones simultáneas, la compraventa inicial no tiene que producirse antes del quinto día hábil siguiente al de la contratación, ya que, como se ha comentado, se puede iniciar con una operación a plazo.

Cabe remarcar que las operaciones simultáneas, son asimilables a lo que se conoce internacionalmente como operación repo, siendo pues las más frecuentemente utilizadas por los no residentes. De hecho, lo que en España se conoce como operación repo no existe en el resto de mercados.

En cualquier caso, debemos tener en cuenta que en el mercado español de deuda, todas las operaciones, tanto simples como dobles, están sometidas al régimen jurídico de la compraventa, y por ello, un tenedor de deuda pública se considera el propietario de ésta, independientemente del tipo de operación mediante el cual la adquirió.

Las operaciones que realizan las entidades financieras con sus clientes suelen instrumentarse mediante repos debido a los importes mínimos exigidos para las operaciones a plazo que forman parte de una simultánea¹⁰⁹, y a los menores costes de custodia de las repos. Estas operaciones suponen una inversión alternativa a un depósito a plazo, a la vista o de ahorro.

1.7.4. EVOLUCIÓN DEL MERCADO SECUNDARIO: 1991-2007

1.7.4.1. Aspectos generales

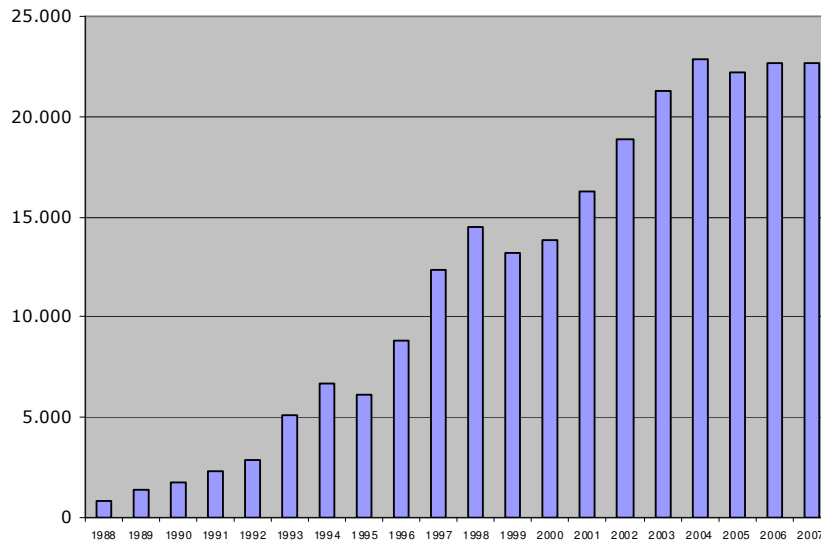
Desde que se creara el Sistema de Anotaciones en Cuenta en 1987 hasta 2004, el volumen de contratación de Deuda del Estado ha crecido de forma continuada, pasando de un volumen de negociación de 854.000 millones de euros en 1988 a 22,8 billones de euros en 2004 (gráfico 1.11). No obstante, cabe destacar las

¹⁰⁹ En las simultáneas, al igual que ocurre con la operativa a plazo, se exige un importe nominal mínimo de 0,60 millones de euros, de acuerdo a lo que establece la norma primera de la Circular del Banco de España 8/1991.

excepciones que se producen en 1995 y en 1999, en que la negociación desciende aproximadamente un 9% respecto al año anterior.

Así, en 1995 se rompe por primera vez la tendencia marcada desde 1988 de continuo crecimiento en el volumen de negociación. El descenso en la actividad del mercado resulta más llamativo si se considera que en 1995 las emisiones netas incrementaron en casi 22.200 millones de euros, de los que la mayor parte fueron emisiones a medio y largo plazo. El descenso de los volúmenes de contratación se debió a la menor actividad de los agentes no residentes en el mercado secundario de deuda¹¹⁰. En cambio, en 1999 el retroceso en la negociación viene explicado en gran parte por una paulatina reducción de la Deuda del Estado en el activo de los fondos de inversión¹¹¹, vinculada a la redenominación en euros de toda la deuda pública europea.

Gráfico 1.11. Evolución de la contratación en el mercado secundario de Deuda del Estado 1988-2007 (en miles de millones de euros)



Fuente: Elaboración propia a partir de las series temporales del Banco de España

¹¹⁰ Banco de España (1995).

¹¹¹ Tesoro Público (2004).

Como muestra la tabla 1.7, las operaciones dobles han sido notablemente más importantes que las operaciones simples, aglutinando en 2007 aproximadamente el 85% de la negociación del mercado. A su vez, dentro de las operaciones dobles, las repo han superado a las simultáneas en la totalidad del mercado, aunque en los últimos diez años, las simultáneas han ido ganando cuota de mercado hasta alcanzar el 36%, en 2007. Entre las operaciones simples, las operaciones a plazo han sido marginales, predominando las operaciones al contado que representan el 14% de la contratación global del mercado en 2007, frente al 1,26% correspondiente a las operaciones simples a plazo.

Tabla 1.7. Mercado secundario de Deuda del Estado. Volúmenes negociados (en millones de euros y %)

	Total						Entre titulares de cuentas						Gestoras con terceros					
	Total	SP.C	SP.P.	RE.C.	ST.C.	ST.P.	Total	SP.C	SP.P.	RE.C.	ST.C.	ST.P.	Total	SP.C	SP.P.	RE.C.	ST.C.	ST.P.
1988	854.956,8	5,90%	0,14%	93,94%	0,02%	0,01%	22,17%	19,26%	0,61%	79,99%	0,11%	0,03%	77,83%	2,09%	0,00%	97,91%	0,00%	0,00%
1989	1.413.042,9	4,58%	0,98%	94,01%	0,34%	0,09%	19,92%	9,80%	4,91%	83,13%	1,73%	0,43%	80,08%	3,28%	0,00%	96,72%	0,00%	0,00%
1990	1.784.565,8	4,26%	1,86%	92,80%	1,01%	0,08%	21,22%	7,07%	8,75%	79,05%	4,76%	0,38%	78,78%	3,50%	0,00%	96,50%	0,00%	0,00%
1991	2.281.457,7	9,24%	2,92%	85,74%	2,06%	0,04%	28,08%	12,56%	10,41%	69,55%	7,34%	0,15%	71,92%	7,94%	0,00%	92,06%	0,00%	0,00%
1992	2.897.498,4	13,84%	1,37%	77,93%	6,75%	0,11%	34,39%	16,25%	3,97%	59,83%	19,62%	0,33%	65,61%	12,59%	0,00%	87,41%	0,00%	0,00%
1993	5.107.204,8	24,00%	1,20%	53,58%	21,10%	0,11%	38,10%	18,23%	2,29%	45,62%	33,59%	0,27%	61,90%	27,56%	0,53%	58,48%	13,42%	0,01%
1994	6.696.694,3	19,35%	1,20%	49,43%	29,67%	0,35%	34,96%	20,76%	1,68%	28,14%	48,66%	0,76%	65,04%	18,59%	0,95%	60,88%	19,46%	0,12%
1995	6.098.735,4	17,78%	1,19%	50,92%	29,45%	0,66%	31,66%	23,33%	1,77%	20,55%	52,92%	1,44%	68,34%	15,20%	0,92%	64,99%	18,58%	0,30%
1996	8.797.280,1	16,31%	0,72%	51,94%	30,30%	0,73%	30,44%	22,66%	1,13%	18,03%	56,73%	1,44%	69,56%	13,52%	0,54%	66,78%	18,73%	0,42%
1997	12.379.140,3	13,91%	0,61%	58,35%	26,53%	0,59%	26,28%	17,30%	0,93%	20,37%	60,25%	1,17%	73,72%	12,71%	0,50%	71,89%	14,52%	0,39%
1998	14.491.146,0	12,11%	0,39%	59,79%	27,22%	0,49%	22,33%	15,33%	0,78%	13,22%	69,50%	1,18%	77,67%	11,18%	0,28%	73,18%	15,07%	0,29%
1999	13.188.864,3	14,06%	0,39%	58,56%	26,62%	0,37%	25,50%	15,94%	0,68%	3,72%	78,80%	0,87%	74,50%	13,42%	0,29%	77,33%	8,76%	0,20%
2000	13.884.811,4	11,81%	0,17%	57,84%	29,96%	0,22%	31,40%	12,27%	0,33%	3,57%	83,22%	0,61%	68,60%	11,60%	0,09%	82,69%	5,58%	0,04%
2001	16.240.743,5	12,57%	0,16%	53,89%	33,26%	0,12%	34,89%	14,06%	0,31%	1,50%	83,80%	0,33%	65,11%	11,77%	0,07%	81,98%	6,17%	0,01%
2002	18.805.432,9	12,29%	0,10%	54,16%	33,33%	0,12%	34,37%	15,44%	0,22%	1,51%	82,50%	0,34%	65,63%	10,64%	0,03%	81,74%	7,58%	0,00%
2003	21.290.330,9	10,55%	0,30%	52,50%	36,49%	0,15%	36,29%	12,22%	0,25%	0,85%	86,28%	0,40%	63,71%	9,60%	0,32%	81,92%	8,14%	0,01%
2004	22.833.682,3	9,36%	0,49%	54,65%	35,32%	0,18%	34,08%	8,19%	0,14%	1,24%	89,94%	0,49%	65,92%	9,96%	0,68%	82,25%	7,08%	0,02%
2005	22.219.944,4	10,52%	1,39%	51,35%	36,53%	0,20%	34,85%	7,29%	0,13%	0,90%	91,16%	0,52%	65,15%	12,26%	2,07%	78,34%	7,30%	0,02%
2006	22.615.358,0	12,84%	1,45%	48,80%	36,81%	0,10%	33,35%	6,73%	0,05%	0,00%	92,95%	0,27%	66,65%	15,89%	2,15%	73,22%	8,72%	0,02%
2007	24.511.221,6	14,07%	1,26%	48,12%	36,44%	0,11%	33,30%	6,15%	0,01%	0,00%	93,53%	0,31%	66,70%	18,03%	1,89%	72,14%	7,94%	0,01%

Nota: 1. Datos expresados en % del volumen de negociación de cada tipo de operación sobre el total negociado en el mercado y para cada segmento

2. SP. (operaciones simples), RE. (operaciones repos), ST. (operaciones simultáneas), C. (al contado), P. (a plazo)

Fuente: Elaboración propia a partir de las series temporales del Banco de España

De los dos segmentos en que se negocia la Deuda del Estado la negociación ha concentrado mayor actividad en el segmento con terceros que en el de titulares durante todo el período (tabla 1.7). Los cambios en la regulación de la negociación correspondiente a los no residentes pueden explicar en parte la evolución de la distribución de la negociación en los dos segmentos. En 1991 el mercado de Deuda del Estado experimenta un cambio estructural a raíz de la eliminación de las trabas burocráticas y fiscales a los no residentes¹¹². Ello supuso un aumento en los volúmenes negociados por estos inversores a lo largo de la década de los noventa, a los que hasta 1998 no se permitió el acceso como miembros del mercado; así sus operaciones quedaban hasta entonces registradas en el segmento con terceros. Por tanto, la mayor importancia en cuanto a volumen de negociación del segmento con terceros y el descenso moderado que observamos a partir de 2000, parece quedar explicado.

En la operativa entre titulares imperan, desde 1994, las simultáneas al contado, que han ido ganando importancia hasta representar más del 90% en 2007. Por el contrario, en la operativa con terceros, las repo han sido claramente superiores a las simultáneas.

Para explicar esta diferente predominancia cabe recordar que las simultáneas llevan asociado un mayor riesgo de que al vencimiento de la operación el comprador de la primera operación no disponga de los títulos. Así, en el segmento entre titulares, al tratarse de miembros del mercado, el riesgo en estas operaciones es más limitado en comparación con el segmento de gestoras con terceros. En la misma línea, el elevado volumen mínimo que se exige para las operaciones simultáneas puede considerarse menos problemático en el segmento entre titulares en el que se cruzan operaciones con volúmenes unitarios elevados.

