

### 3 Mercado secundario de deuda del Estado

#### 3.1 Descripción general

En 2006, la negociación en el mercado de deuda pública alcanzó 22,6 billones de euros, lo que supuso un aumento del 1,9% en relación con los importes contratados en el año inmediatamente anterior. Esta ligera expansión y el moderado retroceso de 2005, cifrado en el -2,8%, permiten caracterizar los últimos tres años como un período muy estable, en términos de volúmenes cruzados, en este mercado.

La evolución no ha sido pareja en los ámbitos de titulares y de terceros. En efecto, mientras que en el primero de ellos se registró una caída del 2,6% en la negociación, en el segundo la contratación se expandió un 4,3%. No obstante, siendo las variaciones tan limitadas, la importancia relativa de ambos tramos de negociación se mantuvo básicamente estable, de forma que la contratación 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 lugar, 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 2006 entre los distintos instrumentos negociados muestra la paulatina concentración del mercado en la deuda no segregada a medio y largo plazo. Así, tanto la contratación de letras, que supuso un 7,5% del total negociado, como la de instrumentos segregados, con un 1% del mercado, redujeron su importancia relativa en términos cuantitativos. Por el contrario, con un aumento de casi tres puntos porcentuales, la negociación con bonos y obligaciones concentró en 2006 el 91,5% de los importes cruzados.

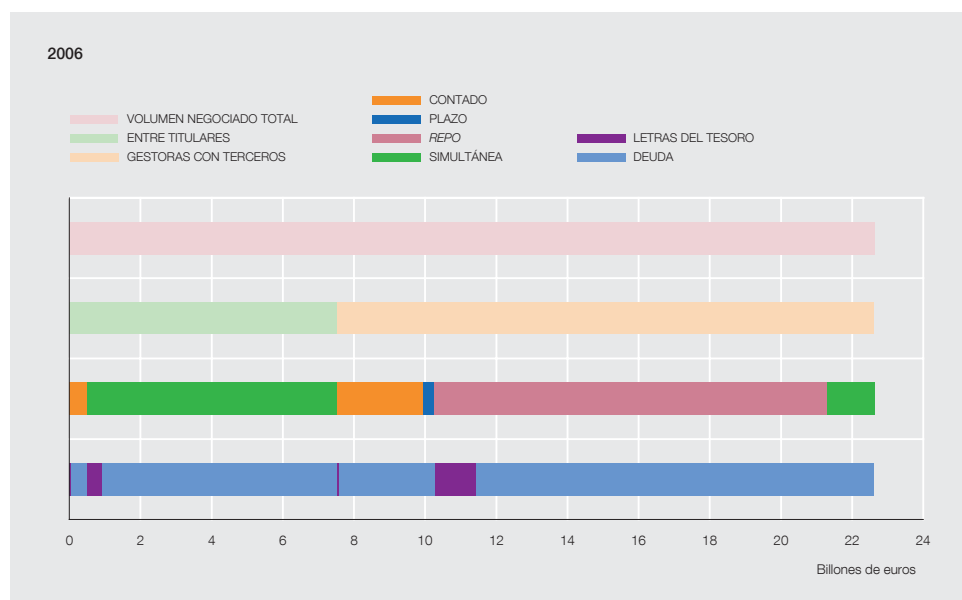
En 2006, las operaciones *repo* acumularon el 48,8% de la contratación total, mientras que las simultáneas representaron el 36,9%. A la vista de estas cifras, resulta claro que las operaciones simples, tanto al contado como a plazo, tienen una importancia bastante reducida: la cuota de la operativa al contado se situó en el 12,8%, mientras que la correspondiente a las operaciones a plazo alcanzó el 1,5%.

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, cifrada en 7,5 billones de euros, se redujo un 2,6% en 2006. Esta variación es el resultado de descensos en las contrataciones con los tres tipos de instrumentos, aunque, dada su importancia, la caída más relevante (un 2,6%) es la observada en la negociación de bonos y obligaciones, que se situó en 7,1 billones de euros; esta cifra representa el 93,5% de la negociación entre titulares. Por su parte, la negociación con letras del

<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.

