

3 MERCADO SECUNDARIO DE DEUDA DEL ESTADO

3 Mercado secundario de deuda del Estado

3.1 Descripción general

En 2007, la contratación en el mercado de deuda pública ascendió a 22,7 billones de euros, lo que supuso un crecimiento del 0,4% sobre los importes negociados en 2006. Siendo esta expansión tan ligera, bien puede describirse 2007 como un año de estabilidad; de hecho, este sería ya el cuarto año consecutivo en que dicha característica, referida a los volúmenes cruzados, es la más llamativa.

La negociación en los ámbitos de titulares y de terceros apenas ha registrado variaciones. Así, mientras que la contratación en el primero de ellos cayó un 0,2%, los importes cruzados en el segundo aumentaron un 0,7%. Con variaciones tan limitadas en ambos segmentos, su importancia relativa no se modificó significativamente, de forma que 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 mercado de deuda pública sigue concentrado en la negociación de bonos y obligaciones no segregados, pues supone el 91,5% de la negociación total. Así, tanto la contratación de letras, con un 7% del mercado, como la de instrumentos segregados, con el 1,5% restante, tienen poca relevancia en términos cuantitativos.

Por tipo de operaciones, la negociación en 2007 estuvo repartida de forma similar a 2006. Así, las operaciones *repo* acumularon el 48,3% de la contratación total, mientras que las simultáneas representaron el 36,4%. Por su parte, las operaciones simples tuvieron cuotas de mercado muy inferiores: un 12,8% en las operaciones al contado y un 1,3% en las operaciones a plazo.

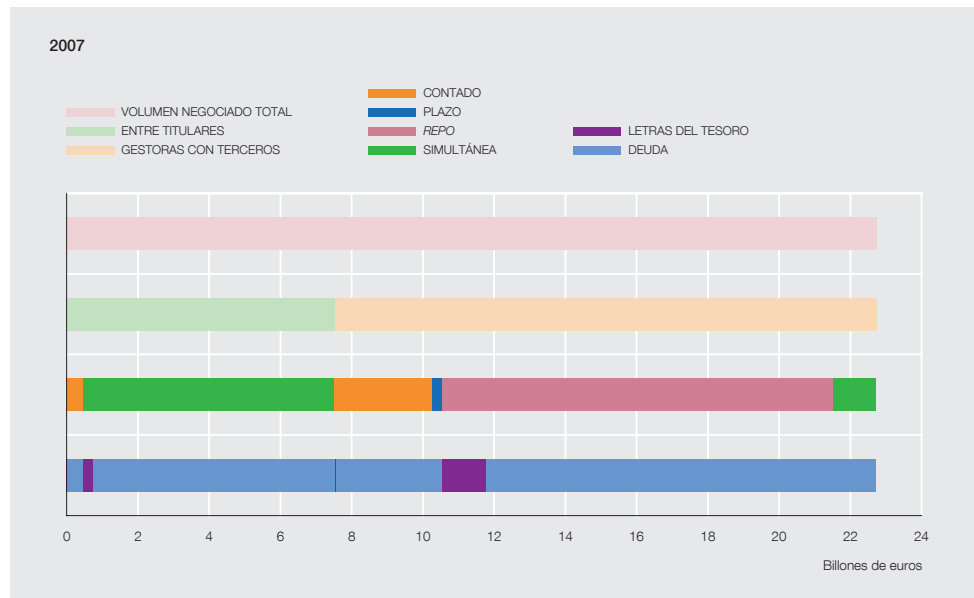
En el gráfico 3.1 se muestra el desglose de la contratación del mercado de deuda anotada entre los segmentos de titulares y de terceros, entre los distintos tipos de operaciones y entre los distintos instrumentos contratados¹.

3.2 Negociación entre titulares

La negociación entre titulares, cifrada en 7,5 billones de euros, registró una reducción del 0,2% en 2007. Esta variación es el resultado de descensos en las contrataciones con letras del Tesoro y con instrumentos segregados (cuyas variaciones fueron, respectivamente, de -28,8% y -17,3%) y un ligero aumento, cifrado en el 1,8%, en la negociación con bonos y obligaciones.

Los importes cruzados con bonos y obligaciones alcanzaron 7,2 billones de euros, lo que representa el 95,3% del mercado en este ámbito; por su parte, la negociación con letras del Tesoro alcanzó 342 mm de euros y la realizada con instrumentos segregados se situó en los 11 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. Esta agregación también se realiza en el gráfico 3.2.