Por otro lado, en el sector de gestoras con terceros, al que puede acceder cualquier agente, cobra mayor atractivo la limitación del riesgo que

¹¹² Sobre estos aspectos, véase Ezquiaga (1991). Se introducen por una parte, una serie de facilidades fiscales para la inversión extranjera, básicamente la exención fiscal de las rentas obtenidas por la inversión en deuda española por los no residentes; y por otra la devolución automática de las retenciones practicadas sobre los cupones.

proporcionan las operaciones repo así como la no exigencia de un volumen mínimo. Todo ello conllevaría una mayor importancia de las repo frente a aquéllas.

En relación a las operaciones a plazo que se desarrollan en el mercado secundario, aunque residuales en ambos segmentos, cabe destacar que se encuentran concentradas en las operaciones entre titulares, concretamente en el segundo escalón. En el mercado ciego, el desconocimiento de la contrapartida obligaría a reponer márgenes diariamente en el Banco de España, lo que no ocurre en el segundo escalón¹¹³.

La contratación a plazo estuvo estrechamente vinculada a la negociación de activos en el mercado de futuros y opciones hasta 1993 de forma que, aunque estaban permitidas todas las fechas de ejecución, solía contratarse la de los terceros miércoles del mes, y en concreto los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre coincidiendo con los vencimientos de los contratos de futuros. Sin embargo, a partir de 1993 prácticamente la totalidad de la contratación se hace en otros vencimientos. Además la liquidez de las operaciones a plazo quedó fuertemente deteriorada como consecuencia de lo establecido en las circulares 6/1991, de 13 de noviembre, y 8/1991, de 26 de noviembre, por las que se exigía la previa autorización del Banco de España de los contratos que regulaban las operaciones a plazo entre entidades gestoras con capacidad plena y sus clientes. Asimismo, ante el riesgo que implica esta operativa, se limitó el acceso al pequeño inversor mediante la imposición de un mínimo nominal de 0,60 millones € para cada operación. Esto explica la marginalidad de estas operaciones, teniendo en cuenta además que los principales demandantes, los no residentes, podían llevarlas a cabo en el ámbito de Euroclear y Cedel, sin tener que formalizar contratos a plazo con las entidades gestoras españolas. Por otra parte, el desarrollo del mercado de futuros permitió la sustitución de las operaciones a

¹¹³ Santos (1998).

plazo por operaciones de futuro en las que la estandarización de los contratos y la seguridad de contrapartida limitan el riesgo de crédito asociado a las operaciones¹¹⁴.

1.7.4.2. Negociación por instrumentos

Tras haber analizado los rasgos generales que caracterizan al mercado secundario de Deuda del Estado, pasamos a analizar las pautas de negociación por instrumentos.

Como muestra la tabla 1.8, la negociación con Deuda del Estado sigue una tendencia claramente creciente a lo largo del período 1988-2007, experimentando ligeros retrocesos únicamente en 1995, 1999 y 2005. Hasta 1991, las Letras del Tesoro fueron el instrumento más negociado, pero a partir de ese año la contratación de deuda a medio y largo plazo ha sido claramente superior a la negociación de letras. Esta tendencia se ha dado tanto en el segmento entre titulares como en el de las gestoras con terceros. Esta evolución puede explicarse por varios factores¹¹⁵:

- El alargamiento en la estructura de vencimientos de la Deuda del Estado desde principios de los noventa;
- El proceso de internacionalización que experimenta el mercado español de deuda pública a partir de 1991 que favorece la inversión no residente que suele provenir de inversores institucionales con objetivos a largo plazo¹¹⁶;
- Recientemente, la inversión colectiva doméstica ha impulsado el segmento de operaciones a medio y largo plazo;

¹¹⁴ Véase Rico (1997).

¹¹⁵ Ezquiaga (1991), Ezquiaga (1999) y Analistas Financieros Internacionales (2005).

¹¹⁶ A raíz de los cambios en el tratamiento de la inversión de los no residentes ya comentados en el epígrafe anterior.

- Por otro lado, a partir de 1998, se introduce el mercado la deuda segregable. No obstante, y aunque su negociación haya ido en aumento se puede considerar totalmente marginal.

Tabla 1.8. Mercado secundario de Deuda del Estado. Volúmenes de negociación por instrumentos (en millones de euros y %)

	Total negociación	Letras del Tesoro	BOES no segregados	BOES segregados
1988	854.956,8	80,27%	19,73%	0,00%
1989	1.413.042,9	77,27%	22,73%	0,00%
1990	1.784.565,8	69,69%	30,31%	0,00%
1991	2.281.457,7	61,41%	38,59%	0,00%
1992	2.897.498,4	45,88%	54,12%	0,00%
1993	5.107.204,8	24,27%	75,73%	0,00%
1994	6.696.694,3	16,82%	83,18%	0,00%
1995	6.098.735,4	18,22%	81,78%	0,00%
1996	8.797.280,1	16,39%	83,61%	0,00%
1997	12.379.140,3	19,90%	80,10%	0,00%
1998	14.491.146,0	13,31%	86,38%	0,31%
1999	13.188.864,3	18,99%	80,68%	0,33%
2000	13.884.811,4	18,10%	81,22%	0,68%
2001	16.240.743,5	16,77%	82,44%	0,79%
2002	18.805.432,9	11,89%	87,13%	0,98%
2003	21.290.330,9	12,25%	86,36%	1,39%
2004	22.833.682,1	9,96%	88,80%	1,25%
2005	22.219.944,2	10,04%	88,78%	1,18%
2006	22.615.357,5	7,50%	91,47%	1,03%
2007	24.511.221,7	6,51%	92,17%	1,32%

Fuente: Elaboración propia a partir de las series temporales del Banco de España

Nota: BOES, Bonos y Obligaciones del Estado

Pasamos a analizar las particularidades de la evolución que ha experimentado la negociación de cada uno de los diferentes instrumentos de Deuda del Estado. En primer lugar, como muestra la tabla 1.9, la evolución en términos absolutos de la negociación con Letras del Tesoro ha sido creciente, aunque, como ya comentamos, ha perdido peso a favor de la deuda a medio y largo plazo. No obstante, existen períodos intermedios en que la negociación de letras ha experimentado ligeros retrocesos. El primero, durante el período 1992-1995, que coincide, como veremos a continuación, con el mayor incremento en la contratación de deuda no segregable a medio y largo plazo. Más recientemente, en 1998, 2002 y desde 2004 se producen nuevos retrocesos que podrían

explicarse en parte por la incorporación al mercado de la deuda segregada a partir de 1998; aunque la causa principal puede ser, de nuevo, el incremento en la negociación de la deuda a medio y largo plazo.

En cuanto a la operativa, las repo han concentrado una elevada negociación en las letras, representando casi el 80%; no obstante, a partir de 1999 se observa un incremento significativo en las operaciones simultáneas que pasan a representar un 14% que aumenta hasta un 19% en 2007, siendo el volumen en períodos anteriores prácticamente inexistente.

Si analizamos la distribución de las operaciones con letras por segmentos, observamos que aproximadamente un 80% se realizan entre gestoras y terceros a través de repos a lo largo del período de estudio. En el resto de operaciones con Letras del Tesoro, las que se realizan entre titulares de cuenta, se distinguen claramente dos etapas: hasta 1998 son las repo las que aglutinan el grueso del mercado aunque en continuo descenso; a partir de 1999 se produce un destacable incremento en las operaciones simultáneas al contado, que van en claro detrimento de las repo, hasta representar en 2007 cerca del 90% de las operaciones cruzadas en el mercado entre titulares.

Respecto a las negociación de las emisiones a medio y largo plazo, en la tabla 1.10 se recoge la evolución de la negociación con bonos y obligaciones no segregados por tipo de operación. Se observa un incremento continuado en la negociación con estos instrumentos, únicamente interrumpido en 1995, 1999 y 2005, años en que ya comentamos que se produjeron descensos en la negociación en el conjunto del mercado de Deuda del Estado. Así, estos comportamientos del mercado vendrían explicados en gran medida por la actividad con estos instrumentos.

**Tabla 1.9. Mercado secundario de Deuda del Estado. Letras del Tesoro. Volúmenes negociados
(en millones de euros y %)**

	Total mercado						Entre titulares de ctas						Gestoras con terceros					
	Total	SP.C	SP.P.	RE.C.	ST.C.	ST.P.	Total	SP.C	SP.P.	RE.C.	ST.C.	ST.P.	Total	SP.C	SP.P.	RE.C.	ST.C.	ST.P.
1988	686.304,4	2,03%	0,00%	97,97%	0,00%	0,00%	21,64%	4,63%	0,01%	95,37%	0,00%	0,00%	78,36%	1,31%	0,00%	98,69%	0,00%	0,00%
1989	1.091.870,6	3,65%	0,07%	96,27%	0,00%	0,00%	20,38%	7,65%	0,35%	92,00%	0,00%	0,00%	79,62%	2,63%	0,00%	97,37%	0,00%	0,00%
1990	1.243.622,5	3,15%	0,05%	96,80%	0,00%	0,00%	21,21%	5,30%	0,22%	94,48%	0,00%	0,00%	78,79%	2,57%	0,00%	97,43%	0,00%	0,00%
1991	1.400.945,9	6,16%	0,03%	93,81%	0,00%	0,00%	23,88%	8,60%	0,12%	91,28%	0,00%	0,00%	76,12%	5,40%	0,00%	94,60%	0,00%	0,00%
1992	1.329.462,5	5,92%	0,00%	94,07%	0,00%	0,00%	31,52%	6,22%	0,01%	93,77%	0,00%	0,00%	68,48%	5,79%	0,00%	94,21%	0,00%	0,00%
1993	1.239.535,2	9,18%	0,03%	89,14%	1,66%	0,00%	34,28%	7,73%	0,07%	92,17%	0,03%	0,01%	65,72%	9,93%	0,01%	87,55%	2,51%	0,00%
1994	1.126.237,1	8,26%	0,13%	90,93%	0,64%	0,04%	23,92%	11,38%	0,47%	87,81%	0,17%	0,18%	76,08%	7,28%	0,02%	91,91%	0,78%	0,00%
1995	1.110.991,7	11,45%	0,27%	87,23%	1,02%	0,02%	23,54%	18,45%	0,69%	80,45%	0,36%	0,05%	76,46%	9,30%	0,14%	89,32%	1,23%	0,01%
1996	1.441.898,8	9,23%	0,13%	89,80%	0,78%	0,06%	21,57%	16,34%	0,53%	82,04%	0,90%	0,19%	78,43%	7,27%	0,02%	91,94%	0,75%	0,02%
1997	2.464.000,6	7,62%	0,13%	91,64%	0,60%	0,01%	20,41%	13,72%	0,49%	85,59%	0,19%	0,01%	79,59%	6,06%	0,04%	93,19%	0,70%	0,01%
1998	1.928.927,9	5,21%	0,10%	93,37%	1,31%	0,01%	18,04%	11,43%	0,40%	81,86%	6,25%	0,07%	81,96%	3,85%	0,03%	95,90%	0,22%	0,00%
1999	2.504.301,5	3,19%	0,14%	82,64%	14,01%	0,02%	18,11%	6,97%	0,52%	16,60%	75,77%	0,14%	81,89%	2,35%	0,06%	97,24%	0,35%	0,00%
2000	2.512.542,4	3,18%	0,09%	81,10%	15,57%	0,06%	17,12%	5,08%	0,40%	9,92%	84,36%	0,24%	82,88%	2,78%	0,03%	95,80%	1,36%	0,03%
2001	2.723.402,7	2,13%	0,01%	80,30%	17,53%	0,02%	18,06%	4,40%	0,03%	4,51%	90,95%	0,11%	81,94%	1,64%	0,01%	97,01%	1,34%	0,00%
2002	2.235.873,6	1,79%	0,00%	89,20%	8,96%	0,04%	9,99%	6,61%	0,00%	4,12%	88,84%	0,42%	90,01%	1,26%	0,00%	98,65%	0,09%	0,00%
2003	2.607.855,1	3,44%	0,02%	79,64%	16,88%	0,02%	19,51%	12,12%	0,08%	1,38%	86,30%	0,12%	80,49%	1,34%	0,00%	98,61%	0,05%	0,00%
2004	2.273.363,9	5,06%	0,03%	77,89%	17,02%	0,01%	20,78%	17,95%	0,08%	0,42%	81,49%	0,05%	79,22%	1,67%	0,01%	98,22%	0,10%	0,00%
2005	2.230.369,9	5,20%	0,02%	76,66%	18,03%	0,09%	21,71%	17,02%	0,03%	0,08%	82,48%	0,39%	78,29%	1,93%	0,02%	97,89%	0,17%	0,00%
2006	1.695.551,8	5,47%	0,03%	69,91%	24,56%	0,03%	28,35%	13,25%	0,10%	0,00%	86,56%	0,09%	71,65%	2,40%	0,00%	97,57%	0,03%	0,00%
2007	1.594.556,0	3,60%	0,04%	77,15%	19,22%	0,00%	21,32%	10,55%	0,01%	0,00%	89,44%	0,00%	78,68%	1,71%	0,04%	98,05%	0,19%	0,00%

