

3 Mercado secundario de deuda del Estado

3.1 Descripción general

La negociación en el mercado de deuda pública en el pasado año 2004, que alcanzó 22,8 billones de euros, creció un 7,3%. Este crecimiento, aunque inferior al 13% registrado en 2003, supone el mantenimiento de una significativa tendencia creciente en la contratación.

Esta expansión ha sido el resultado de evoluciones dispares en el tramo de titulares y el tramo de terceros. Así, mientras que en el primero la negociación —con un avance del 0,7%— puede considerarse estable, la contratación en el segundo registró un crecimiento del 11%. De este modo, la negociación entre titulares perdió peso cuantitativo en el mercado y su contratación supuso el 34% del total, de forma que el mercado sigue caracterizándose por el hecho de que aproximadamente la contratación con terceros duplica a la registrada entre titulares.

Antes de seguir con la descripción del mercado, conviene realizar dos precisiones en relación con la información estadística en que se basa este capítulo. En primer lugar, las cifras utilizadas tienen cierto grado de provisionalidad, especialmente en el tramo de terceros. En segundo, en este capítulo no están incluidos los muy reducidos volúmenes negociados en el ámbito bursátil, que, en realidad, suelen responder a operaciones extrabursátiles que tan solo entran en el sistema para su registro y liquidación.

En el reparto de la contratación de 2004 entre los distintos instrumentos negociados se ha mantenido la evolución de años anteriores, de forma que ha aumentado ligeramente la concentración en bonos y obligaciones. Así, los volúmenes negociados con estos instrumentos alcanzaron el 88,8% de la contratación total. Por su parte, respecto a dicho total, la negociación de letras del Tesoro supuso un 10%, mientras que la realizada con instrumentos segregados solamente acumuló un 1,2%. A grandes rasgos, una décima parte de la contratación se realiza con letras del Tesoro y nueve décimas partes con bonos y obligaciones, mientras que los volúmenes negociados con principales y cupones segregados son muy limitados.

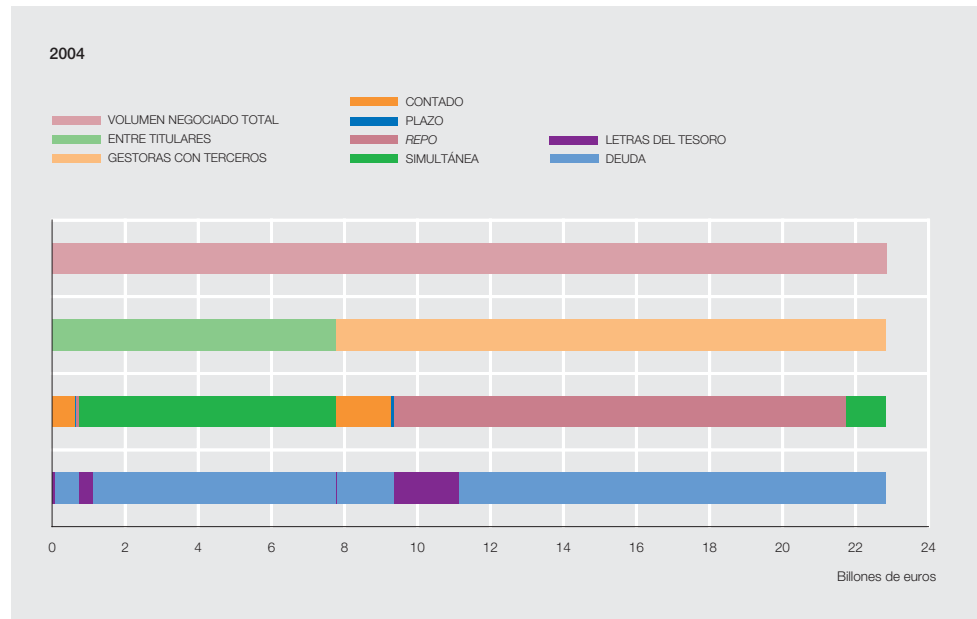
En relación con la distribución por tipo de operación, hay que señalar que la operativa en *repo* ganó cuota de mercado en 2004 y pasó a representar el 54,6% del mercado. Este aumento tuvo como contrapartida la pérdida de importancia relativa tanto de las operaciones simultáneas como de las operaciones al contado, cuyos pesos en la contratación se situaron respectivamente en 35,5% y 9,4%. Por su parte, las operaciones a plazo se mantienen en niveles muy reducidos y sus volúmenes alcanzaron en 2004 el 0,5% de la contratación total.

