

### 3 Mercado secundario de deuda del Estado

#### 3.1 Descripción general

La negociación en el mercado de deuda pública se situó, en 2005, en 22,2 billones de euros, lo que supuso una reducción de 2,8% en relación con los volúmenes contratados en el año inmediatamente anterior. Este retroceso pone fin a un período de cinco años en que la contratación ha venido creciendo a un ritmo anual medio de 12,6%.

Esta caída se ha producido tanto en el tramo de titulares, cuya negociación se redujo en un 0,5%, como en el tramo de terceros, cuya contratación descendió un 4%. Así, la proporción entre estos dos ámbitos de negociación se mantiene estable: la negociación entre titulares es aproximadamente la mitad de la realizada en el segmento de terceros.

Como en ediciones anteriores de esta Memoria, conviene realizar dos precisiones sobre la información estadística de 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 se incluye la negociación de deuda pública realizada en el ámbito bursátil, ya que, además de ser muy escasa, suele tratarse de operaciones extrabursátiles que únicamente se introducen en el sistema para su registro y liquidación.

El desglose de la contratación de 2005 entre los distintos instrumentos negociados sigue la pauta de años anteriores, de forma que la negociación de letras supuso un 10% del total negociado, mientras que la realizada con bonos y obligaciones alcanzó un 88,8% y la cruzada con instrumentos segregados se situó en el 1,2%. Estos porcentajes son el resultado de una paulatina pérdida de importancia cuantitativa de las letras del Tesoro y de los principales y cupones segregados, a favor de los bonos y obligaciones.

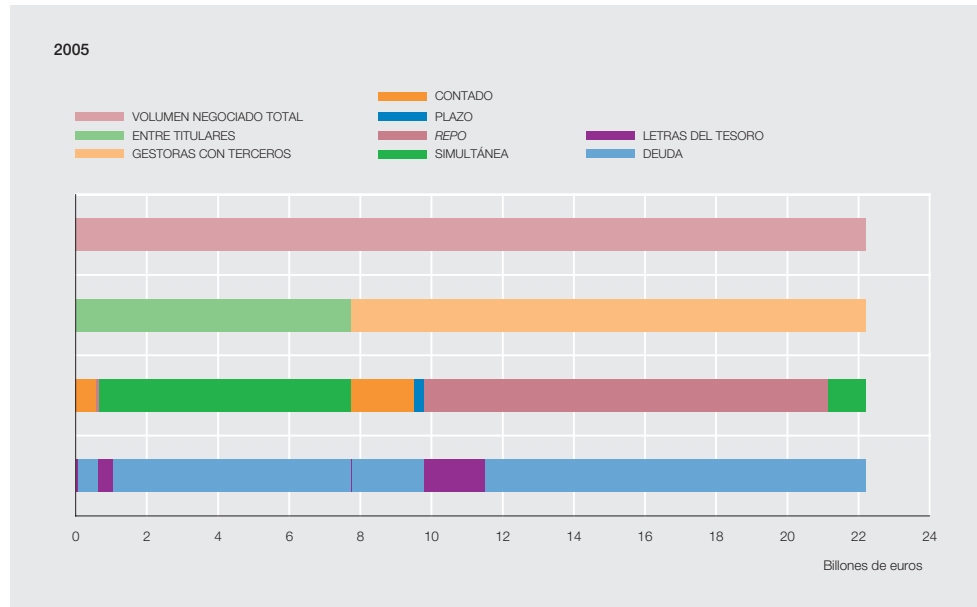
En 2005 las operaciones *repo* acumularon el 51,5% de la contratación total, mientras que las simultáneas representaron el 34,2%. Muy alejadas en importancia relativa se situaron las operaciones al contado, con una cuota del 10,5%, y las operaciones a plazo, con una participación del 0,4%. Aunque respecto al año anterior se han registrado ligeras variaciones, se puede afirmar que, en los años recientes y de forma aproximada, las operaciones temporales representan nueve décimas partes de la negociación, mientras que las operaciones simples suponen el resto.

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 contratados<sup>1</sup>.

#### 3.2 Negociación entre titulares

La negociación entre titulares, que alcanzó 7,7 billones de euros, se redujo un 0,5% en 2005. Esta variación es el reflejo de la caída de un 0,6% en la contratación con bonos y obligaciones, que representó, con sus 7,2 billones de euros, el 93,6% de la negociación entre titulares. Los volúmenes cruzados con el resto de instrumentos son muy escasos: casi medio billón de euros con letras del Tesoro y 24 mm de euros con principales y cupones segregados.

<sup>1</sup> 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.

Por tipo de operación, en 2005 solamente hay que reseñar la caída de la negociación al contado, cifrada en un 11,5%, y el mantenimiento de las operaciones simultáneas, que registraron un muy ligero avance. Las variaciones observadas en las operaciones a plazo y en las operaciones *repo* carecen de importancia, pues su negociación es muy reducida.