Nota: 1. Datos expresados en % del volumen de negociación de cada tipo de operación sobre el total negociado en el mercado y para cada segmento

2. SP. (operaciones simples), RE. (operaciones repos), ST. (operaciones simultáneas), C. (al contado), P. (a plazo)

Fuente: Elaboración propia a partir de las series temporales del Banco de España

Tabla 1.10. Mercado secundario de Deuda del Estado. Bonos y Obligaciones no segregados. Volúmenes de negociación (en millones de euros y %)

	Total						Entre titulares de cuentas						Gestoras con terceros					
	Total	SP.C	SP.P.	RE.C.	ST.C.	ST.P.	Total TC	SP. C.	SP. P.	RE	ST. C.	ST. P.	Total GT	SP. C.	SP. P.	RE	ST. C.	ST. P.
1988	168.652,4	21,64%	0,68%	77,53%	0,13%	0,03%	24,29%	72,30%	2,79%	24,27%	0,52%	0,13%	75,71%	5,38%	0,00%	94,62%	0,00%	0,00%
1989	321.172,2	7,72%	4,06%	86,33%	1,52%	0,38%	18,36%	17,90%	22,12%	49,66%	8,27%	2,05%	81,64%	5,43%	0,00%	94,57%	0,00%	0,00%
1990	540.943,3	6,80%	6,02%	83,59%	3,33%	0,27%	21,24%	11,13%	28,32%	43,61%	15,67%	1,26%	78,76%	5,63%	0,00%	94,37%	0,00%	0,00%
1991	880.511,8	14,13%	7,53%	72,90%	5,34%	0,11%	34,74%	16,88%	21,67%	45,78%	15,36%	0,31%	65,26%	12,67%	0,00%	87,33%	0,00%	0,00%
1992	1.568.035,9	20,56%	2,52%	64,24%	12,47%	0,21%	36,82%	23,52%	6,85%	35,19%	33,87%	0,56%	63,18%	18,83%	0,00%	81,17%	0,00%	0,00%
1993	3.867.669,7	28,75%	1,58%	42,19%	27,34%	0,14%	39,33%	21,16%	2,91%	32,62%	42,97%	0,34%	60,67%	33,67%	0,72%	48,39%	17,20%	0,02%
1994	5.570.457,1	21,59%	1,42%	41,04%	35,54%	0,41%	37,19%	21,97%	1,84%	20,38%	54,97%	0,84%	62,81%	21,36%	1,18%	53,27%	24,04%	0,15%
1995	4.987.743,7	19,18%	1,40%	42,83%	35,79%	0,80%	33,47%	24,09%	1,94%	11,16%	61,15%	1,65%	66,53%	16,71%	1,13%	58,76%	23,02%	0,38%
1996	7.355.381,4	17,69%	0,84%	44,52%	36,09%	0,86%	32,18%	23,49%	1,21%	9,62%	64,07%	1,61%	67,82%	14,94%	0,66%	61,08%	22,81%	0,51%
1997	9.915.139,7	15,48%	0,73%	50,08%	32,98%	0,74%	27,73%	17,95%	1,00%	8,44%	71,23%	1,38%	72,27%	14,53%	0,63%	66,06%	18,30%	0,49%
1998	12.516.862,1	12,92%	0,43%	54,84%	31,25%	0,56%	22,91%	15,41%	0,81%	4,98%	77,47%	1,32%	77,09%	12,18%	0,32%	69,65%	17,51%	0,33%
1999	10.640.871,7	16,47%	0,43%	52,99%	29,66%	0,46%	27,23%	17,11%	0,68%	1,72%	79,51%	0,98%	72,77%	16,23%	0,34%	72,17%	11,00%	0,26%
2000	11.277.790,5	13,68%	0,18%	52,54%	33,34%	0,26%	34,74%	12,93%	0,33%	2,88%	83,20%	0,66%	65,26%	14,08%	0,11%	78,98%	6,79%	0,04%
2001	13.389.644,9	14,70%	0,18%	48,25%	36,73%	0,14%	38,59%	14,90%	0,33%	1,21%	83,21%	0,35%	61,41%	14,58%	0,09%	77,80%	7,52%	0,01%
2002	16.385.605,4	13,76%	0,11%	49,00%	36,99%	0,13%	38,00%	15,66%	0,21%	1,41%	82,38%	0,34%	62,00%	12,60%	0,04%	78,18%	9,18%	0,01%
2003	18.386.488,3	11,66%	0,34%	47,98%	39,84%	0,18%	39,20%	12,17%	0,26%	0,81%	86,34%	0,42%	60,80%	11,34%	0,39%	78,40%	9,86%	0,02%
2004	20.275.572,5	9,93%	0,55%	51,56%	37,76%	0,20%	35,92%	7,54%	0,13%	1,29%	90,51%	0,52%	64,08%	11,26%	0,78%	79,74%	8,19%	0,03%
2005	19.726.464,6	11,22%	1,57%	47,99%	39,00%	0,21%	36,69%	6,62%	0,13%	0,96%	91,75%	0,53%	63,31%	13,89%	2,40%	75,25%	8,44%	0,03%
2006	20.686.035,1	13,52%	1,58%	46,59%	38,20%	0,11%	34,09%	6,23%	0,04%	0,00%	93,45%	0,28%	65,91%	17,28%	2,37%	70,69%	9,63%	0,03%
2007	22.592.217,6	14,94%	1,35%	45,45%	38,14%	0,12%	34,58%	5,92%	0,01%	0,00%	93,75%	0,32%	65,42%	19,70%	2,06%	69,48%	8,74%	0,01%

Nota: 1. Datos expresados en % del volumen de negociación de cada tipo de operación sobre el total negociado en el mercado y para cada segmento

2. SP. (operaciones simples), RE. (operaciones repos), ST. (operaciones simultáneas), C. (al contado), P. (a plazo)

Fuente: Elaboración propia a partir de las series temporales del Banco de España

En el mercado de operaciones dobles con bonos y obligaciones no segregados también es mayoritaria la operatoria instrumentada mediante repos (alrededor del 45% del volumen negociado en 2007); pero a diferencia de las operaciones con letras, las simultáneas con bonos y obligaciones suponen cifras de alrededor del 40% de las operaciones dobles realizadas con estos activos y su volumen crece a un ritmo similar al experimentado por los repos sobre bonos y obligaciones. Finalmente, a diferencia del mercado de letras, en los Bonos y Obligaciones del Estado las operaciones simples al contado son más significativas pues suponen en 2007 cerca del 15% de la negociación con estos instrumentos.

Podemos observar que domina la operativa entre gestoras y terceros frente a la realizada entre titulares de cuenta. El primer segmento instrumenta su operatoria principalmente a través de repos, al igual que ocurría con las letras, aunque en una menor proporción del mercado, alrededor del 70% en 2007. Las operaciones entre titulares de cuenta, que representan aproximadamente una tercera parte del mercado, se realizan básicamente a través de simultáneas. En ambos segmentos, la incorporación de las simultáneas al mercado supone un descenso en la operativa repo, llegando a sustituir a ésta como predominante en el segmento entre titulares de cuenta.

Por último, como ya se comentó, en 1998 se inicia el mercado de deuda segregada o *strips*. No obstante, su importancia relativa es reducida, como mostraba la tabla 1.8, al representar en torno al 1% de las operaciones. La tabla 1.11 muestra la evolución de la negociación de estos instrumentos en el mercado secundario: en términos absolutos ha experimentado un aumento continuado, aunque lo más destacable es el incremento del 116% en 2000, que parecía augurar el despegue definitivo del mercado de *strips*, aunque a partir de este año, el crecimiento se modera.

La negociación con *strips* se realiza mayoritariamente a través de repos, a excepción del primer año de andadura del mercado, 1998, cuando predominaron las operaciones simples al contado. Por otro lado, desde un principio, la negociación ha sido más intensa con terceros. La negociación en este segmento ha ido ganando peso hasta alcanzar el 97% del mercado. Entre titulares de cuentas se realizan fundamentalmente simultáneas al contado, aunque la importancia de este segmento es muy reducida.

Tabla 1.11. Mercado secundario de Deuda del Estado. Deuda segregada. Volúmenes negociados (en millones de euros y %)

	Total						Entre titulares de cuentas						Gestoras con terceros					
	Total	SP. C.	SP. P.	RE	ST. C.	ST. P.	Total TC	SP. C.	SP. P.	RE	ST. C.	ST. P.	Total GT	SP. C.	SP. P.	RE	ST. C.	ST. P.
1998	45.356,0	79,95%	1,78%	0,00%	18,20%	0,07%	42,96%	72,00%	1,61%	0,00%	26,24%	0,14%	57,04%	85,93%	1,90%	0,00%	12,15%	0,02%
1999	43.691,1	51,30%	3,57%	35,18%	9,95%	0,00%	28,47%	70,26%	6,10%	0,00%	23,65%	0,00%	71,53%	43,75%	2,57%	49,18%	4,50%	0,00%
2000	94.478,5	17,70%	0,66%	72,70%	8,94%	0,00%	12,21%	54,37%	0,74%	0,00%	44,89%	0,00%	87,79%	12,60%	0,65%	82,81%	3,94%	0,00%
2001	127.695,9	12,04%	0,76%	82,56%	4,64%	0,00%	6,62%	67,97%	5,58%	0,00%	26,44%	0,00%	93,38%	8,07%	0,42%	88,41%	3,09%	0,00%
2002	183.953,8	8,50%	0,69%	87,94%	2,88%	0,00%	6,83%	62,86%	8,14%	0,00%	29,00%	0,00%	93,17%	4,51%	0,14%	94,39%	0,96%	0,00%
2003	295.987,5	4,23%	0,14%	93,98%	1,64%	0,00%	3,31%	52,98%	4,10%	0,00%	42,86%	0,05%	96,69%	2,56%	0,01%	97,20%	0,23%	0,00%
2004	284.745,7	3,27%	0,28%	88,73%	7,72%	0,00%	8,76%	12,40%	2,03%	0,00%	85,57%	0,00%	91,24%	2,39%	0,11%	97,25%	0,24%	0,00%
2005	263.109,7	3,11%	0,12%	88,59%	8,18%	0,00%	9,05%	11,01%	0,89%	0,00%	88,10%	0,00%	90,95%	2,33%	0,04%	97,40%	0,24%	0,00%
2006	233.770,7	6,17%	0,48%	90,66%	2,70%	0,00%	4,81%	43,48%	3,05%	0,00%	53,47%	0,00%	95,19%	4,28%	0,35%	95,24%	0,13%	0,00%
2007	324.448,2	5,30%	1,04%	90,91%	2,73%	0,02%	2,84%	39,18%	1,48%	0,00%	58,66%	0,68%	97,16%	4,31%	1,03%	93,58%	1,09%	0,00%

Nota: 1. Datos expresados en % del volumen de negociación de cada tipo de operación sobre el total negociado en el mercado y para cada segmento

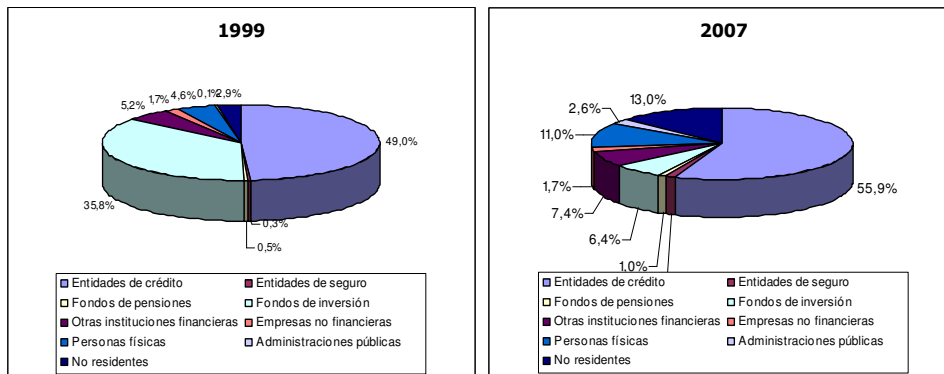
2. SP. (operaciones simples), RE. (operaciones repos), ST. (operaciones simultáneas), C. (al contado), P. (a plazo)

Fuente: Elaboración propia a partir de las series temporales del Banco de España

A continuación pasamos a analizar las características de los principales tenedores para los diferentes instrumentos de deuda¹¹⁷. En los gráficos 1.12, 1.13 y 1.14 observamos como se reparte la tenencia de los instrumentos de Deuda del Estado entre los diferentes agentes, en los años 1999 y 2007.