NEGOCIACIÓN ENTRE TITULARES

CUADRO 3.1

Año 2006

mm de euros y %

|                       | CONTADO |                      | PLAZO   |                      | REPOS   |                      | SIMULTÁNEAS |                      | TOTAL   |                      |
|-----------------------|---------|----------------------|---------|----------------------|---------|----------------------|-------------|----------------------|---------|----------------------|
|                       | VOLUMEN | VARIACIÓN S/2005 (%) | VOLUMEN | VARIACIÓN S/2005 (%) | VOLUMEN | VARIACIÓN S/2005 (%) | VOLUMEN     | VARIACIÓN S/2005 (%) | VOLUMEN | VARIACIÓN S/2005 (%) |
| Total                 | 508,0   | -10,0                | 3,6     | -63,4                | 0,1     | -99,9                | 7.032,1     | -1,0                 | 7.543,8 | -2,6                 |
| Letras del Tesoro     | 63,9    | -22,4                | 0,5     | 300,0                | 0,0     | -100,0               | 416,5       | 3,8                  | 480,9   | -0,7                 |
| Bonos y obligaciones  | 439,2   | -8,4                 | 2,8     | -70,5                | 0,1     | -99,9                | 6.609,6     | -1,0                 | 7.051,7 | -2,6                 |
| Principales y cupones | 4,9     | 87,0                 | 0,3     | 41,5                 | —       | —                    | 6,0         | -71,4                | 11,2    | -52,9                |

FUENTE: Banco de España.

Tesoro alcanzó casi medio billón de euros y la realizada con instrumentos segregados apenas superó los 11 mm de euros.

Por tipo de operación, hay que señalar que en 2006, al igual que en 2005, la operativa al contado registró una caída significativa, un 10%. Como hecho relevante, hay que destacar que la operativa *repo* casi ha desaparecido, pues los titulares instrumentan sus operaciones temporales mediante las simultáneas; en este sentido, recientemente se ha modificado la regulación del mercado, de forma que las operaciones *repo* ya solo pueden realizarse en el ámbito de la negociación con terceros<sup>2</sup>.

Con estas evoluciones, y continuando la tendencia de años anteriores, las operaciones simultáneas siguen ganando peso porcentual y en 2006 supusieron el 93,2% de la negociación entre titulares. Por el contrario, las operaciones al contado, con una cuota del 6,7%, siguen perdiendo importancia en este tramo del mercado.

2. Véase capítulo 7, «Innovaciones».

| %                            | CONTADO   |      | PLAZO |      | REPOS |      | SIMULTÁNEAS |      | TOTAL (b) |       |
|------------------------------|-----------|------|-------|------|-------|------|-------------|------|-----------|-------|
|                              | 2005      | 2006 | 2005  | 2006 | 2005  | 2006 | 2005        | 2006 | 2005      | 2006  |
|                              | Total (b) | 7,3  | 6,7   | 0,1  | 0,0   | 0,9  | 0,0         | 91,7 | 93,2      | 100,0 |
| <i>Letras del Tesoro</i>     | 1,1       | 0,8  | 0,0   | 0,0  | 0,0   | 0,0  | 5,2         | 5,5  | 6,3       | 6,4   |
| <i>Bonos y obligaciones</i>  | 6,2       | 5,8  | 0,1   | 0,0  | 0,9   | 0,0  | 86,2        | 87,6 | 93,4      | 93,5  |
| <i>Principales y cupones</i> | 0,0       | 0,1  | 0,0   | 0,0  | —     | —    | 0,3         | 0,1  | 0,3       | 0,1   |

FUENTE: Banco de España.

a. Porcentajes sobre la negociación total entre titulares.

b. En algunos casos, las rúbricas de totales pueden diferir de la suma de sus componentes, a consecuencia de los redondeos.

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 2005; por su parte, el cuadro 3.2 muestra las cuotas de negociación para los años 2005 y 2006.

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 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 el resto de operaciones.

