

---

### III. Mercado secundario de deuda anotada del Estado

#### III.1. DESCRIPCIÓN GENERAL

Sin lugar a dudas, el hecho más destacado del año 2001 en relación con el mercado secundario de deuda pública es el considerable aumento de la contratación entre titulares. En efecto: los volúmenes intercambiados el pasado año se sitúan en los 5,7 billones de euros, mientras que en el 2000 se encontraban en los 4,3 billones, lo cual supone un aumento de un 31,7 %. En el mismo sentido, aunque con un avance más moderado —en concreto, un 11,5 %—, ha evolucionado la negociación con terceros, que en el año 2001 totalizó 10,6 billones de euros. Considerando ambos segmentos, la expansión del mercado de deuda pública estatal durante el pasado año fue del 17,9 %.

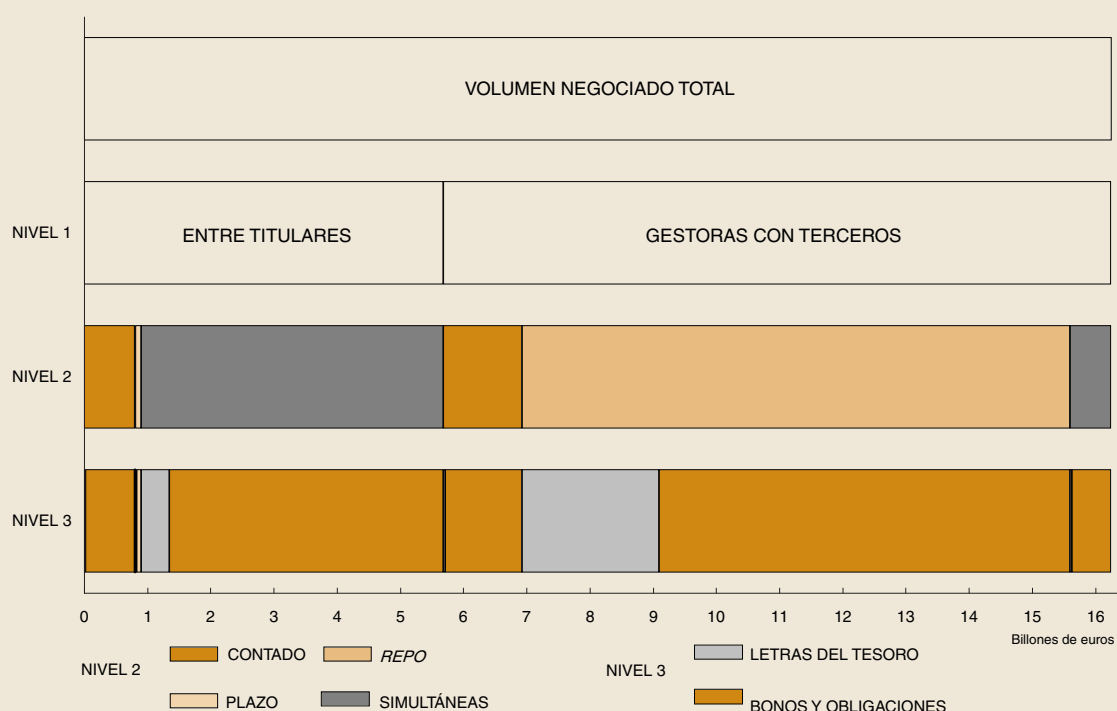
Esta evolución, asentada en el segmento de la negociación entre titulares, supone nuevamente un síntoma de la confianza de que goza este mercado entre los agentes especializados. Ello no obstante, hay que resaltar que parte de esta evolución puede haber tenido su causa última en las caídas de las cotizaciones en los mercados de renta variable, que pueden haber promovido una mayor actividad de negociación en activos caracterizados por una mayor seguridad y, en particular, en deuda pública.

Como en ediciones anteriores de esta publicación, es preciso hacer dos consideraciones relativas a la información de este capítulo. En primer lugar, las cifras utilizadas para su elaboración tienen cierto grado de provisionalidad —más acusada en el tramo de negociación con terceros—, lo cual no es óbice, dada la poca importancia que habitualmente tienen las revisiones posteriores, para poder llevar a cabo una adecuada descripción general de la evolución del mercado de deuda pública anotada.

En segundo lugar, en este capítulo no está incluida la negociación realizada en el ámbito bursátil, que alcanzó los 5,9 mm de euros, de los que 2 mm correspondieron a bonos y obligaciones y el resto a letras del Tesoro. Resulta evidente que estos volúmenes no tienen ninguna relevancia en el mercado español de deuda; además, es preciso recordar que, por lo general, esta contratación recoge operaciones extra-bursátiles que únicamente se incluyen en el sistema bursátil para su registro y liquidación.