Respecto a los tenedores de letras, observamos que mayoritariamente están en manos de las entidades de crédito; aunque también es remarcable la proporción que poseen los fondos de inversión, seguidos de las personas físicas. Asimismo, cabe destacar el aumento moderado que ha experimentado esta última tipología de tenedores. En cuanto al sector no residente, que en 1999 tenía una presencia casi nula, pasa a representar en 2007 un 13%. Estos incrementos van en detrimento de la participación de los fondos de inversión y personas físicas. Finalmente, cabe mencionar que la tenencia de letras por parte de fondos de pensiones y aseguradoras es prácticamente nula, lo cual es lógico ya que son agentes que tienen un horizonte inversor a medio y largo plazo.

Gráfico 1.12. Mercado secundario de Deuda del Estado. Letras del Tesoro. Distribución por tenedores

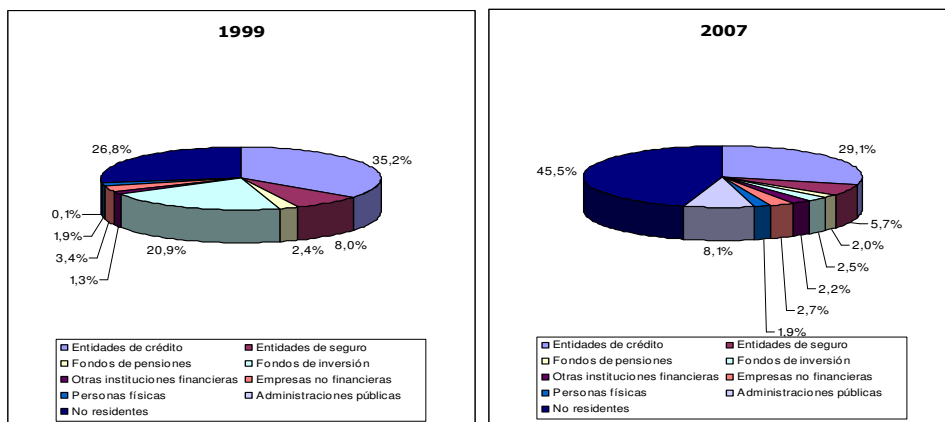


Fuente: Elaboración propia a partir de las series temporales del Banco de España

¹¹⁷ El Banco de España distingue las siguientes tipologías entre los participantes del mercado: entidades de crédito, aseguradoras, fondos de pensiones, fondos de inversión, otras instituciones financieras, empresas no financieras, personas físicas, administraciones públicas y finalmente, no residentes.

Los bonos y obligaciones no segregados, como muestra el gráfico 1.13 se reparten básicamente entre las entidades de crédito, cuya participación disminuye moderadamente en el período, y el sector no residente, que por el contrario, aumenta fuertemente su presencia en estos instrumentos. Como ya comentamos, este sector no residente, formado mayoritariamente por inversores institucionales, ha sido el motor del desarrollo del segmento a largo plazo del mercado de Deuda del Estado, ante la insuficiencia cuantitativa de la inversión institucional doméstica¹¹⁸.

**Gráfico 1.13. Mercado secundario de Deuda del Estado.
Bonos y Obligaciones no segregados. Distribución por tenedores**

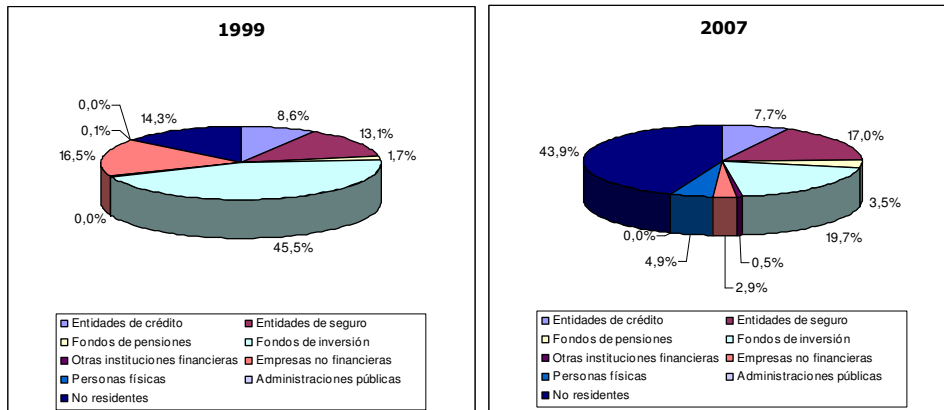


Fuente: Elaboración propia a partir de las series temporales del Banco de España.

Los principales tenedores de *strips* en 1999 son los fondos de inversión seguidos de las entidades de seguros y empresas no financieras (gráfico 1.14). Cabe destacar el crecimiento de los *strips* en poder de inversores no residentes, que en 2007 pasan a tener en su poder el 44% de estos títulos; desplazando así a los fondos de inversión a un segundo lugar seguidos de las entidades de seguro. Sus horizontes de inversión y la utilización por su parte de estrategias de gestión como el “cash-flow matching” o la inmunización, dada la idoneidad de los *strips* para aplicarlas, podían llevar a prever cierto éxito de los *strips* para este segmento de inversores y el protagonismo de éstos agentes entre sus tenedores, que de momento no se ha plasmado en un mayor dinamismo de este mercado.

¹¹⁸ Véase Ezquiaga (1999).

**Gráfico 1.14. Mercado secundario de Deuda del Estado.
Deuda segregada. Distribución por tenedores**



Fuente: Elaboración propia a partir de las series temporales del Banco de España.

En la tabla 1.12 se muestra la evolución desde 1995 a 2007 de la proporción de deuda no segregada en las carteras de los diferentes participantes del mercado. Se incluyen las proporciones que representa la deuda no segregada sobre el total de deuda mantenida por estos agentes; la cartera a vencimiento, y la registrada, que es igual a la anterior ajustada teniendo en cuenta las operaciones dobles. Esta última nos permitirá analizar qué participantes del mercado utilizan sus carteras para obtener financiación, y los que simplemente utilizan las operaciones temporales para aumentar sus tenencias de títulos.

Observamos que las entidades de crédito y el sector no residente utilizan sus carteras a vencimiento para obtener financiación. Por el contrario, el resto de agentes, a través de las operaciones dobles, incrementan la proporción de su cartera invertida en Deuda del Estado. En este sentido, cabe destacar el caso de los fondos de inversión que mantienen una cartera registrada notablemente superior a las tenencias a vencimiento.

Tabla 1.12. Deuda del Estado no segregada: distribución por tenedores. Saldos nominales en millones de euros y %

	ENTIDADES DE CREDITO		ENTIDADES DE SEGUROS		FONDOS DE PENSIONES		FONDOS DE INVERSION		OTRAS INSTITUCIONES		EMPRESAS		PERSONAS FÍSICAS		ADMINISTRACIONES PÚBLICAS		NO RESIDENTES		TOTAL
	Vto.	Reg.	Vto.	Reg.	Vto.	Reg.	Vto.	Reg.	Vto.	Reg.	Vto.	Reg.	Vto.	Reg.	Vto.	Reg.	Vto.	Reg.	
1995	98.482	34.168	11.870	16.396	2.789	4.574	21.793	53.166	421	721	7.453	28.626	10.818	27.779	60	865	33.542	20.933	187.227
	52,60%	18,25%	6,34%	8,76%	1,49%	2,44%	11,64%	28,40%	0,22%	0,39%	3,98%	15,29%	5,78%	14,84%	0,03%	0,46%	17,92%	11,18%	100,00%
1996	100.884	25.520	14.348	20.223	4.146	6.534	44.676	83.947	12	944	8.639	29.940	8.590	21.084	65	1.428	34.713	26.453	216.073
	46,69%	11,81%	6,64%	9,36%	1,92%	3,02%	20,68%	38,85%	0,01%	0,44%	4,00%	13,86%	3,98%	9,76%	0,03%	0,66%	16,07%	12,24%	100,00%
1997	94.085	13.380	16.116	21.807	5.755	7.919	57.878	108.729	159	1.531	9.546	29.336	6.605	17.194	75	1.286	41.515	30.550	231.735
	40,60%	5,77%	6,95%	9,41%	2,48%	3,42%	24,98%	46,92%	0,07%	0,66%	4,12%	12,66%	2,85%	7,42%	0,03%	0,55%	17,91%	13,18%	100,00%
1998	85.796	23.654	18.058	20.775	5.861	7.603	63.705	101.957	2.842	4.534	8.142	23.540	5.154	13.992	23	520	40.238	33.241	229.817
	37,33%	10,29%	7,86%	9,04%	2,55%	3,31%	27,72%	44,36%	1,24%	1,97%	3,54%	10,24%	2,24%	6,09%	0,01%	0,23%	17,51%	14,46%	100,00%
1999	87.324	30.471	19.891	21.482	5.969	8.362	51.891	80.161	3.249	4.658	8.343	27.152	4.760	13.238	146	638	66.618	62.031	248.193
	35,18%	12,28%	8,01%	8,66%	2,40%	3,37%	20,91%	32,30%	1,31%	1,88%	3,36%	10,94%	1,92%	5,33%	0,06%	0,26%	26,84%	24,99%	100,00%
2000	85.324	17.579	19.202	22.803	6.986	10.286	31.624	60.767	3.503	5.526	9.529	31.431	5.862	16.344	638	1.424	95.465	91.975	258.136
	33,05%	6,81%	7,44%	8,83%	2,71%	3,98%	12,25%	23,54%	1,36%	2,14%	3,69%	12,18%	2,27%	6,33%	0,25%	0,55%	36,98%	35,63%	100,00%
2001	94.704	13.173	18.120	23.021	6.273	9.763	19.220	50.600	3.627	5.661	7.228	32.871	5.559	14.698	1.568	15.988	105.999	96.525	262.299
	36,11%	5,02%	6,91%	8,78%	2,39%	3,72%	7,33%	19,29%	1,38%	2,16%	2,76%	12,53%	2,12%	5,60%	0,60%	6,10%	40,41%	36,80%	100,00%
2002	93.993	11.628	17.244	23.222	4.868	10.610	16.650	48.547	3.745	5.237	7.513	31.273	5.413	13.142	5.799	22.490	115.634	104.710	270.860
	34,70%	4,29%	6,37%	8,57%	1,80%	3,92%	6,15%	17,92%	1,38%	1,93%	2,77%	11,55%	2,00%	4,85%	2,14%	8,30%	42,69%	38,66%	100,00%
2003	111.069	29.039	15.896	21.827	4.715	11.299	13.758	43.809	3.362	4.830	7.300	31.011	4.448	10.106	9.565	21.137	101.968	99.021	272.079
	40,82%	10,67%	5,84%	8,02%	1,73%	4,15%	5,06%	16,10%	1,24%	1,78%	2,68%	11,40%	1,63%	3,71%	3,52%	7,77%	37,48%	36,39%	100,00%
2004	95.550	16.761	16.889	21.533	3.767	10.719	9.585	39.774	3.515	5.782	7.920	32.005	4.218	8.984	17.246	29.424	121.227	114.934	279.916
	34,14%	5,99%	6,03%	7,69%	1,35%	3,83%	3,42%	14,21%	1,26%	2,07%	2,83%	11,43%	1,51%	3,21%	6,16%	10,51%	43,31%	41,06%	100,00%
2005	89.118	18.546	16.812	20.413	4.455	9.811	9.427	41.805	5.011	7.533	9.132	27.364	4.089	8.493	19.969	34.452	128.410	118.006	286.424
	31,11%	6,48%	5,87%	7,13%	1,56%	3,43%	3,29%	14,60%	1,75%	2,63%	3,19%	9,55%	1,43%	2,97%	6,97%	12,03%	44,83%	41,20%	100,00%
2006	79.856	17.165	16.355	19.919	4.719	10.075	9.632	42.491	5.210	8.569	9.134	26.174	4.305	8.364	18.837	34.502	135.464	116.252	283.511
	26,98%	5,68%	5,78%	7,34%	1,93%	4,26%	3,13%	14,05%	1,77%	2,97%	3,27%	9,85%	1,66%	3,31%	6,54%	11,41%	48,95%	41,13%	100,00%
2007	76.926	18.556	16.409	19.719	6.065	13.378	8.275	39.369	5.801	9.739	8.674	25.890	5.324	9.699	20.804	33.361	137.436	116.006	285.715
	29,14%	6,89%	5,75%	7,14%	2,02%	4,56%	2,54%	13,42%	2,23%	3,78%	2,71%	8,59%	1,95%	3,25%	8,14%	13,19%	45,53%	39,17%	100,00%