### 3.2.1 OPERACIONES SIMPLES AL CONTADO

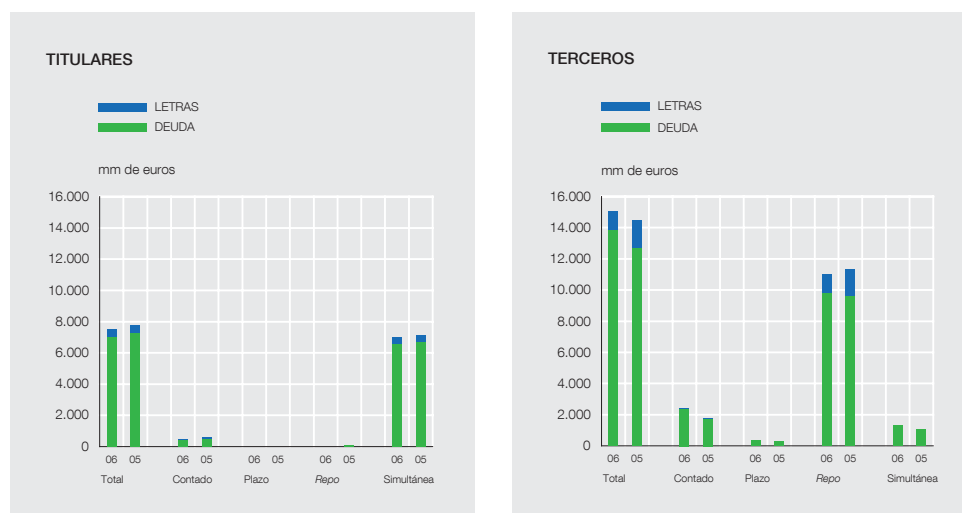
La negociación al contado registró un descenso del 10% en 2006, ya que bajó desde 564 mm de euros en 2005 a 508 mm en 2006. Esta caída es el reflejo de la evolución observada en la contratación con bonos y obligaciones —pues esta constituye el grueso de la actividad en este ámbito del mercado—, que, con un descenso del 8,4%, pasó de 479 mm de euros en 2005 a 439 mm en 2006.

La concentración de la negociación al contado de bonos y obligaciones en unas pocas emisiones aumentó en 2006. En efecto, mientras que en 2005 las seis emisiones más negociadas concentraron el 46% de la contratación, en 2006 basta con tener en cuenta las cinco referencias con mayor actividad para acumular el 51% de los volúmenes cruzados. En concreto, estas cinco emisiones fueron, por orden de importancia: la obligación con cupón 3,15% y vencimiento en enero de 2016, que acumuló casi el 18% de la contratación; el bono con cupón 2,90% y vencimiento en octubre de 2008; la obligación con cupón 4,40% y vencimiento en enero de 2015; el bono con cupón 3,25% y vencimiento en julio de 2010, y el bono con cupón 3,60% y vencimiento en enero de 2009.

Por su parte, la negociación al contado de letras del Tesoro se redujo un 22,4% en 2006, al pasar de 82 mm de euros en 2005 a 64 mm en 2006. Finalmente, los volúmenes cruzados con instrumentos segregados, si bien casi se doblaron, se situaron en el entorno de tan solo 5 mm de euros.

### 3.2.2 OPERACIONES SIMULTÁNEAS

En 2006, la negociación de operaciones simultáneas entre titulares registró un ligero descenso (del 1%) y 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 (416 mm



FUENTE: Banco de España.

de euros), puesto que los volúmenes cruzados con instrumentos segregados siguieron en niveles muy reducidos (6 mm de euros).

En 2006, este tipo de operativa acumuló el 93,2% de la contratación entre titulares, cuota que es 1,5 pp superior a la observada en 2005 y que, como se ha visto, corresponde en su mayor parte (87,6 pp) a la negociación con bonos y obligaciones.

### 3.3 Negociación con terceros

La negociación con terceros creció un 4,3% en 2006 y totalizó un volumen de negociación de 15,1 billones de euros. 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 13,6 billones, registraron un aumento del 9,4%.

Por su parte, los volúmenes cruzados con letras del Tesoro sumaron 1,2 billones de euros, lo que supuso un retroceso del 30,4% respecto a la contratación registrada en 2005. Finalmente, la negociación con principales y cupones segregados se situó en tan solo 222 mm de euros.

