

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 apenas registró una caída del 0,1 % en 2010 en relación con los volúmenes negociados en 2009. A pesar de esta muy ligera reducción, el pasado 2010 es el tercer año consecutivo en que la contratación desciende; así, desde una negociación máxima de 22,7 billones de euros observada en 2007, la caída acumulada en los tres últimos años ha sido del 18,3 %, lo que ha llevado a la negociación de 2010 a un importe de 18,6 billones de euros.

La negociación en el ámbito de terceros mantuvo su tendencia a la baja y en 2010 se redujo en un 9,2 %; la tendencia contraria viene observándose en la negociación entre titulares, que, en el pasado año creció un 13,7 %. De este modo, esta última sigue ganando peso en el conjunto del mercado y, frente a la tercera parte que venía suponiendo hasta hace un par de años, en 2010 representó el 45 % del total de volúmenes cruzados en el mercado de deuda anotada del Estado.

Si bien el mercado de deuda pública sigue concentrado en la negociación de bonos y obligaciones no segregados, en 2010 se ha mantenido la tendencia, iniciada en 2008, hacia una mayor contratación con letras del Tesoro; no obstante, los ajustes observados en 2010 son menos significativos que los registrados en el año inmediatamente anterior. En concreto, la contratación con deuda a medio y largo plazo no segregada pasó de representar el 80,8 % en 2009 al 80,7 % en 2010. En sentido contrario se movió la participación de las letras del Tesoro en el conjunto de la negociación, ya que aumentó desde el 16,7 % en 2009 hasta el 17,9 % en 2010. Por último, la cuota de negociación con instrumentos segregados volvió a contraerse: desde el 2,5 % en 2009 hasta el 1,4 % en 2010.

Ambas tendencias, la mayor relevancia de los titulares de cuenta y el movimiento a favor de los instrumentos a corto plazo pueden estar motivados, al menos parcialmente, por el alto grado de incertidumbre que ha caracterizado en estos tres últimos años el entorno económico y financiero.

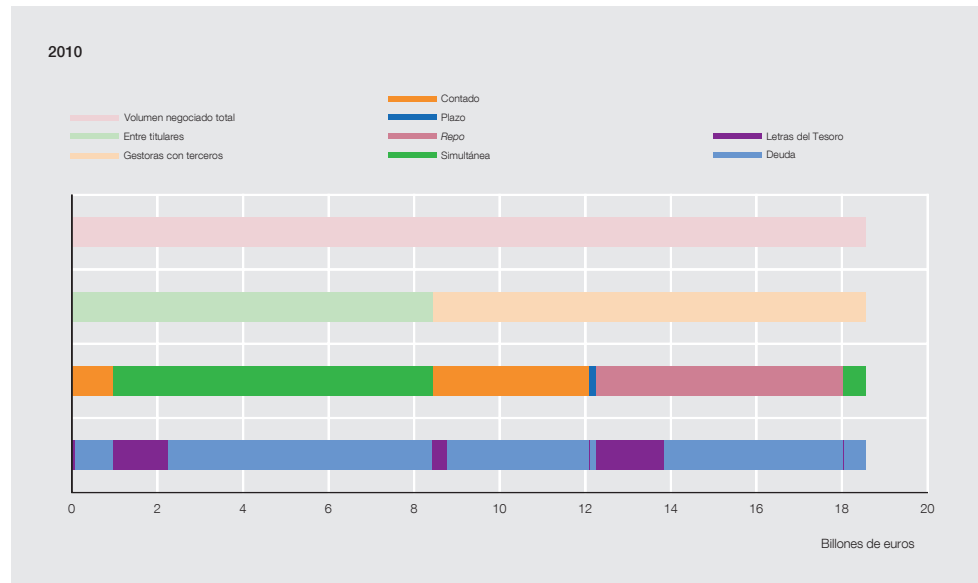
Por tipo de operaciones, se ha producido un descenso muy significativo de la actividad en *repo*, la más relevante en la negociación en el ámbito de terceros; en efecto, su cuota sobre el total de la negociación ha pasado desde el 46,6 % en 2009 al 31,1 % en 2010. Por el contrario, se han registrado aumentos en la operativa en simultáneas (hasta un 43,1 % en 2010, frente al 39,3 % en el año precedente), y, principalmente, en las operaciones al contado (pasando del 13,3 % en 2009 al 25 % en 2010). Finalmente, la importancia cuantitativa de las operaciones a plazo se ha mantenido en 2010 en el mismo nivel muy reducido de 2009, esto es, en el 0,8 %.

