
III. Mercado secundario de deuda del Estado

III.1. DESCRIPCIÓN GENERAL

En el año 2003 la negociación en el mercado secundario de deuda pública creció un 13% respecto al año inmediatamente anterior y alcanzó los 21,3 billones de euros. En relación con la negociación de 1998, año anterior al inicio de la Unión Monetaria, los volúmenes negociados en 2003 son casi un 50% superiores, lo que significa que en este nuevo entorno el mercado de deuda pública ha crecido en los últimos cinco años a un ritmo medio del 8%.

En 2003 la negociación en el tramo de titulares creció casi el doble que la observada en el tramo de terceros. En efecto: mientras que la primera registró un avance del 19%, la segunda aumentó un 9,9%. Con estas evoluciones, la negociación entre titulares representa el 36% del mercado, mientras que la negociación con terceros supone el 64% restante. Esta distribución, caracterizada porque aproximadamente una tercera parte del mercado corresponde a la contratación entre titulares y las dos terceras partes restantes a la realizada con terceros, viene siendo una constante en los últimos años.

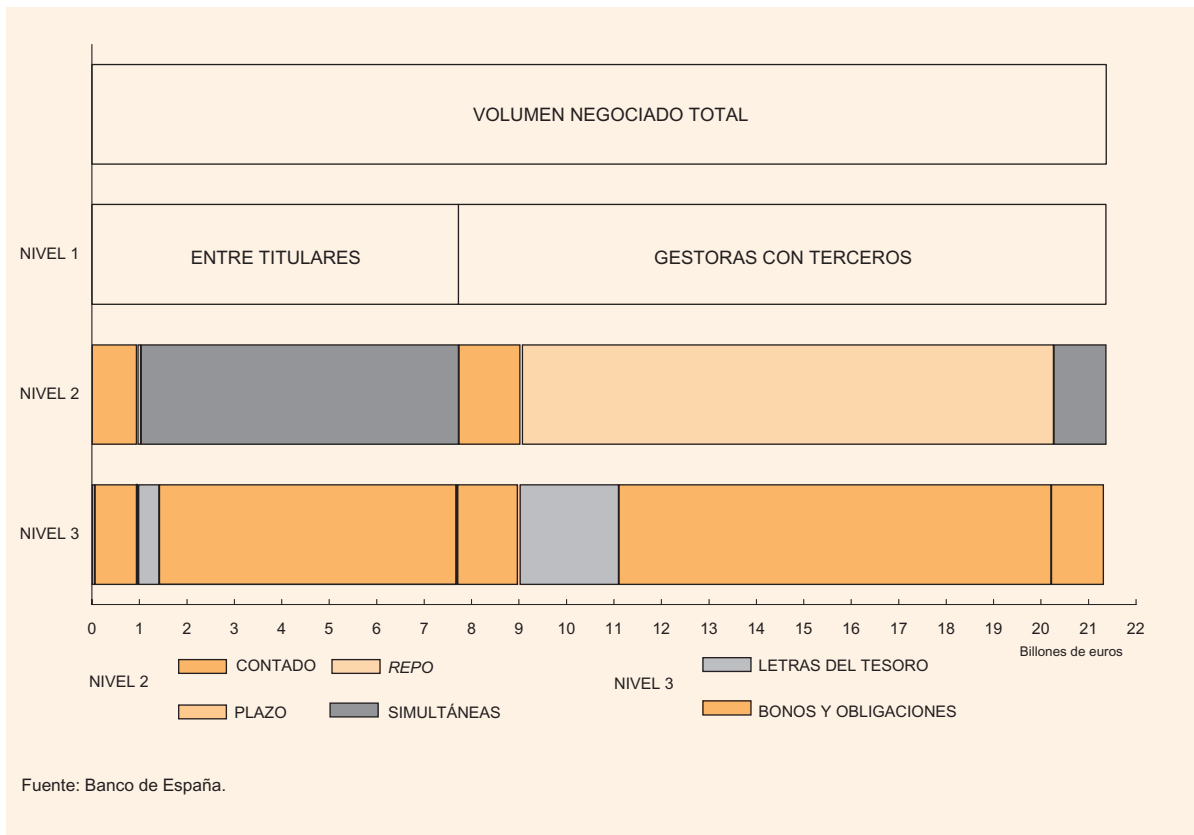
Como en anteriores ediciones de esta memoria, conviene realizar dos precisiones relativas a la información estadística en que se basa este capítulo. En primer lugar, las cifras utilizadas tienen cierto grado de provisionalidad —mayor en el tramo de negociación con terceros—. A pesar de ello, para la realización de una descripción general del mercado de deuda pública son suficientemente representativas.

