
III. Mercado secundario de deuda del Estado

III.1. DESCRIPCIÓN GENERAL

En el año 2002 la negociación en el mercado secundario de deuda pública alcanzó 18,8 billones de euros, lo que supuso un aumento del 15,9 % en relación con el año anterior. Este significativo crecimiento tuvo lugar tanto en el tramo de contratación entre titulares, con una expansión del 14,3 %, como en el correspondiente a la negociación con terceros, que aumentó un 16,7 %. Con estas evoluciones tan parejas durante 2002, se ha mantenido la estructura de la contratación, ya que el negocio entre titulares viene a representar, como en el año anterior, la tercera parte de los volúmenes contratados.

Como en ediciones anteriores de esta publicación, es necesario realizar dos precisiones relativas a la información de este capítulo. En primer lugar, las cifras utilizadas tienen cierto grado de provisionalidad —mayor en el tramo de negociación con terceros—. Sin embargo, son lo bastante fiables como para poder realizar la descripción general de la evolución del mercado de deuda pública.

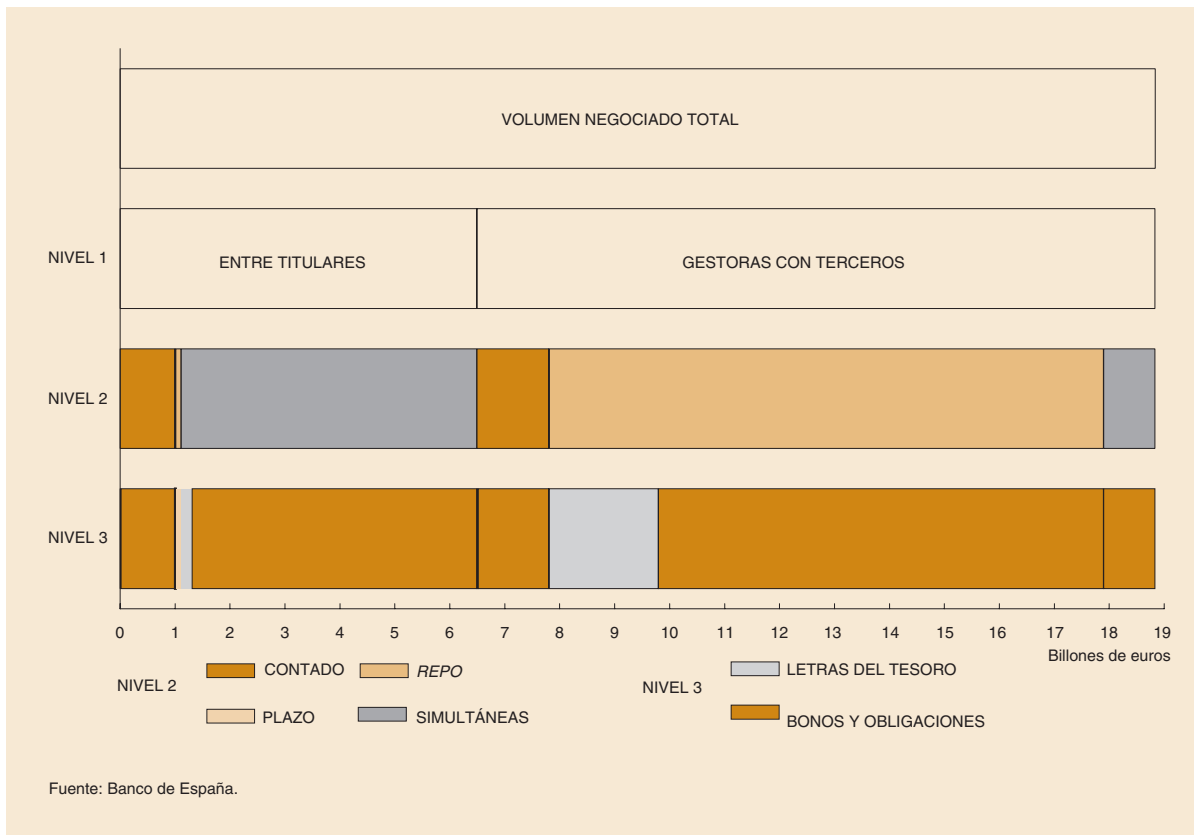
En segundo lugar, en este capítulo no están incluidos los 6,3 mm de euros negociados en el ámbito bursátil. Esta contratación fue realizada, fundamentalmente, con letras del Tesoro (4,4 mm), mientras que el resto se refiere a operaciones con bonos y obligaciones (1,9 mm). Como puede apreciarse, estos volúmenes tienen muy escasa relevancia cuantitativa; además, esta contratación suele corresponder a operaciones extrabursátiles, que únicamente se incluyen en el sistema bursátil para su registro y liquidación.