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

En 2010, la negociación entre titulares alcanzó 8,4 billones de euros, lo que, como se ha indicado anteriormente, supuso un 13,7 % de crecimiento en relación con la contratación de

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.

2009. Este aumento se concentró en la negociación con letras del Tesoro, que creció un 57,7%; aunque a un menor ritmo (7,8%), también creció la negociación de bonos y obligaciones. Por último, aunque la contratación de instrumentos segregados se duplicó con creces, su variación carece de relevancia, al partir de muy escasos volúmenes de negociación.

Los importes contratados en operaciones con bonos y obligaciones alcanzaron 7,1 billones de euros, lo que representa el 83,7% del mercado entre titulares; por su parte, la negociación con letras del Tesoro alcanzó 1,4 billones de euros (16,2% del mercado) y la realizada con instrumentos segregados se situó en los 12 mm de euros (0,1% del mercado).

En 2010, las operaciones al contado crecieron un 52% y alcanzaron 964 mm. Asimismo, se observó una expansión del 10% en la contratación de operaciones simultáneas, que totalizó un volumen de 7,5 billones de euros. Finalmente, las operaciones a plazo, aunque apenas se cruzan entre titulares, alcanzaron un volumen de negociación de 8,5 mm.

Tras estas variaciones, la negociación en este segmento del mercado se concentra en las operaciones simultáneas, con un 88,5% del total; por su parte, las operaciones al contado representan un 11,4%, y las operaciones a plazo, un 0,1%.

En el cuadro 3.1 se facilita la descomposición de la negociación entre titulares en 2010, por tipo de operación e instrumento, junto con las variaciones porcentuales en relación con la contratación del año 2009; por su parte, el cuadro 3.2 muestra las cuotas de negociación para los años 2009 y 2010.

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 pasó desde 634 mm en 2009 hasta 964 mm en 2010, lo que supuso un crecimiento del 52%. Esta variación responde principalmente a los aumentos obser-

NEGOCIACIÓN ENTRE TITULARES (a)

CUADRO 3.1

Año 2010

mm de euros y %	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL (a)	
	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2009 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2009 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2009 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2009 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2009 (%)
	Total (a)	963,8	52,0	8,5	55,3	—	—	7.462,1	10,0	8.434,4
<i>Letras del Tesoro</i>	88,3	7,6	0,0	-97,8	—	—	1.273,9	63,4	1.362,2	57,7
<i>Bonos y obligaciones</i>	866,9	57,7	6,5	98,1	—	—	6.186,3	3,1	7.059,7	7,8
<i>Principales y cupones</i>	8,5	306,7	1,9	1.434,6	—	—	1,9	-39,2	12,4	128,8

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)	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010
	Total (b)	8,5	11,4	0,1	0,1	—	—	91,4	88,5	100,0
<i>Letras del Tesoro</i>	1,1	1,0	0,0	0,0	—	—	10,5	15,1	11,6	16,2
<i>Bonos y obligaciones</i>	7,4	10,3	0,0	0,1	—	—	80,8	73,3	88,3	83,7
<i>Principales y cupones</i>	0,0	0,1	0,0	0,0	—	—	0,0	0,0	0,1	0,1