En segundo lugar, en este capítulo no están incluidos los 5,1 mm de euros negociados en el ámbito bursátil. De ellos, 3,8 mm corresponden a la contratación con letras del Tesoro, mientras que los 1,3 mm restantes a la realizada con bonos y obligaciones. Resulta evidente la falta de importancia cuantitativa de esta operativa, que, además, suele responder a operaciones extrabursátiles que solamente entran en el sistema bursátil para su registro y liquidación.

El reparto de la contratación de 2003 entre los distintos instrumentos negociados no ha registrado modificaciones significativas en relación con el observado en 2002: el 86,4% de la contratación se halla concentrada en los bonos y obligaciones, mientras que las correspondientes a letras del Tesoro y a instrumentos segregados solamente suponen, respectivamente, un 12,2% y un 1,4% del total.

También se ha mantenido muy estable la distribución por tipo de operación. La operativa en *repo* representa el 52,5% del mercado, mientras que las operaciones simultáneas acu-

Mercado secundario de deuda anotada
2003



mulan el 36,6%. Con menor importancia cuantitativa les siguen las operaciones al contado, que acumulan un 10,6% de la negociación, mientras que las operaciones a plazo, que solo suponen un 0,3% de la contratación, tienen una importancia muy marginal.

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

Como se ha comentado anteriormente, la negociación entre titulares creció un 19% en 2003 y alcanzó 7,2 billones de euros. Esta expansión se debe principalmente al aumento, cifrado en un 15,2%, de la contratación de bonos y obligaciones. En 2003, dicha contratación,

(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.

que representa el 93,3% de la negociación entre titulares, alcanzó los 7,2 billones de euros. También registró un notable avance, en concreto de un 125,9%, la contratación de letras del Tesoro, que alcanzó aproximadamente medio billón de euros; sin embargo, este crecimiento es poco significativo, al partir de niveles inicialmente ciertamente reducidos. Por su parte, la contratación con instrumentos segregados, que se redujo un 22,1%, solamente alcanzó 9,8 mm de euros.

Por tipo de operación, en 2003 únicamente se registraron variaciones significativas en las operaciones simultáneas, que crecieron un 24,4%, y en las operaciones al contado, que se redujeron un 5,4%. Ni la expansión del 35,8% observado en las operaciones a plazo ni la caída del 32,7% en las operaciones *repo* son relevantes debido a sus muy bajos volúmenes.

Así, las operaciones simultáneas aumentaron casi cuatro puntos porcentuales su peso en la contratación entre titulares, ya que pasaron del 82,9% de 2002 al 86,7% de 2003. Por el contrario, las operaciones al contado redujeron su importancia en algo más de tres puntos por-

CUADRO III.1

**Negociación entre titulares
Año 2003**

mm de euros

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total	
	Volumen	Variación s/ 2002 (%)	Volumen	Variación s/ 2002 (%)	Volumen	Variación s/ 2002 (%)	Volumen	Variación s/ 2002 (%)	Volumen	Variación s/ 2002 (%)
Total	945,0	-5,4	19,5	35,8	65,5	-32,7	6.696,8	24,4	7.726,8	19,0
Letras del Tesoro	61,7	318,0	0,4	—	7,0	-24,0	439,8	118,5	508,9	125,9
Bonos y obligaciones	878,1	-10,1	18,7	40,2	58,5	-33,6	6.252,8	20,8	7.208,1	15,2
Principales y cupones	5,2	-34,2	0,4	-60,9	—	—	4,2	15,2	9,8	-22,1

Fuente: Banco de España.

centuales, pues pasaron del 15,4% de 2002 al 12,2% de 2003.