En el gráfico 3.1 se muestra el desglose de la contratación del mercado de deuda anotada entre los segmentos de titulares y de terceros, entre los distintos tipos de operaciones y entre los distintos instrumentos contratados⁵.

3.2 Negociación entre titulares

Como se ha comentado anteriormente, la negociación entre titulares, que se situó en 7,7 billones de euros, apenas creció un 0,7% en 2004. Esta ligera expansión se debe principalmente al aumento del 1% en la contratación de bonos y obligaciones, que, con 7,3 billones de euros, representó en 2004 el 93,6% de la negociación entre titulares. Por su parte, la contratación de letras del Tesoro descendió un 7,2%, hasta situarse algo por debajo del medio billón

5. 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. Esta agregación también se realiza en el gráfico 3.2.



FUENTE: Banco de España.

de euros. Por último, la contratación con instrumentos segregados, aunque se ha multiplicado por 2,5, únicamente alcanzó 24,9 mm de euros.

Por tipo de operación, en 2004 las variaciones más reseñables son, en primer lugar, la caída del 32,6% en la negociación al contado y, en segundo lugar, el avance del 5,1% en la contratación de operaciones simultáneas. Tanto la variación en las operaciones a plazo como la observada en operaciones *repo* carecen de importancia, pues los volúmenes contratados en ambos tipos de operativa son muy bajos.

De este modo, al igual que en 2003, las operaciones simultáneas aumentaron casi cuatro puntos porcentuales su peso en la contratación entre titulares, ya que pasaron del 86,7% de 2003 al 90,4% de 2004. Por el contrario, las operaciones al contado redujeron su importancia exactamente en cuatro puntos porcentuales, al pasar del 12,2% de 2003 al 8,2% de 2004.

NEGOCIACIÓN ENTRE TITULARES

CUADRO 3.1

Año 2004

Miles de millones de euros y %	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL	
	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2003 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2003 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2003 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2003 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2003 (%)
Total	637,2	-32,6	10,6	-45,7	96,3	46,8	7.036,5	5,1	7.780,6	0,7
Letras del Tesoro	84,8	37,3	0,4	-3,1	2,0	-71,6	385,3	-12,4	472,5	-7,2
Bonos y obligaciones	549,3	-37,4	9,7	-48,1	94,3	61,1	6.629,9	6,0	7.283,2	1,0
Principales y cupones	3,1	-40,3	0,5	24,7	—	—	21,3	407,0	24,9	154,3

FUENTE: Banco de España.

%	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Total	12,2	8,2	0,3	0,1	0,8	1,2	86,7	90,4	100,0	100,0
Letras del Tesoro	0,8	1,1	0,0	0,0	0,1	0,0	5,7	5,0	6,6	6,1
Bonos y obligaciones	11,4	7,1	0,2	0,1	0,8	1,2	80,9	85,2	93,3	93,6
Principales y cupones	0,1	0,0	0,0	0,0	—	—	0,1	0,3	0,1	0,3

FUENTE: Banco de España.

a. Porcentajes sobre la negociación total entre titulares.

En el cuadro 3.1 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 2003; por su parte, el cuadro 3.2 muestra las cuotas de negociación para los años 2003 y 2004.

Por último, la parte izquierda del gráfico 3.2 muestra la estructura de la negociación entre titulares para esos dos mismos años. Estos dos cuadros y el gráfico sirven de apoyo a la lectura del resto de la sección, dedicado a las operaciones al contado y a las operaciones simultáneas; dada su poca relevancia en la negociación entre titulares, no se facilita información adicional sobre las operaciones a plazo y sobre las operaciones *repo*.