Además de estas dos notas metodológicas, conviene señalar aquí que, a diferencia de ediciones de años anteriores de esta Memoria, se ha decidido incorporar la actividad de los mercados derivados de deuda pública en este capítulo dedicado al mercado secundario. De estos mercados derivados, el hecho más relevante en cuanto a negociación se refiere es el continuo

**Mercado secundario de deuda anotada  
2001**



Fuente: Banco de España.

descenso, ya comentado en años anteriores, que viene observándose desde el año 1997.

Con las evoluciones apuntadas anteriormente de los segmentos de negociación entre titulares y de terceros, el primero de ellos supone el 35 % del total de la negociación y continúa la tendencia de los últimos tres años hacia un mayor equilibrio de ambos tramos. En el año 1998, el tramo de negociación entre titulares solo representaba el 22 % del total; así, en el período 1999-2001, es decir, durante la Unión Monetaria, su peso relativo ha aumentado unos trece puntos porcentuales.

En lo que se refiere a los instrumentos negociados, en el año 2001 la negociación con letras del Tesoro supuso casi un 17 % de los volúmenes cruzados, mientras la realizada con bonos y obligaciones superaban ligeramente el 82 %. Por su parte, los intercambios con principales y cupones tuvieron una importancia marginal, pues no alcanzaban un 1 % de la contratación.

Los cambios en la composición por tipo de operación han estado influidos por el citado aumento de la negociación entre titulares. En efecto: las operaciones simultáneas han pasado de representar un 30 % de la negociación a

suponer el 33 %, mientras que las operaciones al contado han aumentado en algo más de un punto porcentual su importancia y suponen el 12,6 % de los volúmenes negociados. Por la misma razón, la negociación en operaciones repo ha perdido peso relativo y ha pasado de aglutinar el 60 % de los volúmenes en 2000 al 54 % en el año 2001. La contratación en operaciones a plazo sigue siendo muy reducida y solo representa un 0,1 % del total del mercado.

En el gráfico III.1 se muestra el desglose de la contratación del mercado de deuda anotada entre los segmentos de titulares y de terceros («nivel 1»), entre los distintos tipos de operaciones («nivel 2») y entre los distintos instrumentos contratados (1) («nivel 3»).

### III.2. NEGOCIACIÓN ENTRE TITULARES

Sin duda alguna, el significativo avance de la negociación entre titulares constituye la nota más destacada de la evolución del mercado de

(1) Dado su reducido volumen, la contratación de principales y cupones segregados se ha sumado a la correspondiente a bonos y obligaciones para evitar un excesivo número de divisiones en el último nivel del gráfico.

CUADRO III.1

**Negociación entre titulares  
Año 2001**

mm de euros

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total	
	Volumen	Variación s/ 2000 (%)	Volumen	Variación s/ 2000 (%)	Volumen	Variación s/ 2000 (%)	Volumen	Variación s/ 2000 (%)	Volumen	Variación s/ 2000 (%)
<b>Total</b>	<b>797,5</b>	<b>55,7</b>	<b>15,6</b>	<b>80,8</b>	<b>84,9</b>	<b>-45,1</b>	<b>4.781,8</b>	<b>31,5</b>	<b>5.679,8</b>	<b>31,7</b>
Ciego	320,8	44,8	0,0	—	0,0	—	0,0	—	320,8	44,8
2º escalón	476,7	64,0	15,6	80,8	84,9	-45,1	4.781,8	31,5	5.359,0	31,0
Letras del Tesoro	21,6	-0,9	0,1	-91,5	22,2	-47,7	448,0	23,7	491,9	14,9
Ciego	0,0	—	0,0	—	0,0	—	0,0	—	0,0	—
2º escalón	21,6	-0,9	0,1	-91,5	22,2	-47,7	448,0	23,7	491,9	14,9
Bonos y obligaciones	770,1	59,0	15,0	119,7	62,7	-44,2	4.317,5	32,1	5.165,3	33,4
Ciego	319,1	46,0	0,0	—	0,0	—	0,0	—	319,1	46,0
2º escalón	451,0	69,7	15,0	119,7	62,7	-44,2	4.317,5	32,1	4.846,1	32,6
Principales y cupones	5,7	-4,5	0,5	511,7	—	—	16,4	236,7	22,6	106,2
Ciego	1,7	-42,8	0,0	—	—	—	0,0	—	1,7	-42,8
2º escalón	4,0	33,8	0,5	511,7	—	—	16,4	236,7	20,9	162,6

Fuente: Banco de España.

deuda pública anotada durante el pasado año 2001. El importe alcanzado de 5,7 billones de euros supone, como se comentó más arriba, una expansión cercana al 34 % respecto a la negociación del año 2000. El hecho de que desde la entrada en la Unión Monetaria la negociación entre los agentes especializados del mercado haya crecido a ritmos más que considerables hace observar con cierta confianza el futuro de este mercado. No obstante, conviene señalar que parte de la negociación del último año puede haberse visto inducida por la evolución negativa, en términos de precios, de los mercados de renta variable.

