

3 MERCADO SECUNDARIO DE DEUDA DEL ESTADO

3 Mercado secundario de deuda del Estado

3.1 Descripción general

La negociación en el mercado de deuda del Estado volvió a experimentar un descenso en 2009: a la reducción de un 12% registrada en 2008, le ha seguido una caída del 7,2% en el pasado año. Así, frente a los 20 billones de euros que totalizó la contratación en 2008, los volúmenes cruzados en 2009 se situaron en 18,6 billones.

La negociación en el ámbito de terceros se redujo en un porcentaje similar al observado en el año anterior: 13,9% en 2009, frente a 14,8% en 2008. Por el contrario, la negociación entre titulares registró un aumento del 5,2% en 2009, que contrasta con la caída del 7,2% registrada en 2008. De este modo, la contratación entre titulares ha ganado peso de forma significativa en el conjunto del mercado y, frente a la tercera parte que venía suponiendo en los últimos años, en 2009 representó el 40% del total de volúmenes cruzados en el mercado de deuda anotada del Estado.

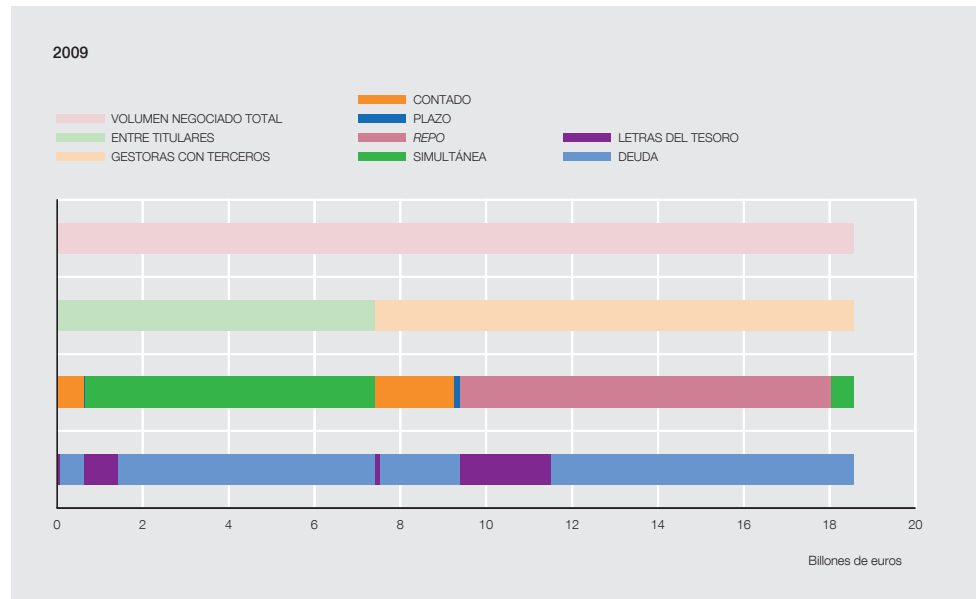
Como en ediciones anteriores de esta Memoria, conviene realizar dos precisiones sobre la información estadística de este capítulo. En primer lugar, las cifras utilizadas tienen cierto grado de provisionalidad, especialmente en el tramo de terceros. En segundo lugar, en este capítulo no se incluye la negociación de deuda pública realizada en el ámbito bursátil¹.

Si bien el mercado de deuda pública sigue concentrado en la negociación de bonos y obligaciones no segregados, en 2009 se ha mantenido el movimiento, ya observado en 2008, consistente en una creciente presencia de la actividad con letras del Tesoro. Este hecho probablemente esté motivado por el mayor atractivo que representan los instrumentos a corto plazo en un entorno económico y financiero caracterizado por un alto nivel de incertidumbre. En concreto, la contratación con deuda a medio y largo plazo no segregada pasó de representar el 86,2% en 2008 al 80,8% en 2009. La variación contraria se registró en el caso de las letras del Tesoro, cuya negociación pasó del 11,1% en 2008 al 16,7% del total del mercado en 2009. Por último, la participación de los instrumentos segregados puede considerarse básicamente estable, pues pasó del 2,7% en 2008 al 2,5% en 2009.