3.2.1 OPERACIONES SIMPLES AL CONTADO

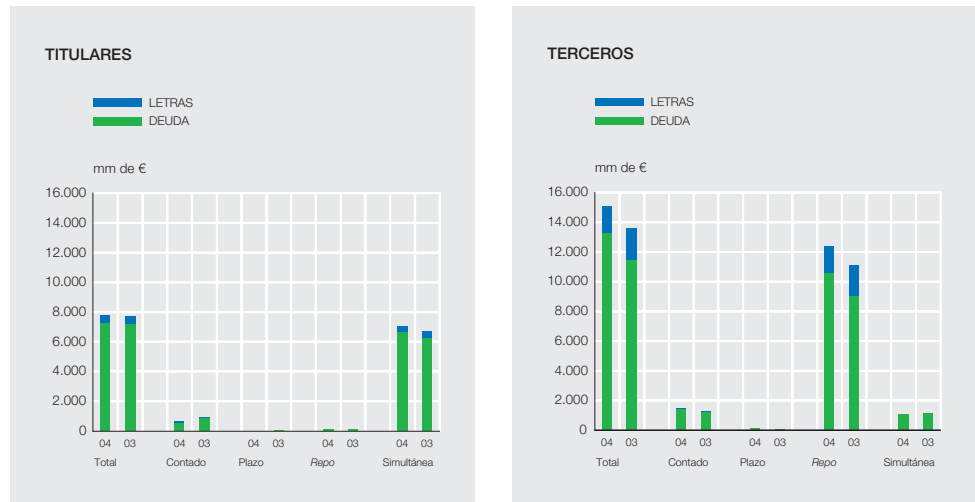
Como ya se ha mencionado, la contratación al contado registró una severa caída, del 32,6%, en 2004, pues se redujo desde 945 mm de euros en 2003 a tan solo 637 mm en 2004. Este descenso es el reflejo de la reducción en más de un 37% de la contratación al contado con bonos y obligaciones, que pasó de 878 mm de euros en 2003 a 549 mm en 2004.

La concentración de la negociación al contado de bonos y obligaciones en unas pocas emisiones se redujo en el año 2004. En efecto: mientras que en 2003 las cinco emisiones más negociadas representaron el 54% del mercado al contado de bonos y obligaciones, en el pasado 2004, en las seis emisiones que recogieron mayor actividad, se concentró solamente el 45% del citado mercado. Estas seis emisiones fueron, concretamente, el bono con cupón 3,20% y vencimiento en enero de 2006, el bono con cupón 3% y vencimiento en julio de 2007, el bono con cupón 4,25% y vencimiento en octubre de 2007, el bono con cupón 3,60% y vencimiento en enero de 2009, la obligación con cupón 4,20% y vencimiento en julio de 2013 y la obligación con cupón 4,75% y vencimiento en julio de 2014.

Por su parte, la negociación al contado de letras del Tesoro creció un 37,3% en 2004, al pasar desde 61,7 mm de euros en 2003 a 84,8 mm en 2004. Finalmente, la operativa con deuda segregada siguió registrando caídas porcentuales significativas y tan solo alcanzó en 2004 una contratación de 3,1 mm.

3.2.2 OPERACIONES SIMULTÁNEAS

En 2004, la contratación de operaciones simultáneas entre titulares, que creció un 5,1%, se situó en 7 billones de euros, de los que 6,6 billones se cruzaron con bonos y obligaciones. La contratación restante se realizó principalmente con letras del Tesoro (385 mm de euros), ya que la negociación con principales y cupones segregados, aunque se quintuplicó, siguió en niveles muy reducidos (21 mm de euros).



FUENTE: Banco de España.

En 2004, las operaciones simultáneas concentraron el 90,4% de la contratación entre titulares, y, en concreto, las realizadas con deuda a medio y largo plazo representaron el 85,2% de dicha negociación.

3.3 Negociación con terceros

La negociación con terceros, que alcanzó algo más de 15 billones de euros, registró un aumento del 11% en 2004. 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 16,3%, alcanzó 13 billones de euros.

Por su parte, la contratación de letras del Tesoro se situó en 1,8 billones de euros, lo que supuso una caída del 14,2% respecto a los volúmenes cruzados en 2003. Por último, la negociación de principales y cupones segregados registró un descenso del 9,2% y se situó en 260 mm de euros.

Aunque la concentración de la contratación en la deuda a medio y largo plazo va en aumento, la distribución de la negociación por tipo de instrumento fue en 2004 muy similar a la del año anterior. En efecto: el peso porcentual de la negociación de bonos y obligaciones pasó de 82,4% en 2003 a 86,3% en 2004; el de las letras del Tesoro se redujo desde 15,5% a 12%, y, finalmente, el de los instrumentos segregados cayó desde 2,1% a 1,7%.