Por tipos de instrumento, la variación de la negociación entre titulares no ha sido homogénea: la realizada con bonos y obligaciones ha crecido un 33,4 %, hasta alcanzar los 5,2 billones de euros, mientras que las llevadas a cabo con letras del Tesoro (0,5 billones de euros) y con instrumentos segregados (23 mm de euros) han registrado avances del 14,9 % y del 106 %, respectivamente.

Por tipo de operación, nuevamente en el año 2001 fueron las operaciones simultáneas las que experimentaron un mayor crecimiento, que se cifró en el 31,5 %. Notables aumentos se registraron también en las operaciones al contado (55,7 %) y en las operaciones a plazo (80,8 %), aunque en este último caso las cifras son poco significativas, puesto que correspon-

den a niveles muy bajos de contratación. Por su parte, las operaciones repo experimentaron un claro retroceso, cifrado en el 45,1 %, si bien en este caso también empiezan a ser poco ilustrativas las cifras, puesto que son muy reducidos los volúmenes de negociación.

Con estas evoluciones, la contratación de bonos y obligaciones, con un 90,9 % en el año 2001, mantiene aproximadamente su peso en el total de negociación entre titulares. El resto de la negociación se realiza casi en su totalidad con letras del Tesoro, que tienen una cuota del 8,7 %, ya que la negociación con instrumentos segregados carece de relevancia cuantitativa. Por tipo de operación, las simultáneas mantienen una cuota en el entorno del 84 % de la negociación entre titulares; por su parte, las operaciones al contado acumularon el 14 % de la contratación.

En el cuadro III.1 se puede observar la descomposición de la negociación entre titulares, por tipo de operación e instrumento, junto con las variaciones porcentuales en relación con la contratación del año 2000; por su parte, el cuadro III.2 muestra las cuotas de negociación para los años 2000 y 2001; finalmente, el gráfico III.2 ilustra la estructura de la negociación entre titulares (2). Estos dos cuadros y este

(2) Con el objetivo de facilitar las comparaciones, la escala de este gráfico es idéntica a la utilizada en el gráfico III.4, dedicado a la negociación con terceros.

CUADRO III.2

**Cuotas de negociación entre titulares (a)**

%

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total	
	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001
<b>Total</b>	<b>11,9</b>	<b>14,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>3,6</b>	<b>1,5</b>	<b>84,3</b>	<b>84,2</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Ciego	5,1	5,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,1	5,6
2º escalón	6,7	8,4	0,2	0,3	3,6	1,5	84,3	84,2	94,9	94,4
Letras del Tesoro	0,5	0,4	0,0	0,0	1,0	0,4	8,4	7,9	9,9	8,7
Ciego	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2º escalón	0,5	0,4	0,0	0,0	1,0	0,4	8,4	7,9	9,9	8,7
Bonos y obligaciones	11,2	13,6	0,2	0,3	2,6	1,1	75,8	76,0	89,8	90,9
Ciego	5,1	5,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,1	5,6
2º escalón	6,2	7,9	0,2	0,3	2,6	1,1	75,8	76,0	84,7	85,3
Principales y cupones	0,1	0,1	0,0	0,0	—	—	0,1	0,3	0,3	0,4
Ciego	0,1	0,0	0,0	0,0	—	—	0,0	0,0	0,1	0,0
2º escalón	0,1	0,1	0,0	0,0	—	—	0,1	0,3	0,2	0,4

Fuente: Banco de España.

(a) Porcentajes sobre la negociación total entre titulares.

gráfico sirven de apoyo a la lectura de esta sección.

El resto de la sección se dedica a comentar las operaciones al contado, las operaciones

repo y las operaciones simultáneas; no se facilita información adicional sobre las operaciones a plazo, debido a su poca importancia cuantitativa.

**III.2.1. Operaciones simples al contado**

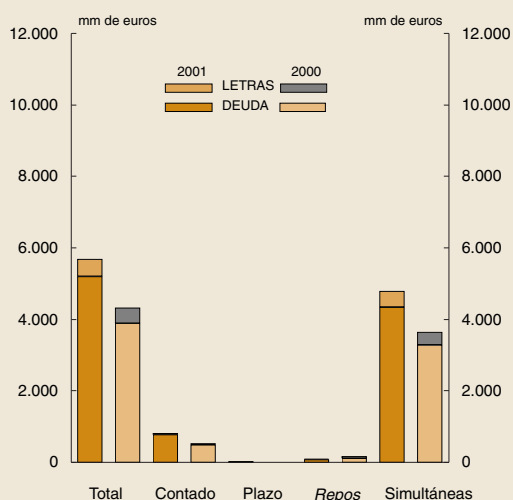
La contratación al contado alcanzó los 797 mm de euros en el año 2001, lo que supuso un crecimiento del 55,7 %. La mayor parte de esta negociación, 770 mm, se realizó con bonos y obligaciones, mientras que con letras del Tesoro se cruzaron 22 mm y con instrumentos segregados unos 6 mm.