Mientras en la distribución entre titulares y terceros no se han observado cambios significativos, sí que se han registrado variaciones en el reparto de la contratación entre los distintos instrumentos negociados: durante el año 2002 se ha incrementado la concentración de la negociación en los bonos y obligaciones. Así, la contratación de estos instrumentos supone el 87,1 % del mercado, mientras que las correspondientes a letras del Tesoro y a instrumentos segregados (principales y cupones) se sitúan, respectivamente, en el 11,9 % y en el 1 %.

Respecto a la distribución por tipo de operación, la negociación en *repo* supone el 54,1 % del mercado, mientras que las simultáneas representan el 33,5 %. Por su parte, las operaciones al contado acumulan el 12,3 % de la negociación total, mientras que las operaciones a plazo tienen una importancia absolutamente marginal.

En el gráfico III.1 se muestra el desglose de la contratación del mercado de deuda entre los

Mercado secundario de deuda del Estado
2002



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

La negociación entre titulares, que —como ya se ha mencionado— creció un 14,3 % en 2002, se situó en 6,5 billones de euros. Esta expansión se ha centrado en la negociación de bonos y obligaciones, que creció un 21,1 % y ya supone el 96,3 % de la contratación en este tramo del mercado. Por el contrario, las reducciones observadas en la negociación con letras del Tesoro y con instrumentos segregados se situaron en el entorno del 50 %. Así, mientras la negociación de bonos y obligaciones alcanzaba 6,3 billones de euros, la contratación de letras del Tesoro tan solo suponía 225 mm de euros, y la correspondiente a principales y cupones segregados se encontraba en 12 mm de euros.

(1) La contratación de principales y cupones segregados se ha sumado a la correspondiente a bonos y obligaciones para facilitar la interpretación del gráfico, evitando la proliferación de un número excesivo de subdivisiones, muchas de ellas con volúmenes casi inapreciables.

Por tipo de operación, en 2002 se observaron crecimientos notables en las operaciones al contado (25,3 %) y en las operaciones simultáneas (12,5 %). Aunque la expansión de las operaciones *repo* se cifró en un 14,6 %, este hecho es poco relevante, ya que este crecimiento se obtiene partiendo de cifras de negociación ciertamente reducidas. De esta forma, las operaciones simultáneas redujeron un tanto su peso en la negociación entre titulares, ya que pasaron del 84,2 % de 2001 al 82,9 % de 2002; por el contrario, las operaciones al contado, que absorbieron la variación anterior, supusieron el pasado año el 15,4 % de los volúmenes cruzados entre titulares.

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 2001; por su parte, el cuadro III.2 muestra las cuotas de negociación para los años 2001 y 2002; finalmente, el gráfico III.2 ilustra la estructura de la negociación entre titulares (2). Estos dos cuadros y este gráfico sirven

(2) Con el objetivo de facilitar las comparaciones, la escala de este gráfico es idéntica a la utilizada en el gráfico III.3, dedicado a la negociación con terceros.