Salvo en el caso de las operaciones simultáneas, que cayeron un 3,2%, en todos los tipos de operación se registraron aumentos en 2004. El mayor aumento porcentual corresponde a las operaciones a plazo, si bien este hecho carece de significación, al producirse estos avances desde niveles muy bajos de negociación. Por el contrario, sí que resultan relevantes los aumentos en las operaciones *repo* y en las operaciones al contado, cifrados respectivamente en 11,4% y en 15,2%.

De esta forma, en la negociación con terceros, las operaciones *repo* son las más importantes, pues suponen un 82,3% de la negociación entre terceros, mientras que las operaciones al contado y las simultáneas representan el 10% y el 7,1%, respectivamente.

El resto de la sección se dedica a las descripciones, en primer lugar, de la operativa al contado y, en segundo lugar, de la contratación en *repo* y en simultáneas. Los cuadros 3.3 y 3.4

Año 2004

	CONTADO (a)		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL	
	VOLUMEN (mm)	VARIACIÓN S/ 2001 (%)	VOLUMEN (mm)	VARIACIÓN S/ 2001 (%)	VOLUMEN (mm)	VARIACIÓN S/ 2001 (%)	VOLUMEN (mm)	VARIACIÓN S/ 2001 (%)	VOLUMEN (mm)	VARIACIÓN S/ 2001 (%)
Total	1.499,4	15,2	102,1	142,5	12.381,9	11,4	1.069,6	-3,2	15.053,0	11,0
<i>Letras del Tesoro</i>	30,1	7,2	0,2	545,2	1.768,7	-14,6	1,8	88,1	1.800,8	-14,2
<i>Bonos y obligaciones</i>	1.463,1	15,6	101,6	141,6	10.360,5	18,2	1.067,2	-3,3	12.992,4	16,3
<i>Principales y cupones</i>	6,2	-15,4	0,3	1.263,6	252,7	-9,2	0,6	-10,0	259,8	-9,2

FUENTE: Banco de España.

recogen, para la negociación con terceros, la misma información que, para el caso de la negociación entre titulares, facilitaban los cuadros 3.1 y 3.2; asimismo, la parte derecha del gráfico 3.2 muestra el desglose de la negociación con terceros para los años 2003 y 2004.

3.3.1 OPERACIONES SIMPLES AL CONTADO

La contratación al contado alcanzó 1.499 mm de euros en 2004. De ellos, 1.463 mm se cruzaron con bonos y obligaciones, mientras que los importes negociados con letras del Tesoro y con instrumentos segregados fueron 30 mm y 6 mm de euros, respectivamente. La negociación al contado con terceros creció en 2004 un 15,2%, gracias a la expansión del 15,6% registrada en la contratación de bonos y obligaciones.

En la negociación de letras del Tesoro, las entidades gestoras dieron contrapartida en nombre propio a sus clientes en el 95% de los volúmenes contratados, mientras que en el 5% restante se limitaron a registrar operaciones comunicadas por las partes contratantes. En el caso de las operaciones con bonos y obligaciones, los anteriores porcentajes se situaron en 86% y 14%, respectivamente; por último, en el caso de la deuda segregada, dichos porcentajes se hallaban en el 84% y en el 13%. La mayor relevancia del registro por orden conjunta de las partes en la negociación de deuda a medio y largo plazo viene determinada por la mayor actividad que desarrollan los inversores institucionales y los no residentes en este segmento del mercado.

Otro indicador de que la actividad registrada por orden conjunta de las partes responde a la contratación realizada por inversores de carácter profesional se encuentra en los volúmenes medios de las operaciones, que son superiores en este tipo de actuación. Este hecho se observa con independencia del instrumento negociado, si bien la diferencia es mayor en el caso de las letras del Tesoro, ámbito en el que la participación minorista es históricamente más relevante.

En efecto: 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 12,8 millones de euros, mientras que, cuando la operación se registra por orden conjunta de las partes, dicho importe alcanza 15,2 millones de euros. En el caso de la deuda segregada, dichos importes se sitúan en 2,2 millones y 3,9 millones de euros, respectivamente. Finalmente, como ya se adelantaba en el párrafo anterior, la diferencia es mucho más acusada en el caso de las letras, ya que las cifras anteriores se sitúan en 3,4 millones y 21,9 millones de euros, respectivamente.