Con estas evoluciones, al igual que en los años inmediatamente anteriores, las operaciones simultáneas siguen ganando peso porcentual y en 2005 ya acumulan el 91,7% de la negociación entre titulares. Por el contrario, las operaciones al contado, con una cuota del 7,3%, y las operaciones *repo*, con el 0,9%, siguen perdiendo importancia.

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 2004; por su parte, el cuadro 3.2 muestra las cuotas de negociación para los años 2004 y 2005.

NEGOCIACIÓN ENTRE TITULARES

CUADRO 3.1

Año 2005

	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL	
	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2004 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2004 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2004 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2004 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2004 (%)
Total	564,2	-11,5	9,8	-7,5	69,7	-27,6	7.100,7	0,9	7.744,4	-0,5
Letras del Tesoro	82,4	-2,9	0,1	-74,2	0,4	-79,9	401,2	4,1	484,1	2,5
Bonos y obligaciones	479,2	-12,8	9,5	-2,1	69,3	-26,5	6.678,5	0,7	7.236,5	-0,6
Principales y cupones	2,6	-15,9	0,2	-60,5	—	—	21,0	-1,6	23,8	-4,6

FUENTE: Banco de España.

%	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005
	Total	8,2	7,3	0,1	0,1	1,2	0,9	90,4	91,7	100,0
<i>Letras del Tesoro</i>	1,1	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	5,0	5,2	6,1	6,3
<i>Bonos y obligaciones</i>	7,1	6,2	0,1	0,1	1,2	0,9	85,2	86,2	93,6	93,4
<i>Principales y cupones</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	—	—	0,3	0,3	0,3	0,3

FUENTE: Banco de España.

a. Porcentajes sobre la negociación total entre titulares.

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 este gráfico sirven de apoyo a la lectura del resto de esta 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 se ha dicho anteriormente, la contratación al contado experimentó un retroceso del 11,5% en 2005, al pasar desde 637 mm de euros en 2004 a 564 mm en 2005. Esta variación es necesariamente paralela a la observada en la negociación con bonos y obligaciones —pues esta supone el grueso de la contratación—, que, con un descenso del 12,8%, pasó de 549 mm de euros en 2004 a 479 mm en 2005.

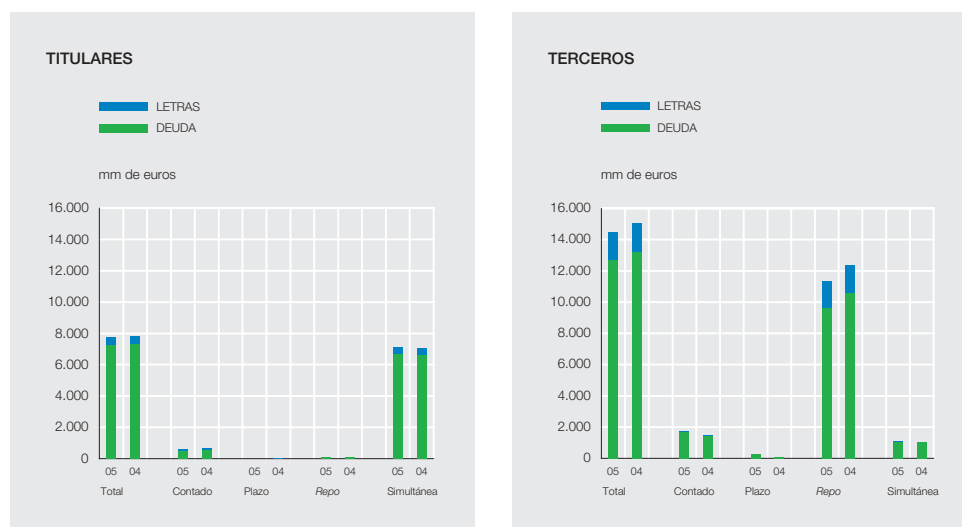
La concentración de la negociación al contado de bonos y obligaciones en unas pocas emisiones se mantuvo en niveles similares a los observados en el año 2004. En efecto: en el pasado 2004, en las seis emisiones que recogieron mayor actividad se concentró aproximadamente el 45% del citado mercado, mientras que en 2005 esa cifra ha ascendido al 46%. En concreto, estas seis emisiones fueron, por orden de importancia, la obligación con cupón 4,40% y vencimiento en enero de 2015, que acumuló casi la sexta parte de la contratación, el bono con cupón 3,25% y vencimiento en julio de 2010, el bono con cupón 3% y vencimiento en julio de 2007, la obligación con cupón 4% y vencimiento en enero de 2010, el bono con cupón 4,25% y vencimiento en octubre de 2007, y la obligación con cupón 3,15% y vencimiento en enero de 2016.