La concentración de la contratación en la deuda a medio y largo plazo aumentó en 2006, ya que este tramo supuso el 90,5% del total de la negociación con terceros, frente al 86,3% que representaba en 2005. La cuota de las letras del Tesoro bajó cuatro puntos porcentuales, hasta situarse en el 8,1%, mientras que la correspondiente a los instrumentos segregados, con una caída de dos décimas, se situó en el 1,5%.

Por tipo de operación, solamente se observó el descenso de las operaciones *repo* (un -2,7%), pues en los casos restantes se produjeron aumentos de cierta consideración. En efecto, las operaciones al contado aumentaron un 35,8%; las simultáneas, un 24,5%, y, por último, las operaciones a plazo, un 11,1%.

Con estas evoluciones, las operaciones *repo* siguen perdiendo peso en el total de la negociación con terceros, aunque continúan siendo las más importantes en este ámbito, pues suponen el 73,2% de la contratación. Por su parte, las operaciones al contado acumularon el 15,9% de la negociación, mientras que las simultáneas y las operaciones a plazo representaron el 8,8 % y el 2,2%, respectivamente.

Año 2006

|                       | mm de euros y % |                      |         |                      |          |                      |             |                      |          |                      |
|-----------------------|-----------------|----------------------|---------|----------------------|----------|----------------------|-------------|----------------------|----------|----------------------|
|                       | CONTADO         |                      | PLAZO   |                      | REPOS    |                      | SIMULTÁNEAS |                      | TOTAL    |                      |
|                       | VOLUMEN         | VARIACIÓN S/2005 (%) | VOLUMEN | VARIACIÓN S/2005 (%) | VOLUMEN  | VARIACIÓN S/2005 (%) | VOLUMEN     | VARIACIÓN S/2005 (%) | VOLUMEN  | VARIACIÓN S/2005 (%) |
| Total                 | 2.395,3         | 35,8                 | 324,4   | 11,1                 | 11.035,6 | -2,7                 | 1.320,2     | 24,5                 | 15.075,5 | 4,3                  |
| Letras del Tesoro     | 29,1            | -11,4                | 0,0     | -100,0               | 1.185,3  | -30,6                | 0,3         | -89,7                | 1.214,7  | -30,4                |
| Bonos y obligaciones  | 2.356,7         | 36,6                 | 323,6   | 11,0                 | 9.638,4  | 2,6                  | 1.319,6     | 24,8                 | 13.638,3 | 9,4                  |
| Principales y cupones | 9,5             | 71,2                 | 0,8     | 716,3                | 211,9    | -9,1                 | 0,3         | -46,9                | 222,5    | -7,0                 |

FUENTE: Banco de España.

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 2005 y 2006.

### 3.3.1 OPERACIONES SIMPLES AL CONTADO

La contratación al contado, que totalizó 2.395 mm de euros, experimentó un aumento del 35,8% en 2006. Esta operativa estuvo centrada en la negociación de bonos y obligaciones, que se situó en 2.357 mm; de esta forma, los importes negociados con letras del Tesoro y con deuda segregada fueron muy reducidos: 29 mm y 9 mm, respectivamente.

En la negociación de letras del Tesoro, las entidades gestoras dieron contrapartida en nombre propio a sus clientes en el 98% de los volúmenes contratados. Este porcentaje es inferior en el caso de los bonos y obligaciones (un 81%) y en el 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 presencia del registro por orden conjunta de las partes en la negociación de deuda a medio y largo plazo puede explicarse por la mayor actividad de inversores institucionales y de no residentes en este segmento del mercado.

Otro indicador de este hecho es que el volumen medio por operación es más alto cuando se produce el registro por orden conjunta de las partes. En concreto, dicho importe ascendió en 2006 a 21,5 millones de euros, mientras que en el caso de las operaciones en las que las entidades dieron contrapartida en nombre propio el volumen medio se situó, en ese mismo año, en 16,3 millones de euros.

Al igual que en el caso de la contratación al contado entre titulares, aunque de manera más atenuada, la negociación con terceros también mostró una elevada concentración: las cinco emisiones más negociadas durante 2006 acumularon el 36% de los volúmenes cruzados.