Nota: Cartera registrada = Cartera vencimiento ajustada de operaciones temporales y simultáneas.

Empresas no financieras: incluye también Administraciones Públicas.

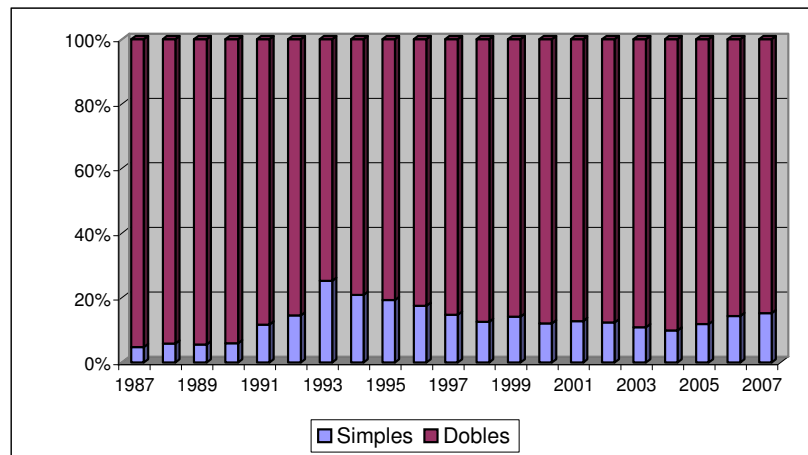
VTO: Cartera a vencimiento; REG.: Cartera registrada

Fuente: Banco de España

1.7.4.3. Negociación por tipo de operación

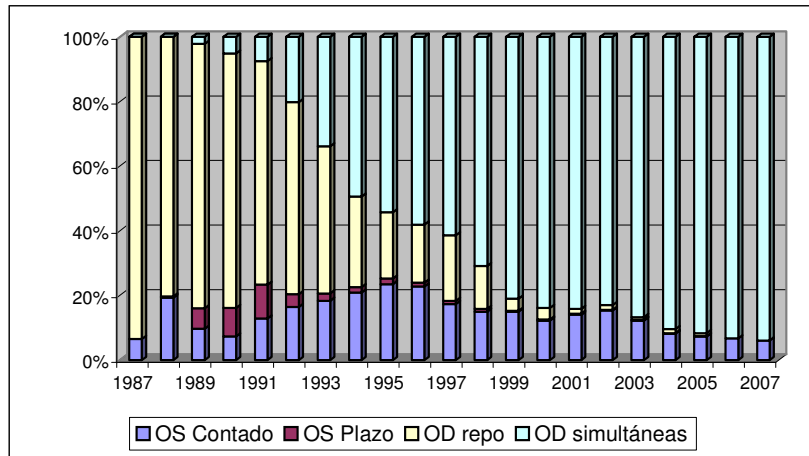
En este epígrafe se analiza la evolución de la negociación atendiendo al tipo de operación, con el objetivo de remarcar la importancia cuantitativa que tienen las operaciones dobles en el mercado secundario de Deuda del Estado. Desde el inicio del sistema de anotaciones en cuenta en 1987, la práctica totalidad del volumen de negociación en este mercado se ha realizado a través de este tipo de operaciones, representando para el conjunto del mercado en los últimos años entre el 85 y el 90% (gráfico 1.15).

Gráfico 1.15. Mercado secundario de Deuda del Estado. Volumen de negociación por tipo de operación (%)



Fuente: Elaboración propia a partir de las series temporales del Banco de España.

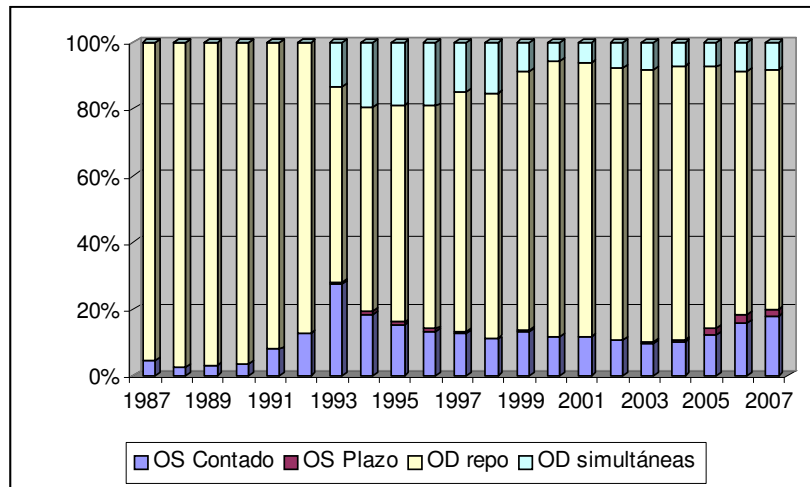
Gráfico 1.16. Mercado secundario de Deuda del Estado entre titulares de cuenta. Volumen de negociación por tipo de operación(%)



Fuente: Elaboración propia a partir de las series temporales del Banco de España.

En el segmento del mercado entre titulares de cuenta como muestra el gráfico 1.16 las operaciones temporales se instrumentan a través de operaciones simultáneas. La operativa repo que en el inicio del mercado aglutinaba este tipo de operaciones ha ido desapareciendo. De hecho, en la Circular 2/2007 de 26 de enero del Banco de España se elimina la posibilidad para este segmento de realizar operaciones repo, pudiéndose realizar éstas únicamente a partir de esta fecha en el ámbito de negociación con terceros. En este segmento las operaciones dobles se realizan básicamente a través de este tipo de operaciones, al no requerir un importe mínimo como en el caso de las operaciones simultáneas (gráfico 1.17).

Gráfico 1.17. Mercado secundario de Deuda del Estado con terceros. Volumen de negociación por tipo de operación(%)



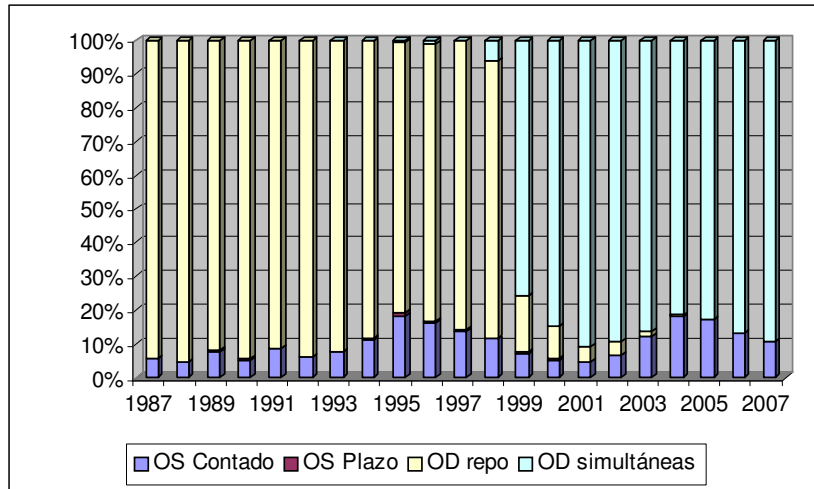
Fuente: Elaboración propia a partir de las series temporales del Banco de España.

1.7.4.3.1. Letras del Tesoro

Centrándonos en la negociación de los instrumentos de Deuda del Estado a corto plazo, como muestran los gráficos 1.18 y 1.19, el grueso de la negociación en los dos segmentos del mercado secundario se realiza a través de operaciones dobles. Concretamente, en el ámbito de negociación entre titulares de cuenta desde 1999 las operaciones dobles se concentran en las simultáneas; hecho que puede ser explicado por la mayor flexibilidad que otorgan éstas a la gestión de carteras de este tipo de activos. De hecho, desde enero de 2007 en que entró en vigor la circular 2/2007 del Banco de España se excluye la posibilidad de realizar operaciones repo entre los titulares de cuenta¹¹⁹. En el segmento de negociación con terceros la operación predominante es la repo, al representar la práctica totalidad del volumen negociado; que, como hemos comentado puede explicarse por la no exigencia de un importe mínimo para realizar este tipo de operaciones.

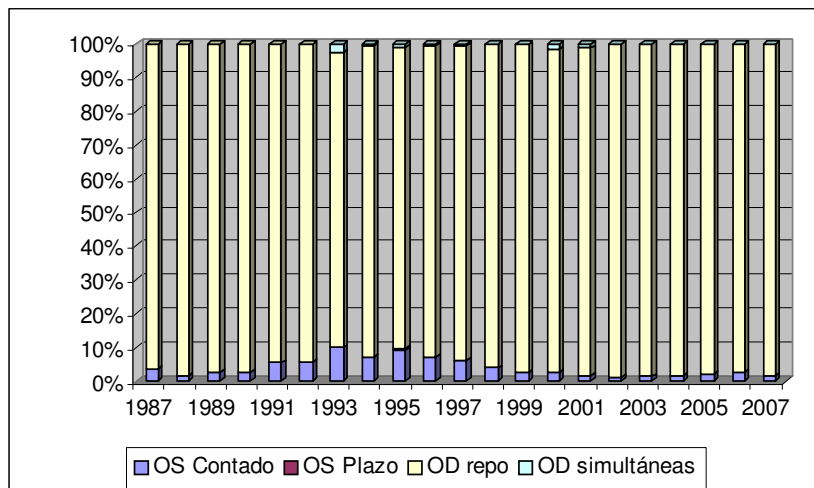
¹¹⁹ En la misma circular se expone que el objetivo de esta normativa es el de adaptar la operativa entre titulares a las condiciones de mercado.

Gráfico 1.18. Mercado secundario de Letras del Tesoro entre titulares de cuenta. Volumen de negociación por tipo de operación(%)



Fuente: Elaboración propia a partir de las series temporales del Banco de España.