En el cuadro III.1 se facilita 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 2002; por su parte, el cuadro III.2 muestra las cuotas de negociación para los años 2002 y 2003. Por último, el gráfico III.2 muestra la estructura de la negociación entre titulares para esos dos mismos años (2). Estos dos cuadros y este gráfico sirven de apoyo a la lectura del resto de esta sección, dedicada a las operaciones al contado y a las operaciones simultáneas; dada su poca relevancia en la negociación entre titulares, no se da información adicional sobre las operaciones a plazo y sobre las operaciones *repo*.

III.2.1. Operaciones simples al contado

Como ya se ha mencionado, la contratación al contado registró una caída del 5,4% en 2002 y alcanzó los 945 mm de euros. Este es el resultado principalmente de la menor negociación

con bonos y obligaciones, que descendió un 10,1%, hasta situarse en 878 mm de euros; a pesar de esta evolución, la contratación con este tipo de instrumentos supone un 93% de la negociación al contado entre titulares.

Como es habitual, durante el pasado año la negociación al contado de bonos y obligaciones se concentró en unas pocas emisiones: así, entre las más de treinta emisiones negociadas durante 2003, las cinco emisiones en las que se concentró mayor actividad representaron el 54% del mercado al contado de bonos y obligaciones, tanto en términos de volúmenes cruzados como de número de operaciones. En concreto, estas emisiones fueron el bono con cupón 3,20% y vencimiento en enero de 2006, el bono con cupón 4,80% y vencimiento en octubre de 2006, el bono con cupón 4,25% y vencimiento en octubre de 2007, la obligación con cupón 5,00% y vencimiento en julio de 2012 y la obligación con cupón 4,20% y vencimiento en julio de 2013.

Por su parte, la negociación de letras del Tesoro se cuadruplicó en 2003, pues pasó de 14,8 mm en 2002 a 61,7 mm en 2003, mientras que la operativa con principales y cupones segregados siguió perdiendo importancia y los vo-

(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.2

Cuotas de negociación entre titulares (a)

%

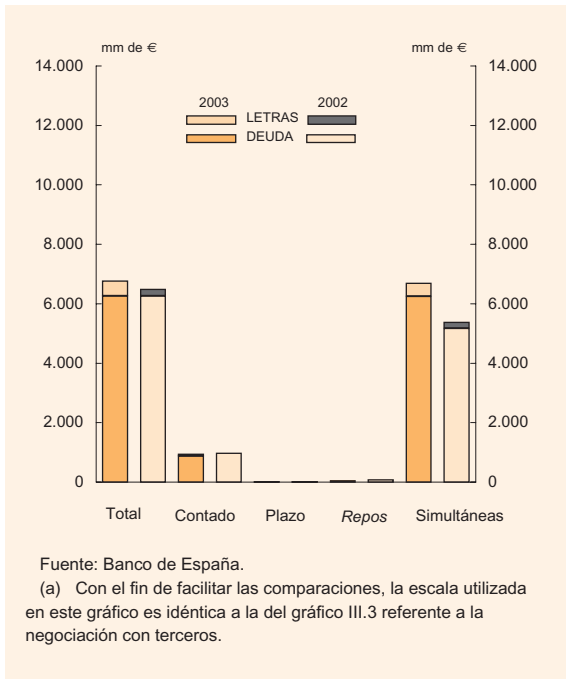
	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total	
	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003
Total	15,4	12,2	0,2	0,3	1,5	0,8	82,9	86,7	100,0	100,0
Letras del Tesoro	0,2	0,8	0,0	0,0	0,1	0,1	3,1	5,7	3,5	6,6
Bonos y obligaciones	15,0	11,4	0,2	0,2	1,4	0,8	79,7	80,9	96,3	93,3
Principales y cupones	0,1	0,1	0,0	0,0	—	—	0,1	0,1	0,2	0,1

Fuente: Banco de España.

(a) Porcentajes sobre la negociación total entre titulares.

GRÁFICO III.2

Negociación entre titulares (a)



lúmenes cruzados tan solo alcanzaron los 5,2 mm.