### 3.3.2 OPERACIONES REPO Y SIMULTÁNEAS

En 2006, la negociación en operaciones *repo* con terceros, que alcanzó 11 billones de euros, cayó un 2,7% 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 acumula el 73,2% de la negociación con terceros.

| %                            | CONTADO   |      | PLAZO |      | REPOS |      | SIMULTÁNEAS |      | TOTAL (b) |       |
|------------------------------|-----------|------|-------|------|-------|------|-------------|------|-----------|-------|
|                              | 2005      | 2006 | 2005  | 2006 | 2005  | 2006 | 2005        | 2006 | 2005      | 2006  |
|                              | Total (b) | 12,2 | 15,9  | 2,0  | 2,2   | 78,4 | 73,2        | 7,3  | 8,8       | 100,0 |
| <i>Letras del Tesoro</i>     | 0,2       | 0,2  | 0,0   | 0,0  | 11,8  | 7,9  | 0,0         | 0,0  | 12,1      | 8,1   |
| <i>Bonos y obligaciones</i>  | 11,9      | 15,6 | 2,0   | 2,1  | 65,0  | 63,9 | 7,3         | 8,8  | 86,3      | 90,5  |
| <i>Principales y cupones</i> | 0,0       | 0,1  | 0,0   | 0,0  | 1,6   | 1,4  | 0,0         | 0,0  | 1,7       | 1,5   |

FUENTE: Banco de España.

a. Porcentajes sobre la negociación total con terceros.

b. En algunos casos, las rúbricas de totales pueden diferir de la suma de sus componentes, a consecuencia de los redondeos.

De estos volúmenes negociados en *repo*, el 87% se cruzó con bonos y obligaciones; menor importancia tuvieron la negociación con letras del Tesoro (un 11% del total) y la contratación con principales y cupones segregados (el 2% restante).

En la negociación de *repos*, las gestoras dieron contrapartida en nombre propio en casi la totalidad de los volúmenes cruzados en 2006: de hecho, la presencia de otro tipo de intermediación puede considerarse anecdótica.

La negociación en operaciones simultáneas, realizada casi totalmente con bonos y obligaciones, creció un 24,8% en 2006 respecto a la observada en 2005 y se situó en 1,3 billones de euros. Con esta expansión, la contratación en simultáneas ganó importancia cuantitativa en 2006 —en concreto, 1,5 pp— y se situó en el 8,8% 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 el resto de participantes 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 2006 en algo más de 4 millones de euros, el tamaño medio de una operación simultánea se situó casi en los 57 millones de euros.

### 3.4 Mercados derivados

En 2006, los mercados europeos de productos derivados de la deuda pública<sup>3</sup> denominados en euros se comportaron de forma muy similar al año anterior. La actividad sigue concentrada en el mercado alemán, que sigue abarcando la práctica totalidad del volumen total negociado, con una cuota del 99,99%.

De la misma forma en que ha ocurrido en los últimos años, la contratación de estos instrumentos en EUREX siguió aumentando, aunque de manera menos acusada que en el ejercicio previo. Así, en 2006 alcanzó un volumen de negociación un 8% superior al de 2005, tras un incremento en dicho año con respecto a 2004 del 18%. En lo que se refiere exclusivamente a la negociación del futuro sobre el bono a diez años, que es el producto derivado de la deuda soberana más negociado (el futuro sobre el bono alemán a diez años representó el 46% del

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, así como futuros sobre el bono a treinta años.

total de la negociación de estos productos en EUREX), las cifras muestran un panorama muy similar, con un aumento del volumen negociado de solo un 4%.

En este contexto, MEFF confirmó la tendencia decreciente iniciada en 1998. El volumen total de contratación del futuro sobre el bono a diez años, que continuó representando un segmento residual del mercado, fue durante 2006 de solo 1,5 millones de euros, lo que supone un 67% menos de negociación que en 2005, año en el que el volumen ya era muy reducido. La posición abierta también experimentó una caída muy pronunciada, finalizando el año en 100.000 euros, la mitad que en 2005.