Como en años anteriores, el tramo ciego del mercado perdió cuota en la negociación de bonos y obligaciones y, frente al 45 % que suponía en el año 2000, en el año 2001 dicha cuota se redujo hasta el 41 %.

En la parte superior del gráfico III.3 se representan las rentabilidades negociadas en operaciones al contado a diferentes plazos. Todo el año 2001 estuvo caracterizado por una tendencia decreciente en las rentabilidades negociadas en los plazos cortos, más acusada en la segunda mitad del año que en la primera. Estos descensos estarían ligados a la actuación del BCE, influida no solo por la situación macroeconómica del área del euro, sino también por los sucesos del pasado 11 de septiembre.

GRÁFICO III.2

**Negociación entre titulares (a)**



Fuente: Banco de España.

(a) Con el fin de facilitar las comparaciones, la escala utilizada en este gráfico es idéntica a la del gráfico III.4, referente a la negociación con terceros.

Sin embargo, la evolución de la rentabilidad de la deuda a diez años se ha caracterizado por una mayor estabilidad: mientras que en la primera mitad del año dicha rentabilidad se incrementaba en unos quince puntos básicos, hasta situarse en el entorno del 5,35 %, en la segunda se producían sucesivos descensos, hasta cerrar el año en el entorno del 5,15 %. Con estas evoluciones, la curva de rendimientos mostraba una clara pendiente positiva al cerrar el año 2001, con un diferencial de dos puntos porcentuales entre las operaciones a uno y a diez años.

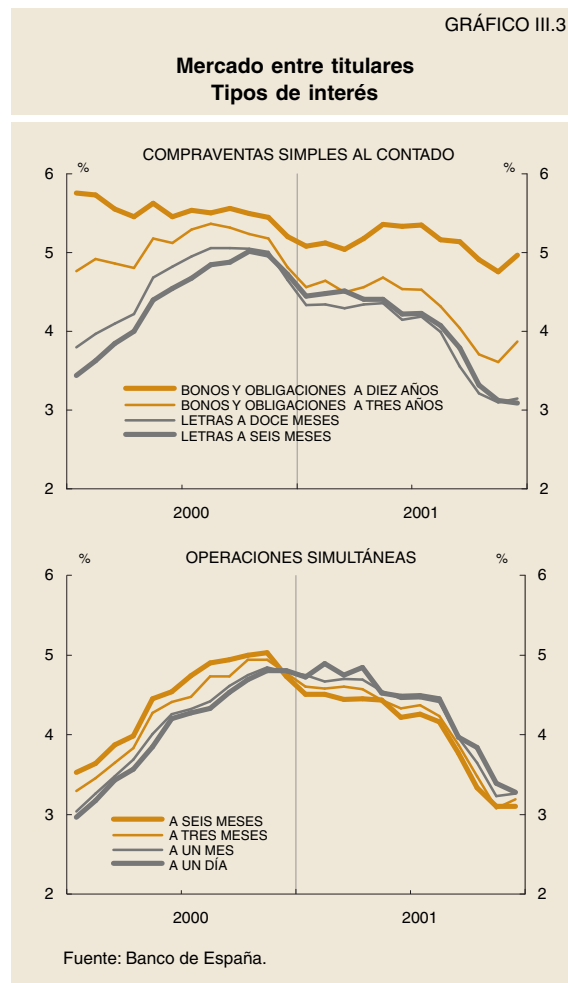
La expansión de la contratación al contado se ha centrado en los bonos y obligaciones, pues tanto en el caso de las letras del Tesoro como en el de los principales y cupones segregados se registraron ligeros descensos. Dentro de la negociación de bonos y obligaciones, es preciso señalar que el avance se ha producido tanto en el tramo ciego, con un crecimiento del 45 % hasta alcanzar una negociación de 321 mm, como en el segundo escalón, en el que el aumento se cifró en el 64 % y la contratación alcanzó los 477 mm.

La concentración de la negociación al contado en varias referencias se ha mantenido en niveles similares a los del año 2000: las cuatro emisiones más negociadas acumularon el 55 % de las operaciones y el 54 % de los volúmenes cruzados. Dichas emisiones fueron la obligación con cupón 5,40 % y vencimiento en julio de 2011 (que acumuló ella sola la cuarta parte de la negociación y de las operaciones), la obligación con cupón 5,35 % y vencimiento en octubre de 2011, el bono con cupón 4,95 % y vencimiento en julio de 2005 y el bono con cupón 4,60 % y vencimiento en julio de 2003.

En cuanto a las letras del Tesoro, hay que señalar que en el pasado año 2001 la negociación, que alcanzó los 21,6 mm, se mantuvo aproximadamente estable, pues tan solo se produjo una caída del 0,9 % en relación con la contratación del año 2000. De forma análoga, la negociación de principales y cupones segregados se ha reducido nuevamente en el año 2001 y tan solo alcanza los 5,7 mm de euros.