CUADRO III.1

**Negociación entre titulares
Año 2002**

mm de euros

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total	
	Volumen	Variación s/ 2001 (%)	Volumen	Variación s/ 2001 (%)	Volumen	Variación s/ 2001 (%)	Volumen	Variación s/ 2001 (%)	Volumen	Variación s/ 2001 (%)
Total	999,3	25,3	14,3	-8,0	97,3	14,6	5.381,9	12,5	6.492,8	14,3
Letras del Tesoro	14,8	-31,7	0,0	-100,0	9,2	-58,5	201,3	-55,1	225,3	-54,2
Bonos y obligaciones	976,6	26,8	13,3	-11,0	88,1	40,5	5.177,0	19,9	6.255,0	21,1
Principales y cupones	7,9	37,5	1,0	117,4	—	—	3,6	-77,7	12,5	-44,4

Fuente: Banco de España.

de apoyo a la lectura de esta sección, que, en lo que resta, se dedica a comentar las operaciones al contado y las operaciones simultáneas; no se facilita información adicional sobre las operaciones a plazo y sobre las operaciones *repo*, al carecer de relevancia cuantitativa.

III.2.1. Operaciones simples al contado

La contratación al contado, con un crecimiento del 25,3 %, totalizó 999 mm de euros en 2002. Como en años anteriores, casi toda esta negociación se realizó con bonos y obligaciones —en concreto, 976 mm—. Con estas cifras, resulta evidente que la negociación al contado depende casi en su totalidad de los volúmenes negociados con bonos y obligaciones, que crecieron un 26,8 %, ya que la evolución del resto de instrumentos tiene un peso muy reducido en el conjunto.

Aunque durante el año 2002 se han negociado más de treinta emisiones de bonos y obli-

gaciones, la contratación se concentró, como es habitual, en un número reducido de referencias. Así, las cinco emisiones más negociadas acumularon el 59 % de las operaciones cruzadas y el 57 % de los volúmenes negociados. En concreto, estas emisiones fueron la obligación con cupón 5,35 % y vencimiento en octubre de 2011, la obligación con cupón 5 % y vencimiento en julio de 2012, el bono con cupón 4,65 % y vencimiento en octubre de 2004, la obligación con cupón 5,40 % y vencimiento en julio de 2011 y, finalmente, el bono con cupón 4,80 % y vencimiento en octubre de 2006. El plazo en que mayor negociación se concentra es el de diez años y, a notable distancia, los plazos de tres y cinco años.

Por su parte, la negociación de letras del Tesoro se redujo en más de un 30 % en el año 2002 y tan solo alcanzó 14,8 mm de euros, mientras que la contratación de principales y cupones segregados fue, con unos volúmenes cruzados de 7,9 mm de euros, incluso menor.

CUADRO III.2

Cuotas de negociación entre titulares (a)

%

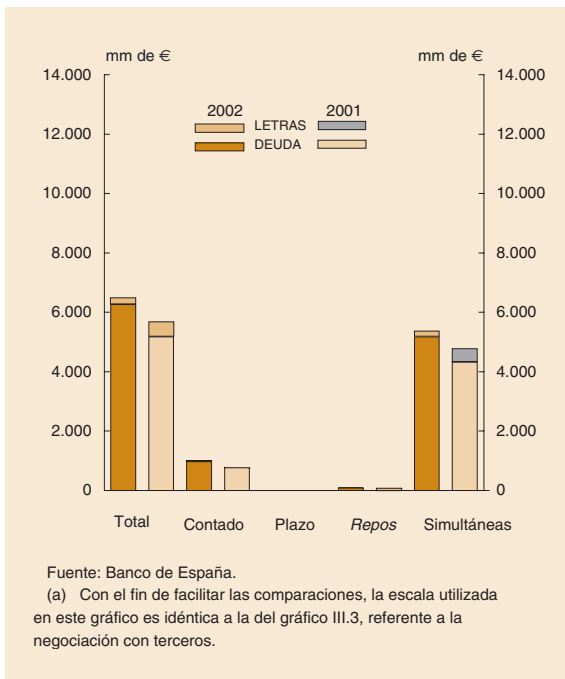
	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total	
	2001	2002	2001	2002	2001	2002	2001	2002	2001	2002
Total	14,0	15,4	0,3	0,2	1,5	1,5	84,2	82,9	100,0	100,0
Letras del Tesoro	0,4	0,2	0,0	0,0	0,4	0,1	7,9	3,1	8,7	3,5
Bonos y obligaciones	13,6	15,0	0,3	0,2	1,1	1,4	76,0	79,7	90,9	96,3
Principales y cupones	0,1	0,1	0,0	0,0	—	—	0,3	0,1	0,4	0,2

Fuente: Banco de España.