Gráfico 1.19. Mercado secundario de Letras del Tesoro con terceros. Volumen de negociación por tipo de operación(%)



Fuente: Elaboración propia a partir de las series temporales del Banco de España.

Tabla 1.13. Evolución de las operaciones dobles con Letras del Tesoro por vencimientos

	A un día	Hasta 1 mes	1-3 meses	3-6 meses	6-12 meses	A más de 12 meses
1989	48,89%	42,07%	5,78%	3,02%	0,20%	0,05%
1990	58,26%	35,05%	4,73%	1,85%	0,10%	0,02%
1991	64,57%	30,67%	3,31%	1,19%	0,22%	0,05%
1992	66,78%	30,11%	2,24%	0,55%	0,24%	0,08%
1993	75,61%	22,33%	1,58%	0,34%	0,11%	0,03%
1994	79,57%	18,96%	0,92%	0,23%	0,21%	0,11%
1995	77,19%	20,51%	1,43%	0,47%	0,28%	0,12%
1996	78,30%	19,65%	1,27%	0,49%	0,19%	0,10%
1997	82,79%	16,02%	0,80%	0,22%	0,11%	0,06%
1998	87,70%	11,21%	0,73%	0,25%	0,06%	0,04%
1999	85,16%	13,73%	0,77%	0,21%	0,09%	0,05%
2000	86,16%	12,93%	0,58%	0,21%	0,09%	0,03%
2001	87,50%	11,67%	0,53%	0,22%	0,05%	0,03%
2002	88,87%	10,41%	0,42%	0,23%	0,06%	0,01%
2003	89,59%	9,82%	0,40%	0,16%	0,02%	0,00%
2004	90,78%	8,80%	0,28%	0,12%	0,01%	0,00%
2005	90,47%	9,10%	0,30%	0,11%	0,02%	0,00%
2006	91,30%	8,25%	0,31%	0,12%	0,02%	0,00%
2007	92,82%	6,72%	0,29%	0,15%	0,02%	0,00%

Fuente: Elaboración propia a partir de las series temporales del Banco de España

Nota: Datos expresados en % del volumen de operaciones en cada vencimiento sobre el total de operaciones dobles en el mercado.

En la tabla 1.13 comprobamos, al analizar la distribución del volumen de operaciones por vencimientos, que el que concentra un mayor volumen de operaciones dobles es el segmento de operaciones a 1 día y a medida que aumentan los vencimientos el volumen de operaciones decrece, siendo residual para operaciones con vencimiento superior al mes e inexistente a más de 1 año. Dicha distribución se explica porque el principal objetivo de la realización de este tipo de operaciones es la colocación/obtención de liquidez a plazos muy cortos. Esta tendencia se ha acentuado en los últimos años: en 2007, más del 90% del volumen de operaciones dobles se negociaron con vencimiento 1 día, mientras que el 0,46% superaban el plazo de 1 mes.

Tabla 1.14. Análisis del volumen que suponen las repos frente a las operaciones simultáneas en cada vencimiento para Letras del Tesoro

	A un día		Hasta un mes		1-3 meses		3-6 meses		6-12 meses		A más de 12 meses	
	RE	SIM	RE	SIM	RE	SIM	RE	SIM	RE	SIM	RE	SIM
1989	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%
1990	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%
1991	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%
1992	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%
1993	99,27%	0,73%	97,22%	2,78%	95,56%	4,44%	98,18%	1,82%	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%
1994	99,97%	0,03%	98,74%	1,26%	94,58%	5,42%	99,56%	0,44%	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%
1995	99,75%	0,25%	98,62%	1,38%	96,77%	3,23%	98,62%	1,38%	99,57%	0,43%	100,00%	0,00%
1996	99,83%	0,17%	99,02%	0,98%	99,33%	0,67%	99,10%	0,90%	97,54%	2,46%	100,00%	0,00%
1997	99,89%	0,11%	98,79%	1,21%	99,23%	0,77%	99,37%	0,63%	95,18%	4,82%	99,42%	0,58%
1998	99,80%	0,20%	98,79%	1,21%	97,33%	2,67%	85,46%	14,54%	94,18%	5,82%	99,39%	0,61%
1999	94,46%	5,54%	94,06%	5,94%	67,80%	32,20%	70,46%	29,54%	83,98%	16,02%	94,53%	5,47%
2000	94,48%	5,52%	90,96%	9,04%	70,45%	29,55%	72,94%	27,06%	62,94%	37,06%	98,00%	2,00%
2001	92,87%	7,13%	95,08%	4,92%	91,69%	8,31%	92,53%	7,47%	84,96%	15,04%	97,90%	2,10%
2002	97,65%	2,35%	97,36%	2,64%	89,63%	10,37%	91,93%	8,07%	91,78%	8,22%	94,90%	5,10%
2003	95,33%	4,67%	94,99%	5,01%	87,49%	12,51%	86,85%	13,15%	93,92%	6,08%	99,06%	0,94%
2004	96,61%	3,39%	94,66%	5,34%	95,74%	4,26%	94,28%	5,72%	95,13%	4,87%	98,74%	1,26%
2005	96,02%	3,98%	95,01%	4,99%	95,36%	4,64%	94,46%	5,54%	96,87%	3,13%	98,81%	1,19%
2006	96,02%	3,98%	94,45%	5,55%	90,77%	9,23%	86,48%	13,52%	73,76%	26,24%	96,43%	3,57%
2007	97,07%	2,93%	94,07%	5,93%	95,39%	4,61%	95,65%	4,35%	92,55%	7,45%	99,04%	0,96%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España

Nota: Datos expresados en % del volumen negociado en cada tipo de operación respecto al total de operaciones dobles en cada segmento

RE: operación repo; SIM: operación simultánea

En cuanto al volumen relativo que suponen las operaciones repo y simultáneas para cada vencimiento, como podemos observar en la tabla 1.14, en las operaciones dobles con Letras del Tesoro predominan claramente las repo, concentrando la práctica totalidad de la negociación. Así, de acuerdo al esquema de negociación que hemos comentado anteriormente podemos deducir que la negociación de este tipo de activos se realiza básicamente entre las gestoras y terceros, puesto que es este segmento donde predomina esta operación. En las operaciones a un mes o a plazos superiores, observamos que tiene una mayor importancia relativa el volumen de operaciones realizadas con las simultáneas; es en estos plazos donde cobra más interés la mayor flexibilidad de esta operación.

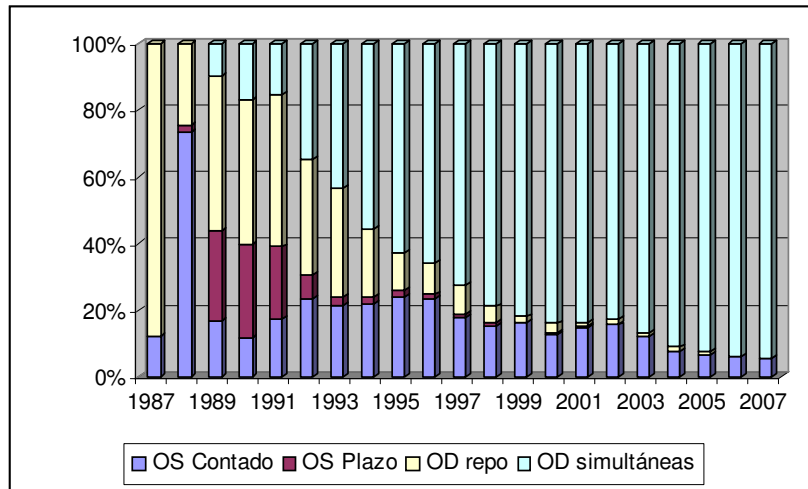
El análisis del volumen de operaciones dobles en función de su vencimiento nos lleva a concluir que las operaciones dobles sobre Letras del Tesoro se concentran

en las operaciones a 1 día. Las operaciones repo suponen la mayor parte de estos volúmenes en todos los vencimientos, pero sobretodo destacan en las operaciones a 1 día.

1.7.4.3.2. Bonos y Obligaciones del Estado

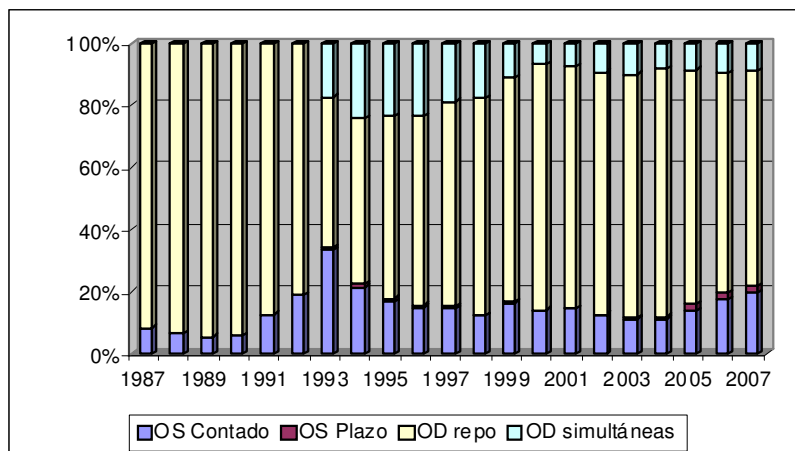
Ciñéndonos pues al mercado de Bonos y Obligaciones del Estado no segregados el esquema de negociación por tipo de operación y por segmento es prácticamente idéntico al del conjunto del mercado y al de las Letras del Tesoro. Como muestran los gráficos 1.20 y 1.21, en el segmento entre titulares de cuenta predominan las operaciones simultáneas, habiendo ganado protagonismo a lo largo del período; y en el segmento con terceros son las operaciones repo las que concentran un mayor volumen de negociación, aunque a diferencia de las letras, las operaciones simples y las simultáneas tienen una mayor importancia en este tipo de instrumentos.

Gráfico 1.20. Mercado secundario de Bonos y Obligaciones del Estado entre titulares de cuenta. Volumen de negociación por tipo de operación(%)



Fuente: Elaboración propia a partir de las series temporales del Banco de España.

Gráfico 1.21. Mercado secundario de Bonos y Obligaciones del Estado con terceros. Volumen de negociación por tipo de operación(%)



Fuente: Elaboración propia a partir de las series temporales del Banco de España.

Tabla 1.15. Evolución de las operaciones dobles con Bonos y Obligaciones no segregados por vencimientos

	A un día	Hasta 1 mes	1-3 meses	3-6 meses	6-12 meses	A más de 12 meses
1989	48,13%	42,08%	6,38%	3,16%	0,20%	0,05%
1990	56,19%	36,68%	5,13%	1,88%	0,10%	0,02%
1991	61,08%	33,73%	3,74%	1,19%	0,22%	0,04%
1992	61,49%	34,54%	2,97%	0,66%	0,26%	0,08%
1993	60,39%	36,52%	2,51%	0,47%	0,10%	0,02%
1994	66,46%	31,06%	1,85%	0,38%	0,18%	0,06%
1995	68,33%	28,66%	2,18%	0,53%	0,23%	0,07%
1996	68,88%	28,47%	1,93%	0,47%	0,20%	0,06%
1997	73,25%	24,87%	1,37%	0,34%	0,13%	0,04%
1998	77,97%	20,28%	1,24%	0,41%	0,07%	0,03%
1999	78,54%	19,50%	1,36%	0,41%	0,15%	0,03%
2000	80,60%	18,21%	0,86%	0,25%	0,07%	0,02%
2001	82,65%	16,22%	0,75%	0,30%	0,07%	0,02%
2002	85,48%	13,54%	0,62%	0,25%	0,09%	0,01%
2003	86,37%	12,64%	0,68%	0,23%	0,07%	0,00%
2004	87,31%	11,93%	0,55%	0,15%	0,05%	0,00%
2005	86,78%	12,41%	0,55%	0,19%	0,07%	0,01%
2006	88,13%	10,99%	0,62%	0,18%	0,07%	0,00%
2007	90,61%	8,48%	0,61%	0,25%	0,05%	0,00%

Fuente: Elaboración propia a partir de las series temporales del Banco de España

Nota: Datos expresados en % del volumen de operaciones en cada vencimiento sobre el total de operaciones dobles en el mercado.