### III.2.2. Operaciones repo

Los volúmenes cruzados entre titulares en operaciones repo se redujeron en el 2001 casi a la mitad respecto a los contratados en el año 2000. En efecto, con un descenso del 45,1 %, esta contratación tan solo alcanzó los 84,9 mm. De ellos, 62,7 mm se realizaron con bonos y obligaciones, mientras que los 22,2 mm restantes correspondieron a letras del Tesoro. Los



plazos de estas operaciones son muy cortos: los volúmenes cruzados a un día con bonos y obligaciones alcanzan el 95 % del total, mientras que en el caso de las letras del Tesoro esta cifra se sitúa en el 85 %. De hecho, los volúmenes negociados a plazos superiores al mes son insignificantes.

### III.2.3. Operaciones simultáneas

Durante el año 2001 la negociación de operaciones simultáneas entre titulares, que alcanzó los 4,8 billones de euros, creció un 31,5 %. De esta contratación, 4,3 billones se negociaron con bonos y obligaciones, mientras que el resto correspondió, básicamente, a letras del Tesoro (448 mm de euros), ya que la negociación con principales y cupones segregados fue muy reducida (16 mm de euros). Con esta evolución, las operaciones simultáneas supusieron en el año 2001 un 84,2 % de la contratación y, en concreto, las realizadas con bonos y obligaciones se situaron en el 76 %.

Al igual que en el caso de las operaciones repo, la negociación de simultáneas se realiza

a plazos muy cortos: cuando se trata de bonos y obligaciones, el 79 % de los volúmenes se cruzan a un día y los importes negociados a más de un mes apenas superan el 1 %, mientras que en el caso de las letras del Tesoro, el importe intercambiado a un día supone el 91 % de la contratación.

La parte inferior del gráfico III.3 muestra la evolución de las rentabilidades negociadas en operaciones simultáneas a los plazos de un día, un mes, tres meses y seis meses. En este caso, son todavía de mayor aplicación los comentarios realizados anteriormente sobre las rentabilidades a corto plazo; de hecho, cuanto más corto es el plazo de estas operaciones temporales, más cercanos se hallan los tipos negociados del tipo de las operaciones principales de financiación del BCE, el cual durante el 2001 experimentó cuatro descensos para pasar desde el 4,75 % en el que inició el año, hasta el nivel del 3,25 % en el que lo terminó.

#### III.2.4. Transferencias de valores

Durante el año 2001 se ha mantenido la evolución creciente en el número de transferencias que ya se observó en el año inmediatamente anterior. Frente a las 185.894 realizadas en el año 2000, durante el pasado año se produjeron 210.452 transferencias, lo que supone un aumento del 13 %. Sin embargo, los volúmenes transferidos registraron un notable descenso, pues pasaron de los 1.503 mm del año 2000 hasta los 873 mm del 2001.

De este modo, se ha registrado un descenso muy notable del importe medio por transferencia. En el caso de las transferencias de letras del Tesoro, el importe medio ha pasado de 2,6 millones de euros en el año 2000 hasta 1,4 millones en el 2001; en el caso de los bonos y obligaciones, el importe medio se ha reducido desde 10,9 millones de euros hasta 5,7 millones. Por último, en el caso de los instrumentos segregados, principales y cupones, el importe medio por transferencia se redujo drásticamente desde 16,1 millones de euros en 2000 hasta 0,5 millones en el pasado 2001.

Las transferencias de bonos y obligaciones supusieron durante el año 2001 el 91 % de los volúmenes transferidos y el 66 % del total de transferencias realizadas, con lo cual han incrementado ligeramente su peso relativo. Por tipo de transferencia, las realizadas con orden de retorno, aunque con menor ventaja, siguen siendo mayoritarias en número, ya que suponen el 61 % del total de transferencias; sin embargo, los volúmenes transferidos se reparten a partes iguales entre las transferencias a

vencimiento y las realizadas con orden de retorno.

### III.3. NEGOCIACIÓN CON TERCEROS

La negociación con terceros experimentó un aumento del 11,5 % durante el pasado año 2001 y alcanzó los 10,6 billones de euros. Por tipo de instrumento, la contratación creció un 7,3 % en el tramo de las letras del Tesoro, hasta alcanzar los 2,2 billones de euros; los volúmenes cruzados de bonos y obligaciones, con una expansión del 12,4 %, alcanzaron los 8,2 billones de euros; finalmente, con un aumento del 45,2 %, la negociación con principales y cupones alcanzó los 119,2 mm de euros.

Con esta evolución, la participación de cada instrumento de deuda en la negociación total entre terceros se mantiene aproximadamente estable. En efecto: la cuota de la contratación de bonos y obligaciones pasa del 77,2 % del año 2000 al 77,8 % del 2001, la correspondiente a letras del Tesoro disminuye desde el 21,9 % hasta el 21,1 %, y, finalmente, la participación de la contratación con instrumentos segregados aumenta ligeramente desde el 0,9 % hasta el 1,1 %.