FUENTE: Banco de España.

Por tipo de operación, nuevamente en 2007 la contratación en el segmento de contado ha registrado una caída significativa (un 10,3%), al cifrarse en 455 mm de euros. Por el contrario, las operaciones simultáneas han crecido ligeramente (0,6%) y su contratación alcanzó 7,1 billones de euros. Finalmente, las operaciones a plazo prácticamente han desaparecido y, como se apuntó en la edición anterior de esta Memoria, la operativa *repo* ya no puede realizarse en el ámbito de titulares.

Estas variaciones, en línea con las observadas en años anteriores, han aumentado la importancia relativa de las operaciones simultáneas, que representaron en 2007 el 93,9% de la negociación entre titulares. Por el contrario, las operaciones al contado, con una cuota del 6%, siguen perdiendo importancia cuantitativa en este tramo del mercado.

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 2006; por su parte, el cuadro 3.2 muestra las cuotas de negociación para los años 2006 y 2007.

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.

3.2.1 OPERACIONES SIMPLES AL CONTADO

La negociación al contado registró un descenso del 10,3% en 2007, ya que pasó desde 508 mm de euros en 2006 a 455 mm en 2007. Esta caída se ha producido en la negociación de los tres tipos de instrumentos, cuyas variaciones se han cifrado en -43,5% en el caso de las letras, -5,4% en el de bonos y obligaciones y, finalmente, en -26,4% en el correspondiente a instrumentos segregados.

La concentración de la negociación al contado de bonos y obligaciones en unas pocas emisiones se redujo en 2007. En efecto: mientras que en 2006 las cinco referencias con mayor actividad acumularon el 51% de los volúmenes cruzados, en 2007 las cinco emisiones con

NEGOCIACIÓN ENTRE TITULARES

CUADRO 3.1

Año 2007

mm de euros y %	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL	
	VOLUMEN	VARIACIÓN S/2006 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/2006 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/2006 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/2006 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/2006 (%)
	Total	455,4	-10,3	1,0	-72,2	—	—	7.075,0	0,6	7.531,4
<i>Letras del Tesoro</i>	36,1	-43,5	0,0	-100,0	—	—	306,2	-26,5	342,3	-28,8
<i>Bonos y obligaciones</i>	415,7	-5,4	0,9	-67,7	—	—	6.763,2	2,3	7.179,8	1,8
<i>Principales y cupones</i>	3,6	-26,4	0,1	-70,8	—	—	5,6	-6,9	9,3	-17,3

FUENTE: Banco de España.

CUOTAS DE NEGOCIACIÓN ENTRE TITULARES (a)

CUADRO 3.2

%	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL (b)	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007
	Total (b)	6,7	6,0	0,0	0,0	0,0	—	93,2	93,9	100,0
<i>Letras del Tesoro</i>	0,8	0,5	0,0	0,0	0,0	—	5,5	4,1	6,4	4,5
<i>Bonos y obligaciones</i>	5,8	5,5	0,0	0,0	0,0	—	87,6	89,8	93,5	95,3
<i>Principales y cupones</i>	0,1	0,0	0,0	0,0	—	—	0,1	0,1	0,1	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.

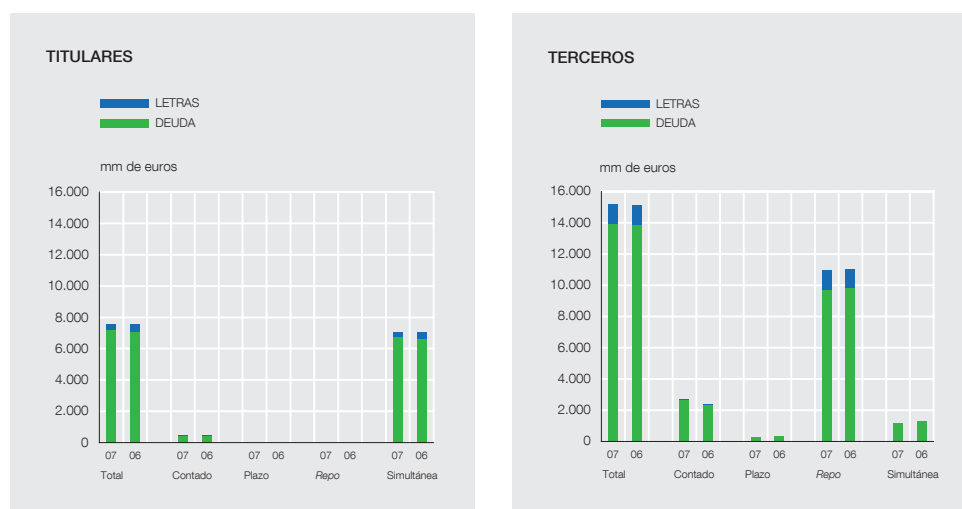
mayor contratación concentraron el 44% de la negociación. Por orden de importancia, las emisiones más negociadas fueron la obligación con cupón 3,80% y vencimiento en enero de 2017, que acumuló más del 19% de la contratación, la obligación con cupón 3,15% y vencimiento en enero de 2016, el bono con cupón 3,90% y vencimiento en octubre de 2012, la obligación con cupón 4% y vencimiento en enero de 2010, y el bono con cupón 3,25% y vencimiento en julio de 2010.