Por su parte, la negociación al contado de letras del Tesoro se redujo un 2,9% en 2005, puesto que pasó desde 84,8 mm de euros en 2004 a 82,4 mm en 2005. Finalmente, los volúmenes cruzados con instrumentos segregados descendieron, hasta situarse en tan solo 2,8 mm de euros en 2005.

### 3.2.2 OPERACIONES SIMULTÁNEAS

En 2005 la negociación de operaciones simultáneas entre titulares registró un muy ligero avance (0,9%) y se situó en 7,1 billones de euros, de los que 6,7 billones se realizaron con bonos y obligaciones. La contratación restante se cruzó fundamentalmente con letras del Tesoro (401 mm de euros), puesto que los volúmenes cruzados con principales y cupones segregados continuaron siendo muy bajos (21 mm de euros).

En 2005 este tipo de operativa acumuló el 91,7% de la contratación entre titulares, ganando algo más de un punto porcentual respecto a su cuota de 2004, y, en concreto, las realizadas con bonos y obligaciones supusieron el 86,2 % de dicha negociación.



FUENTE: Banco de España.

### 3.3 Negociación con terceros

La negociación con terceros, que experimentó un descenso del 4%, totalizó un volumen de 14,5 billones de euros en 2005. Al igual que en el segmento de titulares, si bien en menor medida, la actividad se concentra en las operaciones con bonos y obligaciones, las cuales, con una contratación de 12,5 billones, registraron la misma caída del 4%.

Por su parte, los volúmenes cruzados con letras del Tesoro sumaron 1,7 billones de euros, lo que supuso un retroceso del 3,1% respecto a la negociación observada en 2004. Finalmente, la contratación con principales y cupones segregados se situó en 239 mm de euros.

La concentración de la contratación en la deuda a medio y largo plazo se situó, en el pasado año 2005, en niveles idénticos a los registrados en 2004. Así, el peso porcentual de la negociación de bonos y obligaciones se situó en el 86,3%, el de las letras del Tesoro fue del 12% y, por último, el de los instrumentos segregados siguió en el 1,7%.

En relación con el tipo de operaciones, las operaciones simples experimentaron avances, ya que las operaciones al contado crecieron un 17,7% y las operaciones a plazo se triplicaron, si bien desde volúmenes muy reducidos; por el contrario, las operaciones temporales registraron caídas, del 8,4% en el caso de los *repos* y del 0,8% en el caso de las simultáneas.

A pesar de estas variaciones, las operaciones *repo*, que en 2005 perdieron cuatro puntos porcentuales de cuota de negociación, continúan siendo las más importantes en este ámbito, ya que suponen el 78,4% de la negociación. Por su parte, las operaciones al contado, con un aumento de cuota de algo más de dos puntos porcentuales, acumularon el 12,2% de la negociación, mientras que las simultáneas y las operaciones a plazo representaron el 7,3% y el 2%, respectivamente.

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 3.3 y 3.4 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 2004 y 2005.

Año 2005

mm de euros y %	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL	
	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2004 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2004 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2004 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2004 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2004 (%)
	Total	1.764,2	17,7	291,8	185,7	11.336,7	-8,4	1.060,7	-0,8	14.453,4
<i>Letras del Tesoro</i>	32,9	9,2	0,2	-4,3	1.709,1	-3,4	2,9	62,0	1.745,1	-3,1
<i>Bonos y obligaciones</i>	1.725,7	17,9	291,5	186,8	9.394,5	-9,3	1.057,2	-0,9	12.468,9	-4,0
<i>Principales y cupones</i>	5,6	-9,8	0,1	-66,2	233,1	-7,7	0,6	-4,6	239,4	-7,9

FUENTE: Banco de España.

### 3.3.1 OPERACIONES SIMPLES AL CONTADO

La contratación al contado, que alcanzó 1.764 mm de euros y experimentó un aumento del 17,7% en 2005, se realizó, casi exclusivamente, con bonos y obligaciones, ya que los volúmenes cruzados con este tipo de instrumentos se situaron en 1.726 mm. Los importes negociados con las letras del Tesoro y con deuda segregada son, por tanto, necesariamente reducidos: 33 mm y 6 mm, respectivamente.

En la negociación de letras del Tesoro, las entidades gestoras dieron contrapartida en nombre propio a sus clientes en el 96% de los volúmenes contratados. Este porcentaje es inferior en el caso de los bonos y obligaciones (un 85%) y de los instrumentos segregados (un 82%). En la mayoría de la negociación restante, las entidades se limitaron a registrar operaciones comunicadas por las partes contratantes. La mayor relevancia de este tipo de intermediación —el registro por orden conjunta de las partes— en la negociación de deuda a medio y largo plazo se explica por la mayor presencia de inversores institucionales y de no residentes en este segmento del mercado.

