

### 3 MERCADO SECUNDARIO DE DEUDA DEL ESTADO



### 3 Mercado secundario de deuda del Estado

#### 3.1 Descripción general

Tras un período de cuatro años caracterizado por una marcada estabilidad, en el que los volúmenes negociados se situaron por encima de los 22 billones de euros, el mercado de deuda pública ha experimentado una significativa caída en su actividad en el año 2008. En efecto: mientras que en 2007 los importes negociados alcanzaron los 22,7 billones de euros, en el pasado año descendieron hasta los 20 billones, lo que supuso una reducción del 12% en la contratación.

La negociación cayó tanto en el ámbito de titulares como en el de terceros, si bien de forma desigual. En efecto: mientras que en aquel el descenso de la contratación se cifró en un 6,3%, la reducción de la actividad en el segmento de terceros alcanzó un 14,8%. Con estas variaciones, la contratación entre titulares ha ganado algo de peso en el conjunto del mercado, pero sigue siendo 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.

Aunque el mercado de deuda pública sigue concentrado en la negociación de bonos y obligaciones no segregados, este segmento perdió importancia relativa, pues pasó de representar el 91,5% de la negociación total en 2007 a suponer un 86,2% en 2008. Por el contrario, para el mismo horizonte de comparación, el peso de la contratación en letras del Tesoro ha aumentado desde el 7% hasta el 11,1%, mientras que el de los instrumentos segregados ha pasado desde el 1,5% hasta el 2,7%.

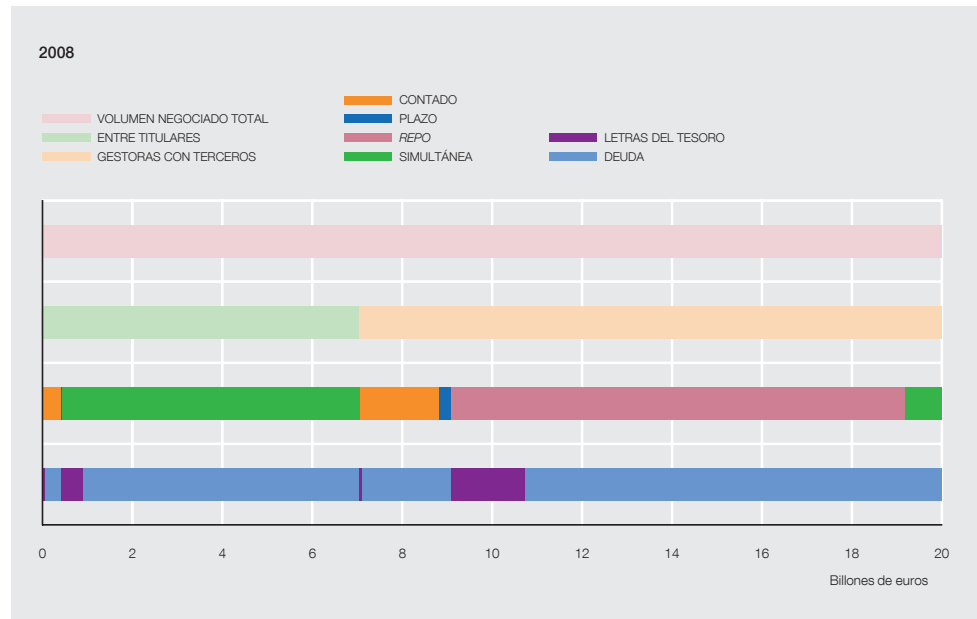
Por tipo de operaciones, la negociación en 2008 se distribuyó de forma muy similar a como lo hiciera en 2007. No obstante, se pueden señalar ligeros incrementos en las participaciones de las operaciones *repo* y simultáneas, que se situaron en 2008 en el 50,6% y el 37,1%, respectivamente; estos aumentos se registraron a costa de un descenso en el peso relativo de las operaciones al contado, que se situó en ese mismo año en el 11%.