Por su parte, la negociación al contado de letras del Tesoro pasó de 64mm de euros en 2006 a 36 mm en 2007. Finalmente, los volúmenes cruzados con instrumentos segregados son muy limitados, pues se situaron en 2007 en 3,6 mm de euros.

3.2.2 OPERACIONES SIMULTÁNEAS

En 2007 la negociación de operaciones simultáneas entre titulares, que experimentó un muy ligero avance (0,6%), se situó en 7,1 billones de euros, de los que 6,8 billones se instrumentaron con bonos y obligaciones. La contratación restante se hizo básicamente con letras del Tesoro (306 mm de euros), ya que los volúmenes contratados con principales y cupones segregados fueron muy reducidos (6 mm de euros).

En 2007 este tipo de operativa acumuló el 93,9% de la contratación entre titulares, cuota que es siete décimas porcentuales superior a la correspondiente a 2006.



FUENTE: Banco de España.

3.3 Negociación con terceros

La negociación con terceros creció un 0,7% en 2007 y alcanzó un volumen de contratación de 15,2 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, a pesar de una ligerísima reducción, sumaron una negociación de 13,6 billones.

Por su parte, los volúmenes cruzados con letras del Tesoro sumaron 1,3 billones de euros, lo que supuso un crecimiento del 3,3% respecto a la contratación observada en 2006. Finalmente, la negociación con principales y cupones segregados, aunque creció de manera notable, se situó en tan solo 316 mm de euros.

La concentración de la contratación en la deuda a medio y largo plazo disminuyó ligeramente ya que pasó del 90,5% del total de la negociación con terceros en 2006 al 89,7% en 2007. En sentido contrario se movió la cuota de las letras del Tesoro (que pasó del 8,1% al 8,3%) y la de los instrumentos segregados (que pasó del 1,5% al 2,1%).

Por tipo de operación, solamente aumentaron las operaciones al contado (13,7%), pues en los casos restantes se observaron descensos: en el entorno del 9% tanto en las operaciones a plazo como en las simultáneas, y del 0,6% en el caso de los *repos*.

Aunque las operaciones *repo* siguen perdiendo peso en el total de la negociación con terceros, continúan siendo las más importantes en este ámbito, pues suponen el 72,2% de la contratación. Por su parte, las operaciones al contado acumularon el 17,9% de la negociación, mientras que las simultáneas y las operaciones a plazo representaron el 7,9% y el 1,9%, respectivamente.

El resto de la sección se dedica a la descripción, 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 2006 y 2007.

3.3.1 OPERACIONES SIMPLES AL CONTADO

La contratación al contado, que ascendió a 2,7 billones de euros, registró un aumento del 13,7% en 2007; esta negociación correspondió casi totalmente a las operaciones con bonos

Año 2007

	mm de euros y %									
	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL	
	VOLUMEN	VARIACIÓN S/2006 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/2006 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/2006 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/2006 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/2006 (%)
Total	2.724,2	13,7	294,8	-9,1	10.971,9	-0,6	1.197,8	-9,3	15.188,7	0,7
Letras del Tesoro	21,5	-26,2	0,6	—	1.230,2	3,8	2,4	618,6	1.254,7	3,3
Bonos y obligaciones	2.689,1	14,1	290,7	-10,2	9.446,7	-2,0	1.191,9	-9,7	13.618,4	-0,1
Principales y cupones	13,6	42,7	3,5	352,2	295,0	39,2	3,5	—	315,6	41,8

FUENTE: Banco de España.

y obligaciones, ya que los volúmenes negociados con letras del Tesoro y con deuda segregada fueron muy escasos: 21,5 mm y 13,6 mm, respectivamente.