Por tipo de operaciones, las variaciones son de una entidad tan reducida que puede afirmarse que la negociación en 2009 se distribuyó siguiendo un patrón muy similar al registrado en 2008. En concreto, el grueso de la negociación se encuentra en las operaciones temporales, ya que las operaciones *repo* y las operaciones simultáneas representan, respectivamente, el 46,6% y el 39,3% del total del mercado; por su parte, las operaciones al contado suponen un 13,3%, lo que deja para la operativa a plazo un exiguo 0,8% del conjunto de la negociación.

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 contratados².

¹. En este ámbito, la negociación se realiza a través de un sistema electrónico de contratación continua, con difusión en tiempo real, y al que tienen acceso los inversores minoristas. Los volúmenes negociados son generalmente muy reducidos; en concreto, en 2009 alcanzaron 49,4 millones de euros. Conviene señalar que las ventas de valores del Tesoro registrados en las Cuentas Directas del Banco de España se realizan en este ámbito bursátil, a través de una entidad gestora diferente. ². 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.

3.2 Negociación entre titulares

En 2009, la negociación entre titulares totalizó 7,4 billones de euros, lo que supuso el ya mencionado aumento del 5,2% en relación con la contratación de 2008. Este crecimiento se centró en la negociación con letras del Tesoro, que registró un incremento del 61,2%; también se observó un aumento muy ligero, del 0,7%, en la negociación de bonos y obligaciones. Por su parte, la contratación de instrumentos segregados se redujo a menos de la mitad, si bien esta variación es muy poco significativa, pues se trata de volúmenes de negociación muy reducidos.

Los importes cruzados con bonos y obligaciones alcanzaron 6,6 billones de euros, lo que representa el 88,3% del mercado en este ámbito; por su parte, la negociación con letras del Tesoro alcanzó los 864 mm de euros, y la realizada con instrumentos segregados se situó en los 5,4 mm de euros.

Por tipo de operación, contrariamente a lo observado en años anteriores, las operaciones al contado crecieron en 2009 un 48,3% y alcanzaron los 634 mm de euros. También se registró un incremento, cifrado en el 2,4%, en la negociación de operaciones simultáneas, que alcanzó los 6,8 billones de euros. Finalmente, las operaciones a plazo, aunque apenas se cruzan entre titulares, aproximadamente doblaron su negociación, que se situó en 5,5 mm de euros.

Tras estas variaciones, la negociación en este segmento del mercado se concentra en las operaciones simultáneas, con un 91,4% del total; por su parte, las operaciones al contado representan un 8,5%, y las operaciones a plazo, un 0,1%.

En el cuadro 3.1 se facilita la descomposición de la negociación entre titulares en 2009, por tipo de operación e instrumento, junto con las variaciones porcentuales en relación con la contratación del año 2008; por su parte, el cuadro 3.2 muestra las cuotas de negociación para los años 2008 y 2009.

Por último, el panel izquierdo del gráfico 3.2 muestra la estructura de la negociación entre titulares para esos dos mismos años. Ambos cuadros y este gráfico sirven de apoyo a la lectura del resto de la sección, dedicado a las operaciones al contado y a las operaciones simultáneas.

Año 2009

	Millones de euros y %									
	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL (a)	
	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2008 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2008 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2008 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2008 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2008 (%)
Total (a)	634,0	48,3	5,5	90,8	—	—	6.781,6	2,4	7.421,0	5,2
Letras del Tesoro	82,1	28,2	2,1	—	—	—	779,6	65,3	863,7	61,2
Bonos y obligaciones	549,8	52,6	3,3	142,8	—	—	5.998,8	-2,4	6.551,9	0,7
Principales y cupones	2,1	-30,7	0,1	-91,4	—	—	3,2	-58,4	5,4	-55,5

FUENTE: Banco de España.

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

CUOTAS DE NEGOCIACIÓN ENTRE TITULARES (a)

CUADRO 3.2

	%									
	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL (b)	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009
Total (b)	6,1	8,5	0,0	0,1	—	—	93,9	91,4	100,0	100,0
Letras del Tesoro	0,9	1,1	0,0	0,0	—	—	6,7	10,5	7,6	11,6
Bonos y obligaciones	5,1	7,4	0,0	0,0	—	—	87,1	80,8	92,2	88,3
Principales y cupones	0,0	0,0	0,0	0,0	—	—	0,1	0,0	0,2	0,1

FUENTE: Banco de España.

a. Porcentajes sobre la negociación total entre titulares.