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

En 2008, la negociación entre titulares, que alcanzó 7,1 billones de euros, registró un descenso del 6,3%, como consecuencia, básicamente, de la caída en la contratación con bonos y obligaciones, cifrada en un 9,4%. Por el contrario, los volúmenes cruzados con letras del Tesoro y con instrumentos segregados crecieron un 56,5% y un 31%, respectivamente; no obstante, es preciso matizar que estos crecimientos tan grandes vienen parcialmente explicados por el hecho de referirse a cifras iniciales de negociación bastante reducidas.

<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.

Los importes cruzados con bonos y obligaciones alcanzaron 6,5 billones de euros, lo que representa el 92,2% del mercado en este ámbito; por su parte, la negociación con letras del Tesoro alcanzó 536 mm de euros, y la realizada con instrumentos segregados se situó en 12 mm de euros.

Por tipo de operación, la tendencia a la baja en las operaciones al contado se mantuvo en 2008, ya que su contratación se redujo en un 6,1% y se situó en 427 mm. Una caída similar, cifrada en el 6,4%, se registró en la negociación de operaciones simultáneas, que alcanzó 6,6 billones de euros. Finalmente, las operaciones a plazo casi no se cruzan entre titulares —su volumen de contratación no llegó a los 3 mm en 2008— y, como ya se señaló en ediciones anteriores de esta Memoria, la operativa *repo* no puede utilizarse en la actualidad en el ámbito de titulares.

Tras estas variaciones, el reparto de la negociación en este segmento del mercado entre los distintos tipos de operativa se mantiene casi idéntico al observado en 2007, con un peso del 93,9% para las operaciones simultáneas y del 6,1% para las operaciones al contado.

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 2007; por su parte, el cuadro 3.2 muestra las cuotas de negociación para los años 2007 y 2008.

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 se redujo un 6,1% en 2008, ya que pasó de 455 mm de euros en 2007 a 427 mm en 2008. Esta caída se debe a la reducción del 13,3% en la contratación con bonos y obligaciones, que pasó de 416 mm a 360 mm, compensada en parte por el aumen-

**NEGOCIACIÓN ENTRE TITULARES**

CUADRO 3.1

Año 2008

Millones de euros y %										
	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL	
	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2007 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2007 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2007 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2007 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2007 (%)
Total	427,5	-6,1	2,9	179,4	—	—	6.623,0	-6,4	7.053,4	-6,3
Letras del Tesoro	64,1	77,8	0,0	-100,0	—	—	471,7	54,1	535,8	56,5
Bonos y obligaciones	360,4	-13,3	1,4	59,8	—	—	6.143,6	-9,2	6.505,4	-9,4
Principales y cupones	3,0	-17,1	1,5	1.002,9	—	—	7,7	38,5	12,2	31,0

FUENTE: Banco de España.

**CUOTAS DE NEGOCIACIÓN ENTRE TITULARES (a)**

CUADRO 3.2

%										
	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL (b)	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Total (b)	6,0	6,1	0,0	0,0	—	—	93,9	93,9	100,0	100,0
Letras del Tesoro	0,5	0,9	0,0	0,0	—	—	4,1	6,7	4,5	7,6
Bonos y obligaciones	5,5	5,1	0,0	0,0	—	—	89,8	87,1	95,3	92,2
Principales y cupones	0,0	0,0	0,0	0,0	—	—	0,1	0,1	0,1	0,2

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.

to del 77,8% en la negociación con letras del Tesoro, que pasó de 36 mm a 64 mm. Finalmente, los volúmenes cruzados con instrumentos segregados, que cayeron en 2008 un 17,1%, son muy pequeños y tan solo alcanzaron 3 mm de euros.

La concentración de la negociación al contado de bonos y obligaciones en unas pocas emisiones se mantiene bastante estable, con muy ligeras variaciones, en los últimos años. En 2008 se registró un ligero aumento de la concentración; en concreto, las cinco emisiones con mayor actividad sumaron el 49% de la negociación. Por orden de importancia, las referencias más negociadas fueron la obligación con cupón 4,10% y vencimiento en julio de 2018, que acumuló casi el 15% de la contratación; la obligación con cupón 3,80% y vencimiento en enero de 2017; el bono con cupón 4,10% y vencimiento en abril de 2011; el bono con cupón 3,90% y vencimiento en octubre de 2012, y la obligación con cupón 4% y vencimiento en enero de 2010.