(a) Porcentajes sobre la negociación total entre titulares.

GRÁFICO III.2

Negociación entre títulos (a)



III.2.2. Operaciones simultáneas

La negociación de operaciones simultáneas entre titulares creció durante 2002 un 12,5 %, hasta situarse en 5,4 billones de euros, de los que casi 5,2 billones de euros se cruzaron con bonos y obligaciones. La contratación restante correspondió, fundamentalmente, a letras del Tesoro (201 mm de euros), ya que la negociación con principales y cupones segregados fue muy reducida (4 mm de euros).

Como ya se ha adelantado más arriba, las operaciones simultáneas supusieron en 2002 un 82,9 % de la contratación entre titulares y, en concreto, las instrumentadas con bonos y obligaciones representaron el 79,7 % de dicha negociación.

La negociación de operaciones simultáneas se realiza a plazos muy cortos: aproximadamente, el 80 % de los volúmenes cruzados se negocia a un día y los importes contratados a plazos superiores al mes pueden considerarse marginales.

III.3. NEGOCIACIÓN CON TERCEROS

La negociación con terceros registró un crecimiento del 16,7 % en 2002, al cifrarse en 12,3 billones de euros. Al igual que en el caso de la negociación entre titulares, aunque en menor medida, esta contratación se concentra en los

bonos y obligaciones. En efecto, con estos instrumentos, los volúmenes cruzados, que crecieron un 23,6 %, se situaron en los 10,2 billones de euros.

La contratación de letras del Tesoro —que sigue siendo, no obstante, significativa en este tramo, ya que acumuló algo más de 2 billones de euros— registró un descenso cercano al 10 % en relación con los volúmenes negociados en 2001. La negociación de principales y cupones segregados es más reducida y solamente alcanzó 171 mm de euros en el pasado 2002.

Con estos volúmenes, durante 2002 el peso de la negociación de bonos y obligaciones en el conjunto de la contratación con terceros ganó 4,5 puntos porcentuales y se situó en el 82,3 %. Por su parte, la cuota correspondiente a letras del Tesoro disminuyó desde el 21,1 % de 2001 hasta el 16,3 %, y, finalmente, el peso de la contratación con instrumentos segregados aumentó ligeramente, hasta situarse en el 1,4 %.

Como ya sucedió en 2001, durante el pasado año se observaron crecimientos en todas las formas de contratación, a excepción de las operaciones a plazo. El mayor aumento, cifrado en el 43,4 %, correspondió a las operaciones simultáneas; los avances de las operaciones *repo* y al contado fueron más moderados, situándose, respectivamente, en el 16,4 % y el 5,6 %. No obstante, para valorar las variaciones anteriores hay que considerar que los volúmenes contratados en simultáneas en el año 2001 eran muy reducidos y, en parte, explican el mayor crecimiento porcentual de esta operativa.

En la negociación con terceros, las operaciones *repo* suponen el 81,7 % de la negociación entre terceros, mientras que las operaciones al contado y las simultáneas representan el 10,6 % y el 7,6 %, respectivamente. Las operaciones simultáneas están, en este tramo de negociación, cobrando cada vez mayor importancia y son utilizadas, también en mayor medida, como sustitutos de las operaciones *repo*.

El resto de la sección se dedica a las descripciones, en primer lugar, de la operativa al contado y, en segundo, de la contratación en *repo* y en simultáneas.