III.2.2. Operaciones simultáneas

En 2003 la contratación de operaciones simultáneas entre titulares creció un 24,4% y se situó en 6,7 billones de euros, de los que 6,3 billones se cruzaron con bonos y obligaciones. La contratación restante se realizó principalmente con letras del Tesoro (440 mm de euros), ya que la negociación con principales y cupones segregados siguió en niveles muy bajos (4 mm de euros).

Las operaciones simultáneas supusieron en 2002 un 86,7% de la contratación entre titulares y, en concreto, las realizadas con deuda a medio y largo plazo representaron el 80,9% de dicha negociación.

III.3. NEGOCIACIÓN CON TERCEROS

La negociación con terceros, que alcanzó los 13,6 billones de euros, registró un aumento del 9,9% en 2003. Aunque en menor medida que en el caso de los titulares, también en este tramo de la negociación la actividad se concentra en la contratación de bonos y obligaciones, que, con un crecimiento del 10%, alcanzó los 11,2 billones de euros.

Por su parte, la contratación de letras del Tesoro se situó en 2,1 billones de euros, lo que supuso un crecimiento del 4,3% respecto a los volúmenes cruzados en 2002. Finalmente, la negociación de principales y cupones segregados, aunque aumentó un 67%, se situó en tan solo 286 mm de euros.

Con estas evoluciones, la distribución de la negociación por tipo de instrumento fue en 2003 muy similar a la del año anterior. En efecto: el peso porcentual de la negociación de bonos y obligaciones pasó de 82,3% en 2002 a 82,4% en 2003; el de las letras del Tesoro se redujo ligeramente desde 16,3% a 15,5%, y, finalmente, el de los instrumentos segregados aumentó desde 1,4% a 2,1%.

Respecto a los tipos de operación, es preciso señalar que en todos se produjeron aumentos en 2003 salvo en el caso de las operaciones al contado, que registraron un muy ligero descenso. Aunque el mayor aumento porcentual corresponde a las operaciones a plazo, cuyos volúmenes contratados se multiplicaron por diez, este hecho no tiene mayor importancia, puesto que estos crecimientos se producen desde niveles muy reducidos de negociación. Por el contrario, sí que resultan relevantes los aumentos en las operaciones *repo* y en las operaciones simultáneas, cifrados respectivamente en 10,14% y en 18,1%. Finalmente, los importes negociados en operaciones al contado se redujeron en 2003 en un 0,9%.

De esta forma, en la negociación con terceros, las operaciones *repo* son las más importantes, pues suponen un 81,9% de la negociación entre terceros, mientras que las operaciones al contado y las simultáneas representan el 9,6% y el 8,2%, respectivamente. Al igual que en el año 2002, las variaciones observadas en 2003 confirman la cada vez mayor relevancia que tienen las operaciones simultáneas en la negociación con terceros, tramo en que cada vez son más empleadas 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 2003**

mm de euros

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total	
	Volumen	Variación s/ 2002 (%)	Volumen	Variación s/ 2002 (%)	Volumen	Variación s/ 2002 (%)	Volumen	Variación s/ 2002 (%)	Volumen	Variación s/ 2002 (%)
Total	1.301,1	-0,9	42,1	918,1	11.112,1	10,1	1.105,5	18,1	13.560,8	9,9
Letras del Tesoro	28,1	11,0	0,0	—	2.069,9	4,3	1,0	-46,4	2.099,0	4,3
Bonos y obligaciones	1.265,7	-1,1	42,1	979,8	8.764,0	10,4	1.103,8	18,3	11.175,6	10,0
Principales y cupones	7,3	-5,5	0,0	-100,0	278,2	72,0	0,7	-57,6	286,2	67,0

Fuente: Banco de España.

III.3.1. Operaciones simples al contado

La contratación al contado alcanzó los 1.301 mm de euros en 2003. De ellos, 1.280 mm se cruzaron con bonos y obligaciones, mientras que los importes negociados con letras del Tesoro y con instrumentos segregados fueron, respectivamente, 28 mm y 7 mm de euros. La negociación al contado con terceros se redujo en 2003 un 0,9%, debido básicamente al descenso del 1,1% observado en la contratación de bonos y obligaciones.