**3.2.2 OPERACIONES  
SIMULTÁNEAS**

En 2008, la contratación de operaciones simultáneas entre titulares, que experimentó un descenso del 6,4%, se situó en 6,6 billones de euros. De ellos, 6,1 billones corresponden a operaciones cruzadas con bonos y obligaciones, operativa que se redujo un 9,2% respecto a la observada en 2007. La negociación con letras del Tesoro, cifrada en 472 mm, y la realizada con instrumentos segregados, cifrada en 8 mm, crecieron en 2008 un 54,1% y un 38,5%, respectivamente.



FUENTE: Banco de España.

### 3.3 Negociación con terceros

La negociación con terceros se redujo un 14,8% en 2008, hasta situarse en 12,9 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 reducción del 21,2%, que llevó su volumen contratado a 10,7 billones de euros, suponen el 82,9% de la negociación en este ámbito.

Por su parte, tanto los volúmenes cruzados con letras del Tesoro como los cruzados con principales y cupones segregados aumentaron: un 34,5% aquellos, con un volumen de contratación de 1,7 billones de euros, y un 68,8% estos, con un importe negociado de 532 mm.

La concentración de la contratación en la deuda a medio y largo plazo siguió reduciéndose en 2008, ya que pasó del 89,7% del total de la negociación con terceros en 2007 al ya mencionado 82,9% en 2008. En sentido contrario se movieron la cuota de las letras del Tesoro (8,3% en 2007 y 13% en 2008) y la de los instrumentos segregados (2,1% en 2007 y 4,1% en 2008).

Por otro lado, se observaron descensos en todos los tipos de operación: 34,9% en el contado, 11,6% en el plazo, 7,9% en *repos* y 33,1% en simultáneas. Con estas variaciones, tanto las operaciones al contado como las simultáneas perdieron importancia relativa en el conjunto de la negociación con terceros: las primeras pasaron de representar el 17,9% del total en 2007 al 13,7% en 2008, mientras que las segundas se redujeron desde el 7,9% al 6,2%. El movimiento contrario se observó en las operaciones a plazo, que tuvieron una ganancia de cuota de tan solo una décima porcentual, y en las operaciones *repo*, que pasaron de suponer el 72,2% de los volúmenes contratados con terceros en 2007 al 78,1% en 2008.

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, el panel derecho del gráfico 3.2 muestra el desglose de la negociación con terceros para los años 2007 y 2008.

#### 3.3.1 OPERACIONES SIMPLES AL CONTADO

La contratación al contado ascendió a 1,8 billones de euros, lo que supone una caída del 34,9% en 2008, y se realizó casi totalmente con bonos y obligaciones, ya que los volúmenes

Año 2008

%	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL	
	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2007 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2007 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2007 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2007 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2007 (%)
	Total	1.773,2	-34,9	260,7	-11,6	10.109,8	-7,9	801,9	-33,1	12.945,6
<i>Letras del Tesoro</i>	50,7	135,9	0,7	14,0	1.635,4	32,9	0,6	-75,0	1.687,4	34,5
<i>Bonos y obligaciones</i>	1.701,7	-36,7	254,1	-12,6	7.977,2	-15,6	792,7	-33,5	10.725,7	-21,2
<i>Principales y cupones</i>	20,8	53,2	5,9	66,9	497,2	68,6	8,6	148,5	532,5	68,8

FUENTE: Banco de España.

## CUOTAS DE NEGOCIACIÓN CON TERCEROS (a)

CUADRO 3.4

%	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL (b)	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
	Total (b)	17,9	13,7	1,9	2,0	72,2	78,1	7,9	6,2	100,0
<i>Letras del Tesoro</i>	0,1	0,4	0,0	0,0	8,1	12,6	0,0	0,0	8,3	13,0
<i>Bonos y obligaciones</i>	17,7	13,1	1,9	2,0	62,2	61,6	7,8	6,1	89,7	82,9
<i>Principales y cupones</i>	0,1	0,2	0,0	0,0	1,9	3,8	0,0	0,1	2,1	4,1

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.

negociados con letras del Tesoro y con deuda segregada fueron, a pesar de haberse registrado crecimiento en ambos casos, muy reducidos: 51 mm y 21 mm, respectivamente.