Atendiendo al tipo de operación, salvo en el caso de las operaciones a plazo, se registraron aumentos en todas las formas de contratación: el crecimiento de las operaciones al contado se situó en el 15,9 %, el de las operaciones *repo* alcanzó el 10,2 % y, por último, el correspondiente a las operaciones simultáneas se situó en el 23,1 %.

En la negociación con terceros, siguen siendo las operaciones *repo* las más importantes, ya que suponen el 82 % de la contratación. Por su parte, las operaciones al contado y las operaciones simultáneas tienen unas cuotas del 11,8 % y del 6,2 %, respectivamente.

Los cuadros III.3 y III.4 recogen, para la negociación con terceros, la misma información que, para el caso de la negociación entre titulares, facilitaban los cuadros III.1 y III.2; del mismo modo, el gráfico III.4 se ha elaborado con los mismos criterios que el gráfico III.2.

Tal y como se ha comentado en ediciones anteriores de esta Memoria, aun cuando se dispone de información sobre los diferenciales que las entidades gestoras cargan a sus clientes en relación con las operaciones del ámbito de titulares, la carencia de datos sobre las comisiones cobradas en las operaciones impide la realización de una valoración del coste efectivo para los clientes.



CUADRO III.3

**Negociación con terceros  
Año 2001**

mm de euros

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total	
	Volumen	Variación s/ 2000 (%)	Volumen	Variación s/ 2000 (%)	Volumen	Variación s/ 2000 (%)	Volumen	Variación s/ 2000 (%)	Volumen	Variación s/ 2000 (%)
<b>Total</b>	<b>1.243,7</b>	<b>15,9</b>	<b>7,8</b>	<b>-8,1</b>	<b>8.667,2</b>	<b>10,2</b>	<b>653,1</b>	<b>23,1</b>	<b>10.571,7</b>	<b>11,5</b>
Letras del Tesoro	36,4	-36,9	0,2	-47,5	2.164,5	8,6	30,0	4,1	2.231,1	7,3
Bonos y obligaciones	1.197,6	19,1	7,0	-5,9	6.397,3	10,2	619,5	24,3	8.221,4	12,4
Principales y cupones	9,6	-0,6	0,5	-6,7	105,4	53,5	3,7	14,2	119,2	45,2

Fuente: Banco de España.

### III.3.1. Operaciones simples al contado

La contratación al contado alcanzó los 1.244 mm de euros, de los que 1.198 mm se cruzaron con bonos y obligaciones. De este modo, la negociación de letras del Tesoro y de instrumentos segregados necesariamente tuvo que ser muy reducida: 36 mm y 10 mm de euros, respectivamente. En conjunto, esta negociación supone un crecimiento del 15,9 % de la operativa al contado, si bien solamente en el caso de bonos y obligaciones se ha producido una expansión de la contratación; en concreto, de un 19,1 %.

En la negociación de letras del Tesoro y de bonos y obligaciones, las entidades gestoras dan contrapartida en nombre propio a sus clientes en, aproximadamente, las tres cuartas partes de los volúmenes contratados; en el resto se trata de operaciones registradas por orden conjunta de las partes. El caso de los bonos y obligaciones supone un cambio respecto a años anteriores, en los que la operativa por orden conjunta de las partes tenía una importancia algo mayor, lo que se imputaba a una

mayor presencia de operadores especializados en la contratación con este tipo de instrumentos.

Ello no obstante, la actividad de este tipo de inversores, operando entre sí y comunicando sus operaciones a una gestora para que esta las registre, sí que sigue observándose en los volúmenes medios de las operaciones, que, con independencia del instrumento negociado, son mayores en las operaciones registradas por orden conjunta de las partes que en aquellas en que la entidad gestora da contrapartida en nombre propio. En efecto: en el primer tipo de intermediación, el importe medio se sitúa en 16,6 millones de euros en bonos y obligaciones, 26 millones de euros en letras del Tesoro y 8,7 millones de euros en instrumentos segregados; cuando la gestora da contrapartida en nombre propio, estos importes medios se sitúan en 9,4 millones de euros, 0,8 millones de euros y 2,3 millones de euros, respectivamente.