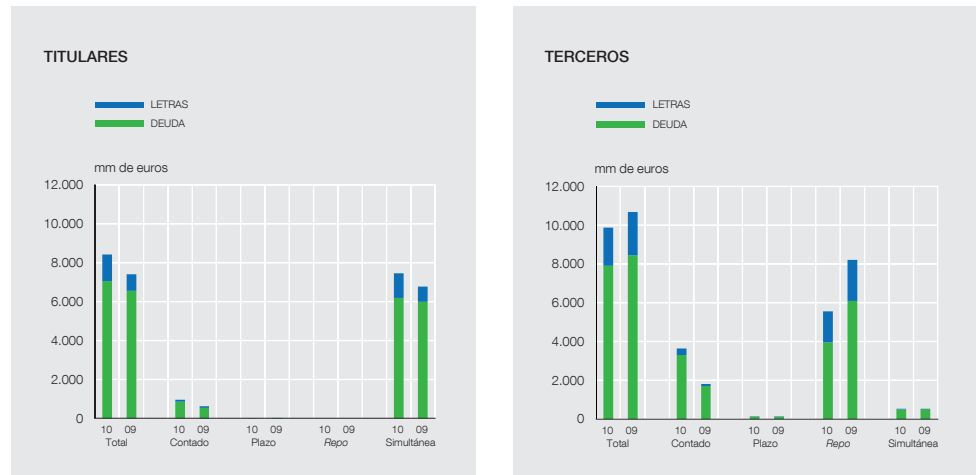
FUENTE: Banco de España.

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.

vados en la contratación con bonos y obligaciones. En efecto, la negociación de los títulos de deuda a medio y largo plazo creció un 57,7 %, para alcanzar una negociación de 867 mm. Por su parte, la contratación con letras del Tesoro se incrementó un 7,6 %, para llegar a unos volúmenes cruzados de 88 mm. Finalmente, los importes negociados con instrumentos segregados siguen siendo muy exigüos y, aunque se cuadruplicaron, tan solo alcanzaron una contratación de 8,5 mm en 2010.

La concentración de la negociación al contado de bonos y obligaciones se redujo ligeramente en 2010. En efecto, mientras que en 2009 las cinco emisiones más negociadas acumularon el 39 % de la contratación, en 2010 las cinco referencias con más actividad no llegaban al 37 %. Por orden de importancia, las referencias más contratadas fueron la obligación con cupón 4 % y vencimiento en abril de 2020, la obligación con cupón 4,85 % y vencimiento en octubre de 2020, el bono con cupón 3 % y vencimiento en abril de 2015, la obligación con cupón 4,65 % y vencimiento en julio de 2025, y el bono con cupón 2,75 % y vencimiento en abril de 2012. Las dos primeras emisiones, que corresponden al plazo típico de diez años, concentraban por sí solas casi el 20 % de la negociación al contado entre titulares.



FUENTE: Banco de España.

3.2.2 OPERACIONES SIMULTÁNEAS

En 2010, las operaciones simultáneas entre titulares crecieron un 10% y alcanzaron los 7,5 billones de euros de negociación. De ellos, 6,2 billones se realizaron con bonos y obligaciones, lo que supuso un aumento del 3,1% en relación con el año inmediatamente anterior. La negociación con letras del Tesoro aumentó un 63,4% y totalizó 1,3 billones de euros. Por último, la ya de por sí reducida contratación con instrumentos segregados registró una contracción del 39,2% y tan solo acumuló una negociación de 1,9 mm.

3.3 Negociación con terceros

La negociación con terceros alcanzó 10,1 billones de euros, lo que supuso una caída del 9,2% en relación con la observada en 2009. Esta contratación se realiza principalmente con bonos y obligaciones, cuya negociación ascendió a 7,9 billones de euros, lo que representó un descenso del 6,3%.

También se registraron retrocesos del 12,3% en la negociación de letras del Tesoro, que ascendió a 2 billones de euros, y del 46,5% en la contratación de principales y cupones segregados, que tan solo alcanzó 250 mm.