En la negociación de letras del Tesoro, las entidades gestoras dieron contrapartida en nombre propio a sus clientes en el 94% de los volúmenes contratados. Este porcentaje es inferior en el caso de los bonos y obligaciones, un 87%, y de los instrumentos segregados, un 78%. 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.

El volumen medio por operación en 2008 fue más alto para las operaciones registradas por orden conjunta de las partes que para aquellas en las que las entidades dieron contrapartida en nombre propio, con independencia del activo negociado. Así, los volúmenes medios fueron, en el caso de las operaciones por orden conjunta, 14,3 millones de euros para bonos y obligaciones, 7,6 millones de euros para letras del Tesoro y 6,8 millones de euros para principales y cupones segregados; en el caso de las operaciones en las que las entidades dieron contrapartida en nombre propio, estos volúmenes fueron de 12,3 millones, 4,2 millones y 6,3 millones, respectivamente.

### 3.3.2 OPERACIONES REPO Y SIMULTÁNEAS

Al igual que en el caso de la contratación al contado entre titulares, aunque de forma menos intensa, la negociación con terceros también mostró una elevada concentración: las cinco referencias más negociadas durante 2008 acumularon el 30% de los volúmenes cruzados.

En 2008 la negociación en operaciones *repo* con terceros ascendió a un total de 10,1 billones de euros, lo que supuso una caída del 7,9% en relación con la contratación registrada en el año 2007. A pesar de ello, dado que esta contracción es menor en términos relativos que las observadas en el resto de tipos de operativa, la contratación en *repos* ha aumentado su peso en casi seis puntos y supone el 78,1% de la negociación con terceros en 2008.

De estos volúmenes contratados en operaciones *repo*, el 79% se cruzó con bonos y obligaciones, el 16% se negoció con letras del Tesoro y, finalmente, el 5% restante se negoció con instrumentos segregados.

En esta operativa, las gestoras dieron contrapartida en nombre propio en casi la totalidad de los volúmenes cruzados en 2008, 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).

La negociación en operaciones simultáneas, realizada casi exclusivamente con bonos y obligaciones, cayó un 33,1% en 2008 respecto a la registrada en 2007 y se situó en 793 mm de euros. Con esta reducción tan cuantiosa, la contratación en simultáneas perdió importancia relativa en la negociación de terceros, ya que pasó del 7,9% en 2007 al 6,2% en 2008.

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 2008 fue algo superior a 4 millones de euros, el tamaño medio de una operación simultánea casi alcanzó los 32 millones de euros.

### 3.4 Mercados derivados

En 2008, los mercados europeos de productos derivados de la deuda pública<sup>2</sup> denominados en euros mostraron un cambio de tendencia con respecto a los años anteriores.

En efecto, a diferencia de lo ocurrido en los últimos años, la contratación de estos instrumentos en EUREX disminuyó en 2008. Así, tras la desaceleración mostrada en 2007<sup>3</sup>, el volumen de negociación durante 2008 fue un 12,9% inferior al del ejercicio previo. 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<sup>4</sup>, el descenso fue aún más acusado, con una reducción del volumen negociado de un 21,8%. En cualquier caso, la actividad sigue concentrada en el mercado alemán, que abarca casi la totalidad del volumen negociado, con una cuota de prácticamente el 100%.

En este contexto, MEFF continuó mostrando volúmenes negociados muy reducidos, aunque mostró un pequeño incremento con respecto a 2007, frente a las continuas reducciones re-

---

2. 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 futuros y opciones sobre el bono alemán a dos, cinco y diez años, así como futuros sobre el bono a treinta años. 3. El volumen de negociación en 2007 fue solo un 1,6% superior al de 2006, tras un incremento en dicho año con respecto a 2005 del 8%. 4. El futuro sobre el bono alemán a diez años representó el 41% del total de la negociación de estos productos en EUREX.



gistradas desde 1998. El volumen total de contratación del futuro sobre el bono a diez años, que siguió representando un segmento residual del mercado, ascendió durante 2008 a 1,4 millones de euros, lo que supone un 7,7% más de negociación que en 2007. La posición abierta, por otra parte, finalizó el año a cero, al igual que en 2007.