Si analizamos el volumen de operaciones en función de su vencimiento, como muestra la tabla 1.15, el vencimiento en que tradicionalmente se registra un mayor volumen de operaciones dobles es en el segmento de operaciones a 1 día. Esta tendencia se ha acentuado en los últimos años. En 2007, el 90% del volumen de operaciones dobles se negociaron con vencimiento 1 día, mientras que el 99% no superaban el plazo de 1 mes. En cualquier caso ello parece absolutamente razonable ya que la principal utilización de estas operaciones es la colocación/obtención de liquidez en plazos muy cortos. Asimismo, la disminución desde 1999 de las operaciones de lavado de cupón, ha provocado una reducción del volumen relativo que suponían las operaciones a 1 mes y entre 1 y 3 meses respecto al global del mercado, dado que éste era el plazo habitual de la práctica del lavado de cupón¹²⁰. Asimismo, puede observarse que el volumen de operaciones decrece a medida que aumentan los vencimientos, siendo residual para operaciones con vencimiento superior al mes e inexistente a más de 1 año.

Asimismo, podemos observar en la tabla 1.16, el volumen relativo que suponen las operaciones repo y simultáneas para cada vencimiento. En las operaciones a un día, que como comentábamos son las que aglutinan los mayores volúmenes, se observa que la mayor proporción de operaciones dobles realizadas corresponde a las operaciones con pacto de recompra. En cambio, en las operaciones a un mes o a plazos superiores, hay un porcentaje superior del volumen de operaciones realizadas que corresponde a las operaciones simultáneas. Ello es debido a que es en estos plazos donde cobra más interés la mayor libertad de la operación simultánea respecto a la disponibilidad del activo para su comprador.

El estudio del volumen de operaciones dobles en función de su vencimiento nos permite afirmar que las operaciones dobles sobre Bonos y Obligaciones del Estado no segregados se concentran en los plazos más cortos, destacando las operaciones a 1 día. Las operaciones repo suponen la mayor parte de estos volúmenes correspondientes a operaciones a 1 día, pero a medida que aumentan los vencimientos se detecta una mayor presencia de las operaciones simultáneas.

¹²⁰ Si la operación se realiza con más de un mes de antelación a la fecha de pago del cupón no existen restricciones al volumen que las entidades gestoras pueden transmitir a no residentes.

Tabla 1.16. Análisis del volumen que suponen las repos frente a las operaciones simultáneas en cada vencimiento para Bonos y Obligaciones no segregados

	A un día		Hasta un mes		1-3 meses		3-6 mees		6-12 meses		A más de 12 meses	
	RE	SIM	RE	SIM	RE	SIM	RE	SIM	RE	SIM	RE	SIM
1989	99,81%	0,19%	98,23%	1,77%	89,04%	10,96%	93,98%	6,02%	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%
1990	99,71%	0,29%	91,91%	8,09%	88,63%	11,37%	94,32%	5,68%	92,07%	7,93%	95,60%	4,40%
1991	98,49%	1,51%	84,72%	15,28%	82,53%	17,47%	93,12%	6,88%	95,18%	4,82%	99,81%	0,19%
1992	90,95%	9,05%	73,01%	26,99%	63,05%	36,95%	69,24%	30,76%	77,43%	22,57%	89,09%	10,91%
1993	76,37%	23,63%	36,52%	63,48%	37,03%	62,97%	43,74%	56,26%	71,72%	28,28%	100,00%	0,00%
1994	64,34%	35,66%	32,41%	67,59%	25,18%	74,82%	32,13%	67,87%	61,93%	38,07%	100,00%	0,00%
1995	61,72%	38,28%	38,64%	61,36%	34,91%	65,09%	48,12%	51,88%	64,59%	35,41%	100,00%	0,00%
1996	62,89%	37,11%	37,87%	62,13%	36,21%	63,79%	58,15%	41,85%	52,38%	47,62%	92,62%	7,38%
1997	68,28%	31,72%	38,48%	61,52%	34,81%	65,19%	39,45%	60,55%	51,23%	48,77%	84,96%	15,04%
1998	71,78%	28,22%	34,92%	65,08%	36,62%	63,38%	34,32%	65,68%	52,93%	47,07%	82,65%	17,35%
1999	69,75%	30,25%	45,12%	54,88%	26,01%	73,99%	24,08%	75,92%	33,73%	66,27%	86,77%	13,23%
2000	65,86%	34,14%	42,12%	57,88%	31,23%	68,77%	41,03%	58,97%	50,12%	49,88%	100,00%	0,00%
2001	59,95%	40,05%	41,70%	58,30%	39,71%	60,29%	41,47%	58,53%	40,39%	59,61%	100,00%	0,00%
2002	59,29%	40,71%	43,71%	56,29%	35,60%	64,40%	47,49%	52,51%	33,57%	66,43%	100,00%	0,00%
2003	56,72%	43,28%	42,36%	57,64%	29,29%	70,71%	34,80%	65,20%	17,35%	82,65%	99,83%	0,17%
2004	60,13%	39,87%	41,81%	58,19%	29,29%	70,71%	45,32%	54,68%	15,71%	84,29%	90,49%	9,51%
2005	57,57%	42,43%	40,08%	59,92%	29,64%	70,36%	32,23%	67,77%	13,13%	86,87%	19,52%	80,48%
2006	57,02%	42,98%	40,62%	59,38%	25,81%	74,19%	33,73%	66,27%	12,45%	87,55%	100,00%	0,00%
2007	55,96%	44,04%	41,95%	58,05%	25,46%	74,54%	32,59%	67,41%	22,36%	77,64%	89,84%	10,16%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España

Nota: Datos expresados en % del volumen negociado en cada tipo de operación respecto al total de operaciones dobles en cada segmento

RE: operación repo; SIM: operación simultánea

1.8. CONCLUSIONES

El mercado de Deuda del Estado Anotada español desde que se creara en 1987 ha experimentado numerosas modificaciones en su estructura y organización, especialmente ante el proceso de convergencia y la Unión Económica y Monetaria, con el objetivo último de mejorar la eficiencia del funcionamiento del mercado para competir en condiciones similares a las de cualquier estado miembro.

Desde su origen la creación de este mercado venía a cubrir dos necesidades básicas para la autoridad monetaria: la financiación del déficit público y la instrumentación de la política monetaria. En cuanto a la política de financiación, cabe destacar el cambio en el perfil de los vencimientos de la deuda: los

instrumentos emitidos a medio y largo plazo han ido ganando peso en detrimento de los emitidos a corto, incrementando, por tanto, la vida media de la deuda. Este proceso de cambio en la política de Deuda del Estado también ha venido acompañado de una reducción progresiva del déficit público hasta su eliminación, lo que ha provocado la disminución del saldo vivo de deuda pública.

La incorporación a la Unión Económica y Monetaria y la adopción de la moneda única provocó una reducción de los tipos de interés y también de los diferenciales de tipos entre las deudas públicas de los diferentes emisores soberanos. A pesar de perder el principal atractivo que hasta entonces tenía la deuda española para los inversores no residentes, la presencia de éstos en el mercado de Deuda del Estado ha ido en aumento.

En cuanto a la segunda necesidad que cubría la deuda pública, desde el 1 de enero de 1999 es el Banco Central Europeo el que define la política monetaria única de la zona euro. A pesar de este cambio, el mercado de deuda pública sigue siendo un mecanismo clave en la ejecución de la política monetaria al ser la plataforma para determinadas operaciones de mercado abierto.

Los activos que ha utilizado el Tesoro han sido principalmente de dos tipos: a corto plazo, las Letras del Tesoro, y a medio y largo plazo, los Bonos y Obligaciones del Estado. En 1998 se crea el mercado de *strips*, para incorporar en el mercado valores al descuento con vencimiento a medio y largo plazo; aunque los volúmenes de negociación de este tipo de instrumentos nos llevan a concluir que la importancia de este mercado es residual.

El procedimiento habitual para colocar los valores de Deuda del Estado ha sido la subasta competitiva; aunque para determinadas emisiones se ha optado por utilizar la sindicación.

El mercado secundario de deuda pública se estructura en dos grandes niveles. El primero es el de las operaciones entre titulares de anotaciones en cuentas, es decir, entre aquellas instituciones financieras especializadas en la operatoria sobre deuda pública, también denominados miembros del mercado. A su vez, en este

primer nivel podemos distinguir dos subniveles en función de los procedimientos de negociación: el primer y segundo escalón, siendo éste último el que aglutina un mayor volumen en los últimos años. Por otro lado, el segundo nivel incluye las operaciones entre aquellas empresas o familias que no son titulares de cuentas (denominados terceros) y las entidades titulares de cuentas que pueden mantener y gestionar saldos por cuenta de terceros adicionales a los que mantienen por cuenta propia, entidades que se denominan gestoras por cuenta de terceros. El volumen de negociación de este segmento representa aproximadamente el doble de la negociación entre titulares. Finalmente existe un segmento minorista de negociación de la Deuda del Estado en la Bolsa de Valores; aunque los volúmenes negociados son prácticamente insignificantes.

En cuanto a los tipos de operaciones que se pueden realizar en el mercado secundario son: simples, en las que se realiza una única compraventa; y dobles, en las que se efectúan dos compraventas de sentido contrario. Estas últimas a su vez pueden instrumentarse a través de repos y simultáneas.

Una operación repo y una operación simultánea son idénticas si las analizamos desde un punto de vista financiero y fiscal. Las diferencias entre ambas surgen del distinto tratamiento en función del tipo de operación que desde Iberclear se da a los saldos adquiridos. Mientras que la disponibilidad de los valores adquiridos mediante una simultánea es plena, en el caso de las repo el comprador no puede transmitirlos a vencimiento y sólo puede efectuar con los valores adquiridos nuevas repo que no excedan la fecha del compromiso de venta contraído en la primera operación. Así, la simultánea supone una mayor flexibilidad para el comprador que la operación con pacto de recompra.

Al analizar el volumen de negocio correspondiente al mercado de Deuda del Estado en función de la tipología de las operaciones constatamos el predominio de las operaciones dobles, al representar en 2007 un 85% de la negociación. En el segmento de negociación entre titulares de cuentas, son las simultáneas las que aglutinan un mayor volumen de negocio. Éstas, como se ha comentado, llevan asociado un mayor riesgo de que al vencimiento de la operación el comprador de la primera operación no disponga de los títulos. Así, en el segmento entre titulares, al tratarse de miembros del mercado, el riesgo en estas operaciones es

más limitado en comparación con el segmento de gestoras con terceros. Asimismo, el elevado volumen mínimo que se exige para las operaciones simultáneas puede considerarse menos problemático en el segmento entre titulares en el que se cruzan operaciones con volúmenes unitarios elevados. Por otro lado, en el segmento de negociación de gestoras con terceros, las operaciones que concentran un mayor volumen de negocio son las repo. En este segmento, al que puede acceder cualquier agente, cobra mayor atractivo la limitación del riesgo que proporcionan las operaciones repo así como la no exigencia de un volumen mínimo. Asimismo, el hecho de que el volumen de Bonos y Obligaciones del Estado no segregados en circulación sea superior al de las Letras del Tesoro justifica la propensión a que la negociación sobre Bonos y Obligaciones del Estado también lo sea.

Del análisis comparativo de los volúmenes de negocio correspondientes a las repo y simultáneas, concluimos que cuando se realizan sobre letras predominan claramente las repo respecto a las simultáneas. En cambio, en el caso de las operaciones dobles realizadas sobre bonos y obligaciones, aunque también se constata que el mayor volumen corresponde a las repo, las simultáneas representan una proporción del total de operaciones realizadas mucho más elevada que en el caso de las letras.

Los principales tenedores de Deuda del Estado, son las entidades de crédito en el caso de las letras y bonos y obligaciones; siendo destacable la presencia del sector no residente en éstos últimos. Este tipo de inversor también es el principal tenedor de la deuda segregada, habiendo desplazado a los fondos de inversión y a las entidades de seguro.