En la negociación de letras del Tesoro y de bonos y obligaciones, las entidades gestoras dieron contrapartida en nombre propio a sus clientes en el 85% de los volúmenes contratados, mientras que en el 15% restante se limitaron a registrar operaciones comunicadas por las partes contratantes. Estos valores suponen una concentración en el primer tipo de forma de actuación, ya que en años anteriores, aunque era claramente la forma habitual, suponía un 75% de los importes cruzados. Finalmente, la actividad de las entidades gestoras como comisionistas sigue siendo muy reducida.

La actividad registrada 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. Una indicación de este hecho puede encontrarse en los volúmenes medios de las operaciones, tanto en el caso de los bonos y obligaciones como en los de las letras del Tesoro.

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 9,5 millones de euros, mientras que cuando la operación se registra por orden conjunta de las partes dicho importe alcanza los 13,1 millones de euros. Todavía mayor es la diferencia en el caso de las letras, ya que las cifras anteriores se sitúan en 1,8 y 19,5 millones de euros, respectivamente.

Igual que sucede en la contratación al contado entre titulares, aunque de forma menos acusada, en la negociación con terceros existe cierto grado de concentración por emisiones. En este caso, las cinco referencias más negociadas en este tramo del mercado acumulan alrededor del 36% de la negociación, frente al

CUADRO III.4

Cuotas de negociación con terceros (a)

%

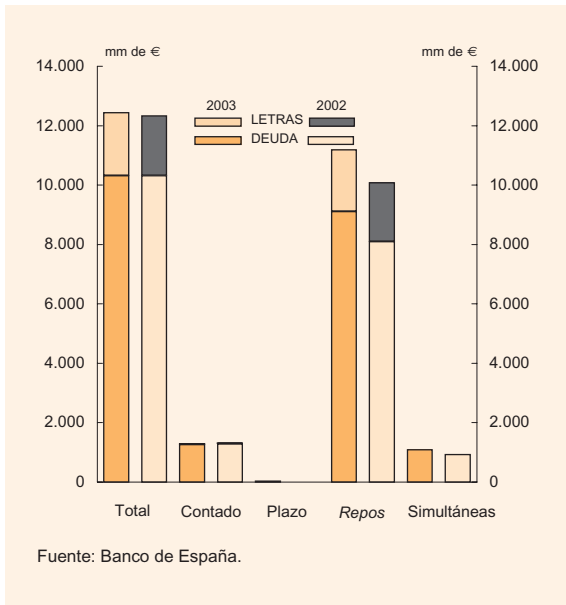
	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total	
	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003
Total	10,6	9,6	0,0	0,3	81,7	81,9	7,6	8,2	100,0	100,0
Letras del Tesoro	0,2	0,2	0,0	0,0	16,1	15,3	0,0	0,0	16,3	15,5
Bonos y obligaciones	10,4	9,3	0,0	0,3	64,3	64,6	7,6	8,1	82,3	82,4
Principales y cupones	0,1	0,1	0,0	0,0	1,3	2,1	0,0	0,0	1,4	2,1

Fuente: Banco de España.

(a) Porcentajes sobre la negociación total con terceros.

GRÁFICO III.3

Negociación con terceros



54% observado en el caso de la negociación entre titulares.

III.3.2. Operaciones *repo* y simultáneas

En 2003 la negociación en operaciones *repo* con terceros aumentó un 10,1% respecto de los volúmenes cruzados en 2002 y se situó en 11,1 billones de euros. Con esta variación, la operativa en *repo* acumuló el pasado año casi el 82% de la negociación con terceros.