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.3 se ha elaborado con los mismos criterios que el gráfico III.2.

CUADRO III.3

**Negociación con terceros
Año 2002**

mm de euros

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total	
	Volumen	Variación s/ 2001 (%)	Volumen	Variación s/ 2001 (%)	Volumen	Variación s/ 2001 (%)	Volumen	Variación s/ 2001 (%)	Volumen	Variación s/ 2001 (%)
Total	1.313,3	5,6	4,1	-46,7	10.088,5	16,4	936,3	43,4	12.342,3	16,7
Letras del Tesoro	25,3	-30,5	0,0	-100,0	1.985,2	-8,3	1,9	-93,8	2.012,4	-9,8
Bonos y obligaciones	1.280,3	6,9	3,9	-44,5	7.941,5	24,1	932,8	50,6	10.158,5	23,6
Principales y cupones	7,7	-19,7	0,2	-52,9	161,8	53,4	1,6	-55,3	171,4	43,7

Fuente: Banco de España.

III.3.1. Operaciones simples al contado

La contratación al contado se situó, en 2002, en 1.313 mm de euros, de los que 1.280 se cruzaron con bonos y obligaciones. Así, los volúmenes cruzados con letras del Tesoro y con instrumentos segregados fueron muy pequeños: 25 mm y 8 mm de euros, respectivamente. En conjunto, esta negociación registró un crecimiento moderado (5,6 %), si bien esta expansión se produce exclusivamente gracias al aumento en la contratación de bonos y obligaciones, cifrado en el 6,9 %.

En la negociación de letras del Tesoro y de bonos y obligaciones, las entidades gestoras dan contrapartida en nombre propio a sus clientes en las tres cuartas partes de los volúmenes contratados; la otra cuarta parte responde, casi en su totalidad, a operaciones registradas por orden conjunta de las partes.

La actividad por orden conjunta de las partes responde a la contratación realizada por inversores de carácter profesional, operando entre sí

y comunicando sus operaciones a una gestora para que esta las registre. Este hecho se observa en los volúmenes medios de las operaciones, tanto en el caso de los bonos y obligaciones como en los de las letras del Tesoro.

Así, en el caso de los bonos y obligaciones, cuando la entidad gestora da contrapartida en nombre propio al tercero, el volumen medio de la operación se sitúa en 8,6 millones de euros. Cuando la operación se registra por orden conjunta de las partes, el volumen medio pasa a ser de 18,8 millones de euros. Mayor es la diferencia en el caso de las letras, ya que las cifras anteriores se sitúan en 1,1 y 23,3 millones de euros, respectivamente.

Al igual que en la contratación al contado entre titulares, en la negociación con terceros también existe cierto grado de concentración por emisiones. En este caso, este hecho tiene menor importancia, ya que las cinco referencias más negociadas en este tramo del mercado acumulan alrededor del 40 % de la negociación, frente al 57 % que se registraba en el caso de titulares.

CUADRO III.4

Cuotas de negociación con terceros (a)

%

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total	
	2001	2002	2001	2002	2001	2002	2001	2002	2001	2002
Total	11,8	10,6	0,1	0,0	82,0	81,7	6,2	7,6	100,0	100,0
Letras del Tesoro	0,3	0,2	0,0	0,0	20,5	16,1	0,3	0,0	21,1	16,3
Bonos y obligaciones	11,3	10,4	0,1	0,0	60,5	64,3	5,9	7,6	77,8	82,3
Principales y cupones	0,1	0,1	0,0	0,0	1,0	1,3	0,0	0,0	1,1	1,4

Fuente: Banco de España.

(a) Porcentajes sobre la negociación total con terceros.