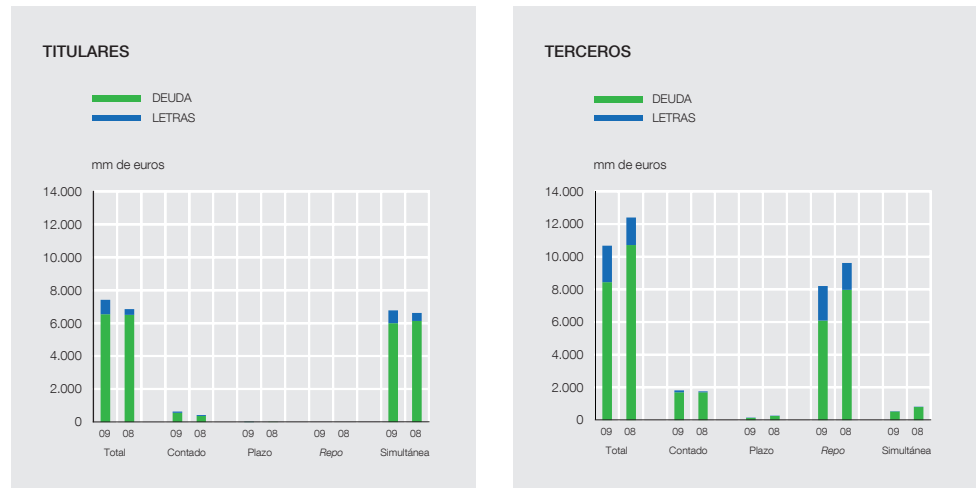
b. En algunos casos, las rúbricas de totales pueden diferir de la suma de sus componentes a consecuencia de los redondeos.

3.2.1 OPERACIONES SIMPLES

AL CONTADO

La negociación al contado creció desde los 427 mm de euros en 2008 hasta los 634 mm de euros en 2009, lo que supuso un aumento del 48,3%. Este aumento es el resultado de las variaciones positivas en los volúmenes cruzados con bonos y obligaciones, un 52,6% para alcanzar una negociación de 550 mm de euros, y con letras del Tesoro, un 28,2% para llegar a una contratación de 82 mm de euros. Finalmente, los importes negociados con instrumentos segregados siguen siendo muy exiguos, y se situaron en 2009 en 2,1 mm de euros.

La concentración de la negociación al contado de bonos y obligaciones se redujo notablemente en 2009. Mientras que, en 2008, las cinco emisiones con mayor actividad sumaron el 49% de la negociación, en 2009 las cinco referencias más negociadas solamente sumaban el 39% de la contratación. Por orden de importancia, las referencias más contratadas fueron la obligación con cupón 4,30% y vencimiento en octubre de 2019, la obligación con cupón 4,60% y vencimiento en julio de 2019, la obligación con cupón 4,80% y vencimiento en enero de 2024, el bono con cupón 4,25% y vencimiento en enero de 2014, y el bono con cupón 2,75% y vencimiento en abril de 2012. Las dos primeras emisiones se corresponden con el plazo típico de diez años, mientras que las siguientes responden a los plazos de quince, cinco y tres años.



FUENTE: Banco de España.

3.2.2 OPERACIONES SIMULTÁNEAS

En 2009, la contratación de operaciones simultáneas entre titulares creció un 2,4% y alcanzó los 6,8 billones de euros. De ellos, 6 billones correspondieron a operaciones con bonos y obligaciones, operativa que se redujo un 2,4% en relación con el año inmediatamente anterior. Por su parte, la negociación con letras del Tesoro alcanzó los 780 mm de euros, lo que supuso un crecimiento del 65,3%, y la realizada con instrumentos segregados se situó en 3,2 mm de euros, lo que significó una reducción del 58,4%.