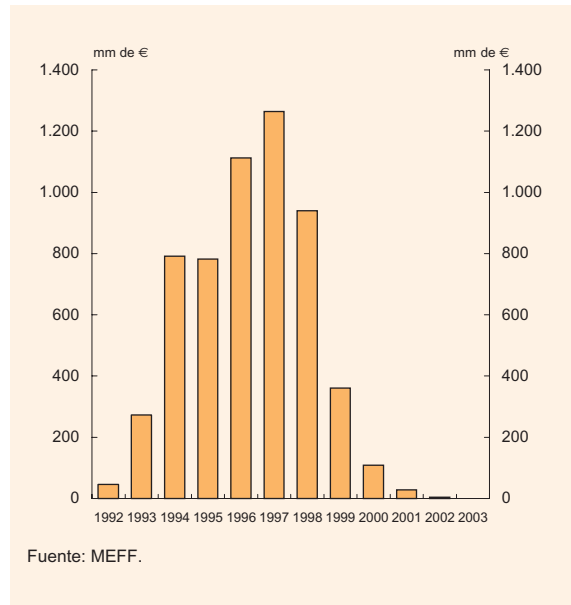
Ese año, esta negociación se llevó a cabo con letras del Tesoro en una quinta parte y, fundamentalmente, con bonos y obligaciones en casi las cuatro quintas partes restantes. Por su parte, los *repos* con instrumentos segregados continúan teniendo poca importancia cuantitativa.

Independientemente del tipo de activo negociado, en esta forma de contratación las gestoras dan contrapartida en nombre propio en casi la totalidad de los volúmenes cruzados. No obstante, se observa también en esta operativa que las escasas operaciones registradas por orden conjunta de las partes tienen volúmenes medios superiores a los observados en las operaciones en las que las entidades gestoras dan contrapartida en nombre propio.

La negociación en operaciones simultáneas, que se realizó casi totalmente con bonos y obligaciones, aumentó un 18,1% en 2003 respecto a la observada en 2002 y se situó en 1,1 billones de euros. Al igual que ocurrió en 2002, la

GRÁFICO III.4

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



contratación en simultáneas siguió ganando importancia en 2003, si bien a un ritmo más lento, y supuso el 8,2% del total de la negociación con terceros.

Las entidades dieron contrapartida en nombre propio en la totalidad de las operaciones simultáneas realizadas con terceros. Los volúmenes medios por operación indican que en esta contratación participan grandes inversores, mientras que la inversión minorista suele utilizar las operaciones *repo* para la toma de posiciones temporales. Así, en la negociación con terceros, mientras que el volumen medio de una operación *repo* se situó en 2003 en 2,8 millones de euros, el tamaño medio de una operación simultánea alcanzó los 25,7 millones de euros.

III.4. MERCADOS DERIVADOS

En 2003, los mercados europeos de productos derivados de la deuda pública (3) se comportaron de forma prácticamente idéntica al año anterior, concentrándose la actividad en el mercado alemán, que abarca ya el 98% del volumen total negociado.

(3) 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; y en Euronext.liffe, contratos de futuro 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.

Como ha ocurrido en los últimos años, la contratación de estos instrumentos en EUREX siguió aumentando, y en 2003 lo hizo de forma más pronunciada que en el ejercicio previo. Así, en 2003 alcanzó un volumen de negociación un 31% superior al de 2002, mientras que el incremento en dicho año con respecto a 2001 había sido del 9%. También Euronext.liffe (4) vio aumentar su actividad en este segmento un 14%, destacando la negociación del futuro sobre deuda pública inglesa a largo plazo, que supuso el 98% del total. Mientras tanto, en Euronext Paris los productos derivados de la deuda pública, cuya negociación ya se había limitado en 2002 a un reducido volumen para el futuro sobre el bono nomenclal francés a diez años, terminaron de desaparecer en 2003 (5). En lo que se

(4) LIFFE —London International Financial Futures and Options Exchange— se incorporó a Euronext a principios de 2002.

(5) El volumen de negociación de futuros sobre deuda pública francesa a cinco y diez años era nulo

refiere exclusivamente a la contratación del futuro sobre el bono a diez años, las cifras muestran un panorama similar, avanzando EUREX un 37% y Euronext.liffe un 18%, mientras que Euronext Paris desaparece por completo.

En este contexto, MEFF confirmó la tendencia decreciente iniciada en 1998 (véase gráfico 1), que está previsto conduzca en 2004 a la desaparición definitiva de la cotización del futuro sobre el bono a diez años. El volumen total de contratación de este instrumento durante 2003 fue de 138 millones de euros, lo que supone un 97% menos de negociación que en 2002. La posición abierta también experimentó una caída muy pronunciada, finalizando el año en solo un millón de euros, cifra un 95% inferior a la de 2002.

desde diciembre de 2001 y junio de 2002, respectivamente.