En la negociación al contado con terceros también existe cierto grado de concentración por emisiones, si bien es muy inferior al obser-

CUADRO III.4

**Cuotas de negociación con terceros (a)**

%

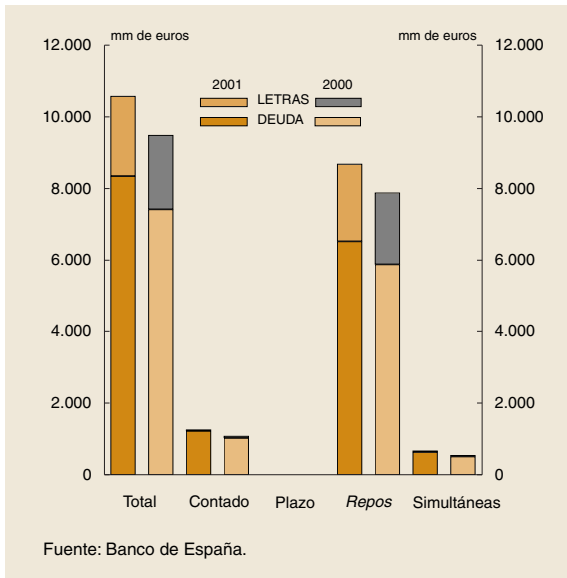
	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total	
	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001
<b>Total</b>	<b>11,3</b>	<b>11,8</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>83,0</b>	<b>82,0</b>	<b>5,6</b>	<b>6,2</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Letras del Tesoro	0,6	0,3	0,0	0,0	21,0	20,5	0,3	0,3	21,9	21,1
Bonos y obligaciones	10,6	11,3	0,1	0,1	61,2	60,5	5,3	5,9	77,2	77,8
Principales y cupones	0,1	0,1	0,0	0,0	0,7	1,0	0,0	0,0	0,9	1,1

Fuente: Banco de España.

(a) Porcentajes sobre la negociación total con terceros.

GRÁFICO III.4

**Negociación con terceros**



vado en la negociación entre titulares. A modo de ilustración, basta con señalar que mientras una sola referencia acumulaba la cuarta parte de la negociación al contado entre titulares, en la negociación entre terceros la emisión más negociada tan solo superaba ligeramente el 13 % de la contratación.

**III.3.2. Operaciones repo**

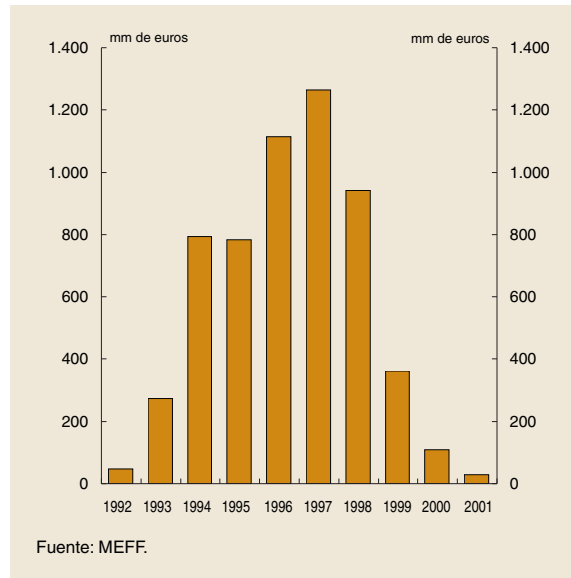
Los volúmenes cruzados en operaciones repo con terceros, que alcanzaron los 8,7 billones de euros, aumentaron un 10,2 % en el año 2001. Esta operativa, que supone el 82 % de la contratación con terceros, se realiza en un 74 % con bonos y obligaciones, en un 25 % con letras del Tesoro y en el 1 % restante con principales y cupones segregados. Estas cuotas de participación no han registrado variación en relación con las observadas en el año 2000.

En esta contratación, las gestoras dan contrapartida en nombre propio en más del 90 % de los volúmenes cruzados, con independencia del instrumento negociado. El importe medio por operación en este tipo de intermediación se sitúa en los 1,9 millones de euros en el caso de los bonos y obligaciones, 2,1 millones en el caso de las letras y 7,3 millones en el caso de los principales y cupones segregados.

Al igual que en el caso de la negociación entre titulares, en la contratación con terceros los plazos de las operaciones repo son también muy reducidos. En concreto, al plazo de un día se realizó el 88 % de la contratación.

GRÁFICO III.5

**Volumen de negociación del futuro sobre el bono a diez años en MEFF**



**III.3.3. Operaciones simultáneas**

La contratación de operaciones simultáneas con terceros, que registró un aumento del 23,1 %, ascendió durante el pasado año a 653,1 mm de euros; este aumento supone un cambio en la tendencia que venía experimentando esta negociación en los últimos años. A pesar de este crecimiento, esta operativa representa tan solo un 6,2 % del total de contratación con terceros.

Del total de negociación en simultáneas, los volúmenes cruzados con bonos y obligaciones ascendían a 619,5 mm de euros, esto es, el 95 % de dicha negociación. Los volúmenes intercambiados de letras del Tesoro (30 mm de euros) y de instrumentos segregados (3,7 mm de euros) son, por tanto, muy reducidos.

Al contrario de lo que se observa en la operativa en repo, el importe medio por operación simultánea es muy alto: en el caso de bonos y obligaciones asciende a 43 millones de euros, mientras que en el caso de las letras del Tesoro se sitúa en los 133 millones de euros. En el caso de las operaciones realizadas con instrumentos segregados, el importe medio es muy inferior, puesto que se sitúa en los 17 millones de euros.