3.3 Negociación con terceros

La negociación con terceros alcanzó 11,1 billones de euros, lo que supuso una reducción del 13,9% en relación con la registrada en 2008. Al igual que en el segmento de titulares, si bien en menor medida, la actividad se concentra en las operaciones con bonos y obligaciones; en efecto: a pesar de su reducción en 2009, cifrada en un 21,2%, esta negociación, con sus 8,5 billones de euros, representó el 75,8% de la contratación en este ámbito.

Por su parte, los volúmenes cruzados con letras del Tesoro, que alcanzaron 2,2 billones de euros, crecieron un 32,1% en relación con 2008. Finalmente, la actividad con principales y cupones segregados sigue siendo bastante reducida, y, con una caída del 12,2%, se situó en 467 mm de euros.

Con las variaciones señaladas, la concentración de la contratación en la deuda a medio y largo plazo siguió disminuyendo, ya que pasó del 82,9% del total de la negociación en el ámbito de terceros en 2008, al ya mencionado 75,8% en 2009. La cuota de las letras del Tesoro se movió en sentido contrario y por la misma cuantía, pues aumentó desde el 13% en 2008 hasta el 20% en 2009.

Por otro lado, salvo el ligero aumento del 3,6% observado en las operaciones al contado, los tipos restantes de contratación registraron las siguientes caídas en 2009: 44,5% en el plazo, 14,5% en *repos* y 35,4% en simultáneas. Con estas variaciones, las operaciones al contado aumentaron en importancia relativa en el conjunto de la negociación con terceros, pues pasaron de suponer el 13,7% en 2008 al 16,5% en 2009. Movimientos contrarios se observaron en las cuotas de las operaciones a plazo (de un 2% a un 1,3%), de las operaciones *repo* (de un 78,1% a un 77,6%) y, por último, de las operaciones simultáneas (de un 6,2% a un 4,6%).

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 re-

Año 2009

	mm de euros y %									
	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL (a)	
	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2008 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2008 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2008 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2008 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2008 (%)
Total (a)	1.837,0	3,6	144,6	-44,5	8.645,3	-14,5	518,2	-35,4	11.145,1	-13,9
<i>Letras del Tesoro</i>	116,1	129,1	3,2	385,1	2.107,5	28,9	2,8	392,3	2.229,6	32,1
<i>Bonos y obligaciones</i>	1.701,2	0,0	133,3	-47,5	6.098,2	-23,6	515,3	-35,0	8.448,1	-21,2
<i>Principales y cupones</i>	19,7	-5,2	8,0	36,6	439,6	-11,6	0,0	-99,6	467,4	-12,2

FUENTE: Banco de España.

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

CUOTAS DE NEGOCIACIÓN CON TERCEROS (a)

CUADRO 3.4

	%									
	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL (b)	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009
Total (b)	13,7	16,5	2,0	1,3	78,1	77,6	6,2	4,6	100,0	100,0
<i>Letras del Tesoro</i>	0,4	1,0	0,0	0,0	12,6	18,9	0,0	0,0	13,0	20,0
<i>Bonos y obligaciones</i>	13,1	15,3	2,0	1,2	61,6	54,7	6,1	4,6	82,9	75,8
<i>Principales y cupones</i>	0,2	0,2	0,0	0,1	3,8	3,9	0,1	0,0	4,1	4,2

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.

cogen, 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 2008 y 2009.

3.3.1 OPERACIONES SIMPLES
AL CONTADO

La contratación al contado ascendió a 1,8 billones de euros, lo que supone un aumento del 3,6% en 2009, y se realizó casi totalmente con bonos y obligaciones, ya que los volúmenes negociados con letras del Tesoro y con deuda segregada se situaron en tan solo 116 mm de euros y 20 mm de euros, 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, con un 93%, y de los instrumentos segregados, con un 89%. En la mayor parte 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 instrumentos a medio y largo plazo podría deberse a la mayor actividad de inversores institucionales y de no residentes en este segmento del mercado.

A diferencia de años anteriores, hay que señalar que los volúmenes medios de las operaciones registradas por orden conjunta de las partes y los de aquellas en las que las entidades dieron contrapartida en nombre propio se han igualado mucho y, de hecho, estos últimos han sido mayores en el caso de las letras del Tesoro y de los bonos y obligaciones. Conviene recordar que, hasta el año 2008, lo más habitual era que el volumen medio de las operaciones por orden conjunta de las partes fuera significativamente más elevado.