Además, es en la negociación de bonos y obligaciones, registrada por orden conjunta de las partes, cuando el volumen medio por operación es más alto. En concreto, dicho importe asciende a 16,5 millones de euros, mientras que en el caso de las operaciones en las que las entidades dan contrapartida en nombre propio el volumen medio se sitúa en 13,8 millones de euros.

Al igual que lo reseñado en relación con la contratación al contado entre titulares, la negociación con terceros también muestra una elevada concentración: las seis emisiones más negociadas durante 2005 acumularon el 48% de los volúmenes cruzados.

### 3.3.2 OPERACIONES REPO Y SIMULTÁNEAS

En 2005, la negociación en operaciones *repo* con terceros, que alcanzó 11,3 billones de euros, cayó un 8,4% en relación con la contratación registrada en el año inmediatamente anterior. A pesar de ello, esta operativa sigue siendo la más relevante desde un punto de vista meramente cuantitativo, ya que representa el 78% de la negociación con terceros.

Con bonos y obligaciones se cruzó el 83% de los volúmenes negociados en *repo*; con letras del Tesoro se negoció el 15%, mientras que el 2% restante se instrumentó con principales y cupones segregados.

En la negociación de *repos*, las gestoras dan contrapartida en nombre propio en casi la totalidad de los volúmenes cruzados: de las más de tres millones de operaciones *repo* con terceros registradas durante 2005, tan solo cinco no correspondían a la operativa mencionada.

%	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005
	Total	10,0	12,2	0,7	2,0	82,3	78,4	7,1	7,3	100,0
<i>Letras del Tesoro</i>	0,2	0,2	0,0	0,0	11,7	11,8	0,0	0,0	12,0	12,1
<i>Bonos y obligaciones</i>	9,7	11,9	0,7	2,0	68,8	65,0	7,1	7,3	86,3	86,3
<i>Principales y cupones</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	1,6	0,0	0,0	1,7	1,7

FUENTE: Banco de España.

a. Porcentajes sobre la negociación total con terceros.

La negociación en operaciones simultáneas, realizada casi totalmente con bonos y obligaciones, cayó un 0,8 % en 2005 respecto a la observada en 2004 y se situó en 1,1 billones de euros. Debido a que esta caída ha sido inferior a la registrada en la negociación de terceros, la contratación en simultáneas ganó importancia cuantitativa en 2005 y pasó a suponer el 7,3% del total.

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 el volumen medio de una operación *repo* con bonos y obligaciones se situó en 2005 en algo más de 4 millones de euros, el tamaño medio de una operación simultánea superó los 50 millones de euros.

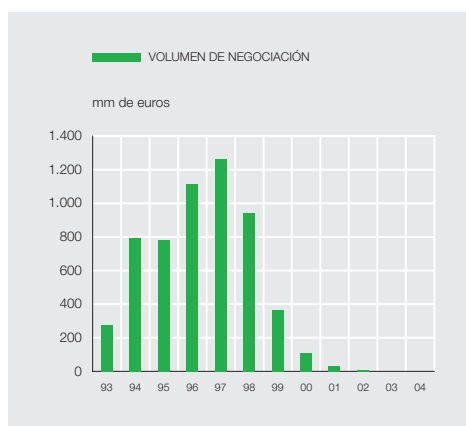
### 3.4 Mercados derivados

En 2005, los mercados europeos de productos derivados de la deuda pública<sup>2</sup> se comportaron de forma muy similar al año anterior, continuando la concentración de la actividad en el mercado alemán, que sigue abarcando el 97% del volumen total negociado.

Como ha ocurrido en los últimos años, la contratación de estos instrumentos en EUREX siguió aumentando, aunque de forma mucho más acusada que en el ejercicio previo. Así, en 2005 alcanzó un volumen de negociación un 18% superior al de 2004, tras un incremento en dicho año, con respecto a 2003, del 2%. Euronext.liffe, por su parte, vio aumentar su actividad en este segmento un 26%, frente al 42% 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 48% 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 notable avance tanto en EUREX, con un incremento del volumen negociado del 31%, como en Euronext.liffe, que experimentó un aumento del 26%.

2. Mientras en MEFF el único contrato derivado de deuda pública es el futuro sobre el bono nomenclal 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 y opción sobre deuda pública inglesa a largo plazo, así como futuros sobre deuda pública japonesa a largo plazo.



FUENTE: MEFF.

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 2005 de solo 4,6 millones de euros, lo que supone un 52% menos de negociación que en 2004, año en el que el volumen ya era muy reducido. La posición abierta también experimentó una caída muy pronunciada, finalizando el año en 0,2 millones de euros, cifra un 60% inferior a la de 2004.