El estudio del volumen de las operaciones dobles en función de su vencimiento nos permite afirmar tanto para las letras como para los bonos y obligaciones, que las operaciones dobles sobre deuda pública se concentran en los plazos más cortos, destacando las operaciones a 1 día. A medida que aumentan los vencimientos, el volumen de operaciones decrece siendo residual para operaciones con vencimiento superior al mes e inexistente a más de 1 año. Esta distribución se explica porque el principal objetivo de la realización de este tipo de operaciones es la colocación/obtención de liquidez a plazos muy cortos.

En este sentido, también hemos contrastado que en las operaciones a un día son las operaciones repo las que concentran la mayor parte de estos volúmenes, pero a medida que aumentan los vencimientos se detecta una mayor presencia de las simultáneas. Ello es debido a que es en estos plazos donde cobra más interés la mayor libertad de la operación simultánea respecto a la disponibilidad del activo para su comprador.

1.9. BIBLIOGRAFÍA

1.9.1. REFERENCIAS

AA.VV. (1978): *Ordenación jurídica del crédito*, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid.

AA.VV. (1982): *La Deuda Pública*, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid.

Álvarez, P. (2002): *El mercado español de deuda del estado*. Online <http://www.vlex.com/vid/348919>.

Analistas Financieros Internacionales (1997): *Guía del Sistema Financiero Español*, Escuela de Finanzas Aplicadas.

Analistas Financieros Internacionales (2005): *Guía del Sistema Financiero Español*, Empresa Global, 4ª edición, Madrid.

Banco de España (1995): *Memoria de la Central de Anotaciones 1995*.

Banco de España (2001): "Armonización de criterios en cálculo de precios y rendimientos", *Operaciones, Gestión de la Información*. Online (<http://www.bde.es/webbde/es/secciones/informes/banota/actuesp.pdf>).

Borràs F.X, Lorenzana, T. Rodríguez, A. Sardá, S. (1997): "Los *strips* de deuda del Estado: una alternativa de inversión en renta fija", *XI Congreso Nacional, VII Congreso Hispano-Francés*, Lleida, Vol. 1, 1997, ISBN 84-89727-42-2 , pp. 295-300.

- Calvo, J. (2005): "La Deuda Pública en la nueva Ley General Presupuestaria: aspectos sustantivos y procedimentales", *Presupuesto y Gasto Público, Instituto de Estudios Financieros*, núm. 40/2005, pp. 219-246.
- CNMV (1999): *Una década de transformaciones en los mercados de valores españoles*. Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- Córdoba, M. (1996): *Análisis financiero de los mercados monetarios y de valores*, Editorial AC.
- Cruz, R.,; Roldán, J.A. (1983): "El déficit público y su financiación", *Hacienda Pública Española*, núm. 85, pp. 303-330.
- De Andrés, J. Molina, M.C.; Sardá, S. (2003): "Análisis del mercado de operaciones repos y simultáneas sobre deuda pública española", *Boletín Económico de ICE, Información Comercial Española*, núm. 2767, pp. 25-35.
- De Andrés, J. Molina, M.C.; Sardá, S. (2004): "El mercado de strips sobre Deuda del Estado española durante el período 1998-2003: volúmenes y rendimientos", *Boletín Económico de ICE, Información Comercial Española*, núm. 2807, pp. 15-26.
- De Andrés, J.; Barberà, M. G.; Sardá, S. (2000): "La rentabilidad de los strips españoles y su diferencial respecto al mercado de bonos y obligaciones del estado: análisis y perspectivas", *Actualidad financiera*, Año V, Número Monográfico, 2º trimestre.
- Esteso, P.; Melguizo, A. (1982): "La deuda exterior del sector público español", en *La Deuda Pública*, Instituto de Estudios Fiscales.
- Ezquiaga (1991): *El mercado español de deuda del Estado. Estructura y formación de precios*, Ariel Economía, Barcelona.

- Ezquiaga, I. (1995): *Los strips sobre deuda pública*, Analistas Financieros Internacionales, CECA.
- Ezquiaga, I. (1999): *El mercado de deuda pública en euros*, Biblioteca de Economía y Finanzas, Madrid.
- Fabozzi, F.J. y Modigliani, F. (1996): *Mercados y Instituciones Financieras*, Prentice Hall.
- Fernández, J.M. (2001): "Las nuevas tecnologías de la comunicación y la actividad financiera del Tesoro Público", *Economía Industrial*, núm. 338, pp. 119-124.
- García, C. (1990): "Régimen jurídico de las nuevas modalidades de Deuda Pública, Pagarés y Letras del Tesoro", *Revista de Derecho Financiero y Hacienda Pública*, núm. 205, pp. 91-127.
- Gonzalo, L. (1975): "Aspectos fiscales de la emisión de moneda metálica en España", *Hacienda Pública Española*, núm. 33, pp. 183-199.
- Hernández, G. (1998): "La deuda pública se prepara ante la unión monetaria", *Revista Economistas*, núm. 77, pp. 182-183.
- Hernández, G. (2005): "Evolución histórica del déficit público", *Información Comercial Española*, núm. 826, pp. 125-134.
- Instituto Español de Analistas Financieros (2001): *Curso de Bolsa y Mercados Financieros*, Ariel Economía, 3ª edición.
- López, J.L. (1982): *Introducción a la Deuda Pública*, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid.
- Martín, J., en AA.VV. (2004): *Curso de Derecho Financiero y Tributario*, Tecnos.

- Martín, J.L.; Ruiz, R.J. (1999): *El inversor y los mercados financieros*, Ariel Economía, 15ª ed.
- Martín, J.L.; Trujillo, A. (2004): *Manual de los mercados financieros*, Thomson.
- Martínez, M.; Martínez, M. (1992): *Financiación del déficit público en España y nuevos mercados financieros*, Ministerio de Economía y Hacienda, Instituto de Estudios Fiscales.
- Mascareñas, J. (2001): *Gestión de activos financieros de renta fija*, Pirámide.
- Nieto, J.L.; García, F.J. (2000): "Las tendencias actuales en la deuda pública en España", *Boletín Económico de ICE*, núm. 2648, pp. 21-32.
- Parejo, J.A.; Cuervo, A.; Calvo, A.; Rodríguez Sáiz, L. (2001): *Manual de sistema financiero español*, Ariel Economía, 14ª edición.
- Pérez, F. (2004): *Derecho Financiero y Tributario. Parte General*, Thomson-Civitas, 14ª ed.
- Rico, P. (1997): "La estructura temporal de los tipos de interés. El modelo de Cox, Ingersoll y Ross", *Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas*, Universidad de Valencia.
- Rodríguez, C. (1997): "El lavado de cupón: operativa y formación de precios (II)", *Actualidad Financiera*, Vol. 2, núm. 2.
- Santos (1998): *El mercado español de deuda pública*, Banco de España, Servicio de estudios Económicos, Coord. Quirós, Capítulo 3.
- Tejerizo, J.M. (1985): "La Deuda Pública", *Comentarios a la Constitución de 1978* (Dir.: O. Alzaga Villamil), Cortes Generales, Edersa.

Tena, V. (2000): *Análisis de los mercados de valores. Una aproximación a su estructura y funcionamiento*. Dykinson, Madrid.

Tesoro Público (2004): *Memoria 2004. Mercados financieros y deuda pública*.

Tesoro Público (2006): *Estrategia de emisión de los Valores del Tesoro*.

Tratado constitutivo de la Unión Europea (1992): *Tratado de Maastricht*.

Trigo, J.; Pizarro M. (2008): *Política monetaria, crecimiento y deuda*, Colección Informes, núm. 1 febrero, Foment del Treball Nacional.

Valero, F. J. (1994): "Los strips de deuda pública", *Perspectivas del Sistema Financiero*, núm. 46, pp. 109-118.

Vázquez, J.C. (1995): "Los repos celebrados entre entidades de crédito y sus clientes", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 60.

Vera, F.L. (2000): *Guía para el mercado de valores en España*, Cívitas Economía.

Vidal, E. (dir.) (1998): "El impacto del euro en los mercados financieros", Capítulo VI, *Los mercados españoles monetarios y de deuda pública en la UME*, I. Ezquiaga.

1.9.2. LEGISLACIÓN

Circular 12/1988 del Banco de España, de 8 de septiembre.

Circular 16/1987 del Banco de España, de 19 de mayo.

Circular 2/2007, de 26 de enero, del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.

Circular 4/1991 del Banco de España, de 14 de junio.

Circular 6/1991 del Banco de España, de 13 de noviembre.

Circular 7/1997 del Banco de España, de 21 de noviembre.

Circular 8/1991 del Banco de España, de 26 de noviembre.

Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros.

Ley 12/1998, de 28 de abril, por la que se modifica la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España.

Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España.

Ley 21/1993, de 29 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1994.

Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Ley 37/1998, de 16 noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Ley General Presupuestaria 47/2003, de 26 de noviembre.

Ley General Presupuestaria. Texto refundido aprobado por Real Decreto Legislativo 1091/1988, de 23 de septiembre.

Orden de 10 de febrero de 1999 por la que se regula la figura de Creador del Mercado de Deuda Pública del Reino de España.

Orden de 16 de enero de 1992, por la que se autoriza el sistema de negociación, compensación y liquidación de operaciones sobre anotaciones en cuenta de deuda pública en las Bolsas de Valores.

Orden de 19 de mayo de 1987, del Ministerio de Economía y Hacienda que desarrolla el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril.

Orden de 29 de enero de 2001 por la que se desarrollan las normas de cotización a la Seguridad Social, Desempleo, Fondo de Garantía Salarial y Formación Profesional, contenidas en la Ley 13/2000, de 28 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2001.

Orden EHA/15/2008, de 10 de enero, por la que se dispone la creación de Deuda del Estado durante el año 2008 y enero de 2009 y se delegan determinadas facultades en el Director General del Tesoro y Política Financiera.

Orden EHA/19/2007, de 11 de enero, por la que se dispone la creación de Deuda del Estado durante el año 2007 y enero de 2008 y se delegan determinadas facultades en el Director General del Tesoro y Política Financiera.

ORDEN EHA/4247/2005, de 30 de diciembre, por la que se dispone la creación de Deuda del Estado durante el año 2006 y enero de 2007 y se delegan determinadas facultades en el Director General del Tesoro y Política Financiera.

Real Decreto 1009/1991, de 21 de junio, del Ministerio de Economía y Hacienda que modifica el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, en materia de

Adquisición y Pérdida de la Condición de Miembro del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.

Real Decreto 2717/1998, de 18 de diciembre, por el que se regulan los pagos a cuenta en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y en el Impuesto sobre la Renta de no Residentes y se modifica el Reglamento del Impuesto sobre Sociedades en materia de retenciones e ingresos a cuenta.

Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, por el que se dispone la creación de un Sistema de Anotaciones en Cuenta para la Deuda del Estado.

Real Decreto Legislativo 1091/1988, de 23 de septiembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley General Presupuestaria.

Resolución de 15 de diciembre de 1997 de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, por la que se autorizan las operaciones de segregación de principal y cupones de los valores de Deuda del Estado y su reconstitución, y se anuncian las entidades autorizadas a realizar estas operaciones.

Resolución de 20 de julio de 2005, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, por la que regulan los Creadores de Mercado de Deuda Pública del Reino de España.

Resolución de 21 de enero de 2008, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, por la que se disponen determinadas emisiones de Letras del Tesoro a tres y doce meses a realizar durante el año 2008 y el mes de enero de 2009, y se convocan las correspondientes subastas.

Resolución de 21 de marzo de 1989, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera sobre operaciones a plazo a futuros y opciones sobre Deuda del Estado anotada.

Resolución de 25 de enero de 2002, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, por la que se disponen determinadas emisiones de Letras del Tesoro a doce y dieciocho meses a realizar durante el año 2002 y el mes de enero de 2003, y se convocan las correspondientes subastas.

Resolución de 29 de octubre de 1997, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera de regulación de las operaciones a plazo en la Deuda Pública del Estado anotada.