GRÁFICO III.3

Negociación con terceros

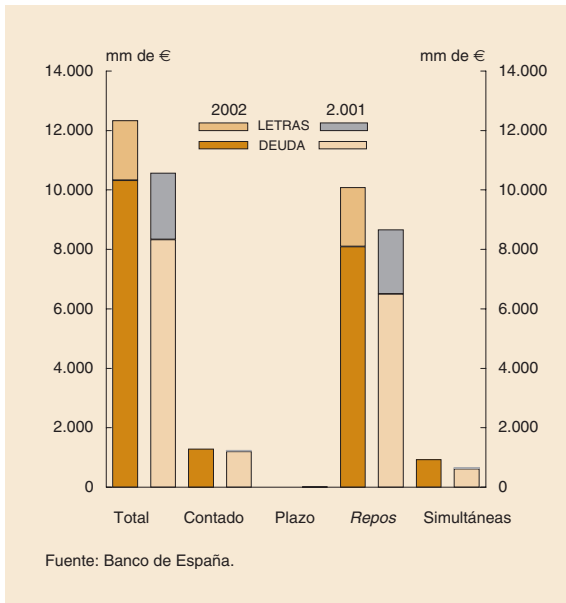
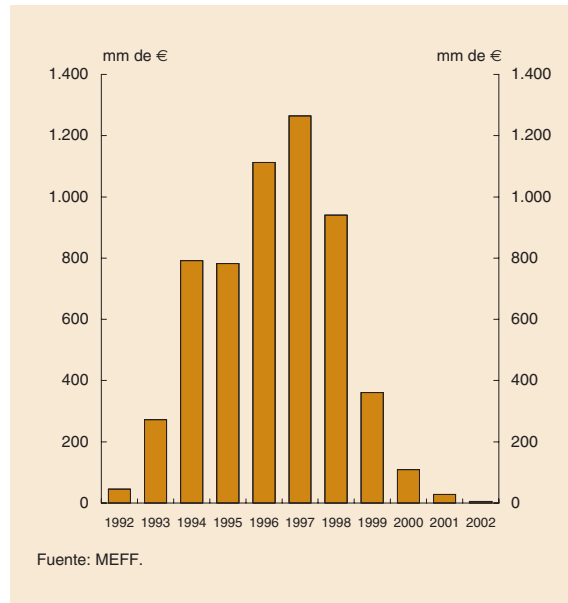


GRÁFICO III.4

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



III.3.2. Operaciones *repo* y simultáneas

En 2002, los volúmenes cruzados en operaciones *repo* con terceros superaron ligeramente los 10 billones de euros, lo que supuso un crecimiento del 16,4 % en relación con la contratación de 2001. Esta modalidad de contratación mantiene una cuota cercana al 82 % en el total de la negociación con terceros y se realiza con letras del Tesoro en una cuarta parte y, fundamentalmente, con bonos y obligaciones en las tres cuartas partes restantes. De este modo, la negociación con instrumentos segregados continúa siendo poco relevante en este ámbito de contratación.

En esta contratación, las gestoras dan contrapartida en nombre propio en casi la totalidad de los volúmenes cruzados, con independencia del instrumento negociado. No obstante, se observa también en esta operativa que las relativamente pocas operaciones registradas por orden conjunta de las partes tienen volúmenes medios superiores a los observados en aquellas operaciones en las que las entidades gestoras dan contrapartida a los terceros en nombre propio.

Por lo que se refiere a las operaciones simultáneas, su contratación, como se comentó más arriba, creció un 43,4 %, hasta situarse en los 936 mm de euros. Esta negociación se realizó casi íntegramente con bonos y obligaciones. En el año 2002, la contratación en simultáneas siguió ganando peso en el conjunto de la negociación con terceros y se situó en el 7,6 %.

Si bien durante 2002 las entidades dieron contrapartida en nombre propio en todas las ope-

raciones simultáneas con terceros, los volúmenes medios por operación son muy ilustrativos de que en esta contratación participan básicamente grandes inversores, mientras que la inversión minorista sigue tomando posiciones temporales en el mercado mediante la operativa en *repo*. En efecto, mientras en esta última el volumen medio por operación se halla en 2,4 millones de euros, el tamaño medio de una operación simultánea con terceros asciende a 35,4 millones de euros.