En la negociación de letras del Tesoro, las entidades gestoras dieron contrapartida en nombre propio a sus clientes en el 97% de los volúmenes contratados. Este porcentaje es inferior en los casos de los bonos y obligaciones (un 87%) y de los instrumentos segregados (un 86%). 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.

Al contrario de lo que se observaba en años anteriores, en que el volumen medio por operación era más alto cuando se producía el registro por orden conjunta de las partes, en 2007 las operaciones en que las entidades dieron contrapartida en nombre propio tuvieron un importe medio ligeramente mayor. No obstante, las diferencias no han sido muy significativas y ambos volúmenes medios se situaron en torno a los 15 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 2007 acumularon el 31% de los volúmenes cruzados.

3.3.2 OPERACIONES REPO Y SIMULTÁNEAS

En 2007 la negociación en operaciones *repo* con terceros sumó un importe de 11 billones de euros, lo que supuso una caída del 0,6% en relación con la contratación observada en el año 2006. A pesar de ello, desde un punto de vista meramente cuantitativo, esta operativa sigue siendo la más relevante, ya que acumula el 72,2% de la negociación con terceros.

De estos volúmenes negociados en *repo*, el 86% 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 3% restante).

En la negociación de *repos*, las gestoras dieron contrapartida en nombre propio en casi la totalidad de los volúmenes cruzados en 2007, siendo marginales los otros dos tipos de intermediación de estas entidades (el registro por orden conjunta de las partes contratantes y la actividad como comisionista).

%	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL (b)	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007
	Total (b)	15,9	17,9	2,2	1,9	73,2	72,2	8,8	7,9	100,0
<i>Letras del Tesoro</i>	0,2	0,1	0,0	0,0	7,9	8,1	0,0	0,0	8,1	8,3
<i>Bonos y obligaciones</i>	15,6	17,7	2,1	1,9	63,9	62,2	8,8	7,8	90,5	89,7
<i>Principales y cupones</i>	0,1	0,1	0,0	0,0	1,4	1,9	0,0	0,0	1,5	2,1

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.

La negociación en operaciones simultáneas, realizada casi totalmente con bonos y obligaciones, cayó un 9,3% en 2007 respecto a la registrada en 2006 y se situó en 1,2 billones de euros. Con esta contracción, la contratación en simultáneas perdió cuota en la negociación de terceros, ya que pasó del 8,8% en 2006 al 7,9% en 2007.

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 que el volumen medio de una operación *repo* con bonos y obligaciones en 2007 era ligeramente superior a 4 millones de euros, el tamaño medio de una operación simultánea alcanzó casi los 38 millones de euros.

3.4 Mercados derivados

En 2007, la evolución de los mercados europeos de productos derivados de la deuda pública² denominados en euros fue muy similar a la del año anterior. La actividad sigue concentrándose en el mercado alemán, que abarca la casi totalidad del volumen negociado, con una cuota de prácticamente el 100%.

Al igual que ha ocurrido en los últimos años, la contratación de estos instrumentos en EUREX siguió aumentando, aunque esta vez de forma mucho menos acusada que en ejercicios previos. Así, en 2007 alcanzó un volumen de negociación solo un 1,6% superior al de 2006, tras un incremento en dicho año, con respecto a 2005, del 8%. 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 negociado³, las cifras muestran un panorama muy similar, con un ligero aumento del volumen negociado, de un 1%.

En este contexto, MEFF continuó la tendencia decreciente iniciada en 1998. El volumen total de contratación del futuro sobre el bono a diez años, que siguió representando un segmento residual del mercado, ascendió durante 2007 a solo 1,3 millones de euros, lo que supone un 13% menos de negociación que en 2006, año en el que el volumen ya era muy reducido. La posición abierta, por otra parte, finalizó el año a cero, frente a los 100.000 euros de 2006.

2. 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 futuros y opciones sobre el bono alemán a dos, cinco y diez años, así como futuros sobre el bono a treinta años. 3. El futuro sobre el bono alemán a diez años representó el 46% del total de la negociación de estos productos en EUREX.