Igual que sucede en la contratación al contado entre titulares, la negociación con terceros también presenta un elevado grado de concentración. De hecho, frente a lo que se venía

%	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Total	9,6	10,0	0,3	0,7	81,9	82,3	8,2	7,1	100,0	100,0
Letras del Tesoro	0,2	0,2	0,0	0,0	15,3	11,7	0,0	0,0	15,5	12,0
Bonos y obligaciones	9,3	9,7	0,3	0,7	64,6	68,8	8,1	7,1	82,4	86,3
Principales y cupones	0,1	0,0	0,0	0,0	2,1	1,7	0,0	0,0	2,1	1,7

FUENTE: Banco de España.

a. Porcentajes sobre la negociación total con terceros.

observando en años anteriores, en el pasado año 2004 la concentración en ambos tramos del mercado se ha situado en niveles similares.

3.3.2 OPERACIONES REPO Y SIMULTÁNEAS

En 2004, la negociación en operaciones *repo* con terceros aumentó un 11,4% respecto de los volúmenes cruzados en 2003 y se situó en 12,4 billones de euros. Con esta variación, la operativa en *repo* acumuló el pasado año el 82,3% de la negociación con terceros.

Esta negociación se llevó a cabo con bonos y obligaciones en algo más de las cuatro quintas partes, mientras que el resto se realizó principalmente con letras del Tesoro, pues los *repos* con instrumentos segregados siguen sin tener 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 el importe medio de las escasas operaciones registradas por orden conjunta de las partes es superior al registrado en las operaciones en las que las entidades gestoras dan contrapartida en nombre propio.

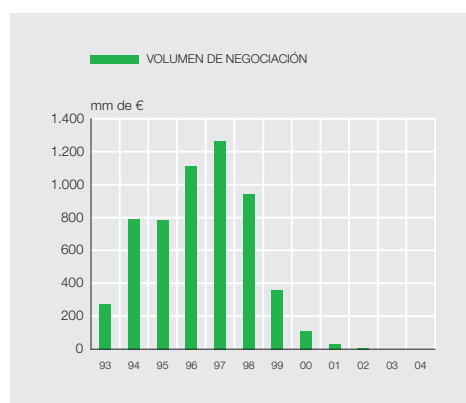
La negociación en operaciones simultáneas, que se realizó casi totalmente con bonos y obligaciones, cayó un 3,2% en 2004 respecto a la observada en 2003, y se situó en 1,1 billones de euros. Al contrario que en los dos años inmediatamente anteriores, la contratación en simultáneas perdió importancia relativa en 2004 y supuso el 7,1% 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 utiliza habitualmente 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 2004 en casi 4 millones de euros, el tamaño medio de una operación simultánea superó los 34 millones de euros.

3.4 Mercados derivados

En 2004, los mercados europeos de productos derivados de la deuda pública⁶ se comportaron de forma muy similar al año anterior, continuando la concentración de la actividad en el mercado alemán, que abarca el 97% del volumen total negociado.

6. Mientras que 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—.



FUENTE: MEFF.

Como ha ocurrido en los últimos años, la contratación de estos instrumentos en EUREX siguió aumentando, aunque en 2004 lo hizo de forma menos acusada que en el ejercicio previo. Así, en 2004 alcanzó un volumen de negociación en un 2% superior al de 2003, mientras que el incremento en dicho año con respecto a 2002 había sido del 31%. Euronext.liffe, por su parte, vio aumentar su actividad en este segmento un 42%, frente al 14% del período anterior. En lo que se refiere exclusivamente a la contratación del futuro sobre el bono a diez años, que es el producto derivado de la deuda soberana más negociado en ambos mercados (el futuro sobre el bono alemán a diez años representó el 43% del total de la negociación de estos productos en EUREX, mientras que el futuro sobre deuda pública inglesa a largo plazo supuso el 97% del total en Euronext.liffe), las cifras muestran un ligero retroceso de EUREX, del 1,4%, frente al notable avance de Euronext.liffe, que experimentó un incremento de volumen del 41%.

En este contexto, MEFF confirmó la tendencia decreciente iniciada en 1998 (véase gráfico 3.3). El volumen total de contratación del futuro sobre el bono a diez años, que continuó representando un segmento residual del mercado, fue durante 2004 de solo 9,5 millones de euros, lo que supone un 93% menos de negociación que en 2003, año en el que el volumen ya era muy reducido. La posición abierta también experimentó una caída muy pronunciada, finalizando el año en 0,5 millones de euros, cifra un 50% menor que la de 2003.