Sin embargo, para concluir, es preciso señalar que ambos tipos de operativa son similares en sus cortos plazos de negociación, característica esta que también estaba presente en la negociación entre titulares.

III.4. MERCADOS DERIVADOS (3)

En 2002, los mercados europeos de productos derivados de la deuda pública (4) han continuado la tendencia observada en años anterior-

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

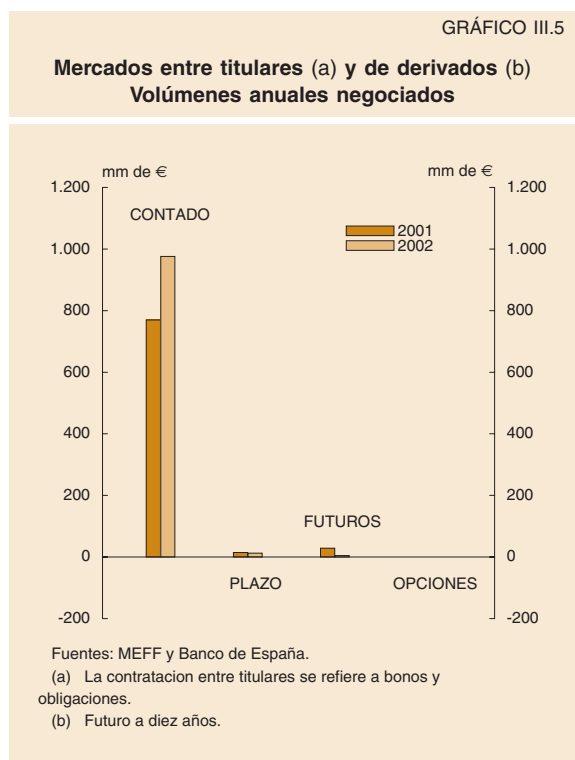
(4) Mientras en MEFF el único contrato derivado de deuda pública es el futuro sobre el bono nacional español a diez años, en EUREX se siguen negociando contratos de futuro y opción sobre el bono alemán a dos, cinco y diez años; en MATIF, futuros sobre deuda pública francesa a cinco y diez años; y en LIFFE, contratos de futuro y opción sobre deuda pública inglesa a largo plazo, así como futuros sobre deuda pública japonesa a largo plazo y sobre el bono alemán a dos años —este último, desde junio de 2002—.

res hacia la concentración de la actividad en el mercado alemán, que abarca ya el 97 % del volumen total negociado.

La contratación de estos instrumentos en EUREX (4) siguió aumentando, aunque de forma más moderada que en el período anterior. Así, en 2002 alcanzó un volumen de negociación un 9 % superior al de 2001, mientras el incremento en dicho año con respecto a 2000 fue del 46 %. También LIFFE, que se incorporó a EURONEXT a principios de 2002, vio aumentar su actividad en este segmento un 15 %. Mientras tanto, la negociación en MATIF fue un 99,9 % inferior a la de 2001, con lo cual la actividad total en EURONEXT descendió un 55 %. En lo que se refiere exclusivamente a la contratación del futuro sobre el bono a diez años, las cifras muestran un panorama similar, avanzando EUREX un 7 % y LIFFE un 15 %, mientras MATIF retrocede un 99,9 %.

En este contexto, MEFF mantuvo la tendencia decreciente iniciada en 1998 (véase gráfico III.4), alcanzando un volumen total de contratación a final de 2002 de 5.443 millones de euros, que supone un 81 % menos de negociación que en 2001 (5). Además, se acentuó la pérdida de peso relativo del mercado de futuros en el conjunto del mercado español de

(5) La posición abierta a 31 de diciembre de 2002 fue de 19,2 millones de euros, un 94 % inferior a la cifra de 2001.



deuda, ya que, como venía ocurriendo en años anteriores, el retroceso del mercado de derivados tuvo lugar a pesar del aumento de la negociación de bonos y obligaciones entre titulares, que en 2002 creció un 27 % en operaciones al contado con respecto a 2001 (véase gráfico III.5).