En concreto, los volúmenes medios en el caso de las operaciones en las que las entidades dieron contrapartida en nombre propio fueron, respectivamente, de 13,2 millones y de 12,2 millones de euros para las letras del Tesoro y para los bonos y obligaciones, mientras que en el caso de las operaciones por orden conjunta de las partes dichas cifras se situaron en 6,7 millones y 10,2 millones de euros.

Al igual que se ha apuntado para la contratación al contado entre titulares, aunque de forma menos acusada, la negociación en el ámbito de terceros también mostró en 2009 una considerable concentración: las cinco emisiones más negociadas acumularon el 32% de los volúmenes cruzados, si bien dicha concentración aumentó ligeramente respecto a 2008, a diferencia de lo ocurrido en la contratación al contado entre titulares.

3.3.2 OPERACIONES REPO Y SIMULTÁNEAS

Al igual que ocurrió en el año inmediatamente anterior, en 2009 la negociación en operaciones *repo* con terceros registró un considerable descenso —en concreto, un 14,5%—, hasta situarse en 8,6 billones de euros. A pesar de ello, la contratación en *repos*, que ha perdido algo de importancia cuantitativa en términos relativos, representó en 2009 el 77,6% del total de la negociación con terceros.

De estos volúmenes contratados en operaciones *repo*, el 71% se cruzó con bonos y obligaciones, el 24% se negoció con letras del Tesoro y, finalmente, el 5% restante, con instrumentos segregados. Respecto al año 2008, la importancia relativa de la negociación con letras del Tesoro ha ganado ocho puntos porcentuales, los mismos que ha perdido la correspondiente a los bonos y obligaciones.

En la operativa en *repo*, las gestoras dieron contrapartida en nombre propio en casi la totalidad de los volúmenes cruzados en 2009, 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).

En 2009, la negociación en operaciones simultáneas, que alcanzó los 518 mm de euros y se realizó casi en exclusiva con bonos y obligaciones, siguió su tendencia decreciente, pues se redujo en un 35,4%, cifra muy similar a la caída del 33,1% registrada en 2008. Con esta reducción, la contratación en simultáneas siguió perdiendo importancia relativa en el conjunto de la negociación con terceros, pues pasó del 6,2% en 2008 al 4,6% en 2009.

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 en mayor medida los grandes inversores que en el caso de las operaciones *repo*. En efecto: en la negociación con terceros, mientras que el volumen medio de una operación *repo* con bonos y obligaciones en 2009 se situó por encima de los 4 millones de euros, el tamaño medio de una operación simultánea superó ligeramente los 27 millones de euros.

3.4 Mercados derivados

En 2009, los mercados europeos de productos derivados de la deuda pública³ denominados en euros confirmaron el cambio de tendencia observado el año anterior. Así, la contratación de estos instrumentos en EUREX volvió a disminuir en 2009, tras la caída experimentada en 2008. El volumen agregado de negociación durante 2009 fue un 25,6% inferior al del ejercicio previo, experimentando caídas todos los instrumentos de forma individual. 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 negociado⁴, el descenso fue de un 25,7%. En cualquier caso, la actividad sigue concentrada en el mercado alemán, que abarca la práctica totalidad del volumen negociado, con una cuota de casi el 100%.

En este contexto, MEFF continuó registrando volúmenes negociados muy reducidos, aunque mostró un pequeño incremento con respecto a 2008. El volumen total de contratación del futuro sobre el bono a diez años, que siguió representando un segmento residual del mercado, ascendió durante 2009 a 1,8 millones de euros, lo que supone un 28,6% más de negociación que en 2008. La posición abierta, por otra parte, finalizó el año en 200.000 euros, frente al cero registrado en los dos años previos.

3. 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 negocian contratos de futuros y opciones sobre el bono alemán a dos, cinco y diez años, así como futuros sobre el bono alemán a treinta años y sobre deuda italiana a largo plazo. 4. El futuro sobre el bono alemán a diez años representó el 41% del total de la negociación de estos productos en EUREX.