Respecto a los plazos de negociación se observa también en las operaciones simultáneas una elevada concentración en los plazos cortos, si bien menor que en las operaciones repo. En efecto: al plazo de un día se cruzó el 60 % de los volúmenes contratados en cualquiera de



CUADRO III.5

## Negociación de derivados

mm de euros

	Negociación		Posición abierta (a)	
	Volumen en 2001	Variación s/ 2000 (%)	Volumen en 2001	Variación s/ 2000 (%)
<b>Total</b>	<b>29.061,4</b>	<b>-73</b>	<b>320,7</b>	<b>-80</b>
Futuro a cinco años	0,0	0	—	—
Futuro a diez años	29.061,4	-73	320,7	-80
Futuro a treinta años	0,0	0	—	—

Fuente: MEFF Renta Fija.  
(a) En el caso de la posición abierta, la cifra corresponde a 31 de diciembre.

los instrumentos utilizados en operaciones simultáneas.

### III.4. MERCADOS DERIVADOS

En los mercados europeos de productos derivados de la deuda pública, en 2001 han continuado las tendencias observadas en años anteriores. La implantación del euro como moneda única y el desarrollo de una política monetaria común han reducido las diferencias de rentabilidad entre los productos de deuda pública de los distintos Estados pertenecientes a la Unión Europea, lo cual ha conducido a estrate-

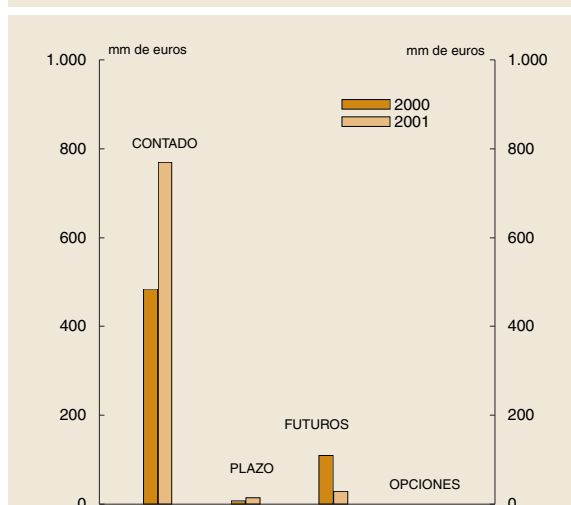
gias de inversión con un carácter más europeo que nacional, dando lugar a un notable trasvase de actividad entre mercados.

Mientras en EUREX (3) el volumen negociado de productos derivados de la deuda pública continuaba su ascenso, aumentando un 46 % con respecto a 2000, MATIF retrocedía un 58 % y MEFF un 73 %. Por supuesto, la interpretación de estas cifras debe hacerse con la reserva de que, en el mercado español, el futuro sobre el bono nacional a diez años es desde 2000 el único superviviente entre los productos derivados de la deuda pública española, tras la extinción de las opciones sobre bonos y de los contratos de futuro sobre bonos a tres y cinco años. Sin embargo, en MATIF se sigue negociando además el futuro sobre el bono a cinco años, y en EUREX, futuros y opciones con plazos desde veintidós meses hasta trece años. Ahora bien, las cifras de contratación del futuro sobre el bono a diez años ofrecen una visión similar, avanzando EUREX un 18 % y retrocediendo MATIF un 60 %. Este último hecho confirma la idea de que el repunte ocurrido en 2000 en el mercado francés, cuando la negociación aumentó un 656 % con respecto a 1999, no contaba con una base sólida que permitiese recuperar la actividad en este segmento del mercado de forma permanente en el tiempo.

En el mercado español la contratación, que se llevó a cabo principalmente en los primeros meses del año, alcanzó un volumen total a final de 2001 de 29.061 millones de euros (véase cuadro III.5), situándose en un entorno al que

GRÁFICO III.6

#### Mercados entre titulares (a) y de derivados (b) Volúmenes anuales negociados



Fuentes: MEFF y Banco de España.

(a) La contratación entre titulares se refiere a bonos y obligaciones.

(b) Futuro a diez años.

(3) MEFF, EUREX Y MATIF son, respectivamente, Mercado Español de Futuros Financieros, European Financial Futures Exchange y Marché à Terme International de France.

no se había descendido desde 1992 y que es simplemente la manifestación más reciente de la tendencia negativa que comenzó a observarse en 1998 (véase gráfico III.5).

Además, es de destacar la continua y significativa pérdida de peso relativo que ha venido caracterizando al mercado de futuros en el total

del mercado español de deuda pública. Y es que, durante los últimos años, el retroceso del mercado de derivados se ha producido a pesar del considerable aumento de la negociación de bonos y obligaciones entre titulares, que en 2001 creció un 59 % para las operaciones al contado y un 120 % para las operaciones a plazo (véase gráfico III.6).