Con estas evoluciones, la concentración de la contratación con bonos y obligaciones en el ámbito de terceros pasó del 75,8% en 2009 al 78,2% en 2010. En sentido contrario se movieron las cuotas de participación de la contratación con letras del Tesoro y con instrumentos segregados: del 20% al 19,3% en el caso de las primeras, y del 4,2% al 2,5% en el caso de los segundos.

Por otro lado, las variaciones más significativas por tipo de operación son el crecimiento de la actividad al contado, que se ha duplicado (+99,8% de crecimiento), y el descenso en una tercera parte de la contratación en *repo* (el retroceso se situó en el 33,2%). Por su parte, la negociación a plazo y la realizada en simultáneas registraron aumentos muy moderados: 1,4% y 1,7%, respectivamente. De este modo, las operaciones al contado aumentaron significativamente su importancia relativa en el conjunto de la negociación con terceros, pues pasaron de representar el 16,5% en 2009 a suponer el 36,3% en 2010. También crecieron, aunque de forma ligera, las cuotas correspondientes a las operaciones a plazo (de un 1,3% a un 1,4%) y a las operaciones simultáneas (de un 4,6% a un 5,2%). Todas estas ganancias evidentemente se compensaron con la pérdida de importancia relativa observada en la negociación en *repo*, cuya cuota pasó del 77,6% en 2009 al 57,1% en 2010.

Año 2010

mm de euros y %	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL (a)	
	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2009 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2009 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2009 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2009 (%)	VOLUMEN	VARIACIÓN S/ 2009 (%)
	Total (a)	3.671,1	99,8	146,6	1,4	5.775,9	-33,2	527,0	1,7	10.120,6
<i>Letras del Tesoro</i>	332,1	186,1	9,3	188,7	1.594,8	-24,3	19,9	609,9	1.956,0	-12,3
<i>Bonos y obligaciones</i>	3.310,9	94,6	129,2	-3,1	3.967,3	-34,9	507,1	-1,6	7.914,5	-6,3
<i>Principales y cupones</i>	28,1	42,7	8,1	1,4	213,8	-51,4	0,1	52,6	250,1	-46,5

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 CON TERCEROS (a)

CUADRO 3.4

%	CONTADO		PLAZO		REPOS		SIMULTÁNEAS		TOTAL (b)	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010
	Total (b)	16,5	36,3	1,3	1,4	77,6	57,1	4,6	5,2	100,0
<i>Letras del Tesoro</i>	1,0	3,3	0,0	0,1	18,9	15,8	0,0	0,2	20,0	19,3
<i>Bonos y obligaciones</i>	15,3	32,7	1,2	1,3	54,7	39,2	4,6	5,0	75,8	78,2
<i>Principales y cupones</i>	0,2	0,3	0,1	0,1	3,9	2,1	0,0	0,0	4,2	2,5

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.

Antes de entrar en el detalle de cada tipo de operativa, merece la pena señalar que durante 2010 en el Servicio de Reclamaciones del Banco de España solamente se recibieron 15 reclamaciones referidas al mercado de deuda pública. De ellas, cinco se interpusieron contra el Banco de España en su papel de entidad gestora, y las diez restantes, contra otras entidades gestoras.

De las cinco reclamaciones presentadas contra el Banco de España, dos eran más bien solicitudes de información y fueron debidamente atendidas, dos versaban sobre la aplicación de una comisión y sobre la fecha de recepción de una transferencia y en ambas la actuación del servicio de Cuentas Directas fue correcta; y, finalmente, una fue motivada por la falta de ejecución de una orden de reinversión de fondos, en la que el Banco de España reconoció su responsabilidad y compensó económicamente al reclamante.

En cuanto a las diez reclamaciones interpuestas contra entidades gestoras distintas del Banco de España, cinco se archivaron por no completar la información los reclamantes, dos resultaron con informe favorable a la entidad afectada y tres acabaron con informe favorable al reclamante. Ninguno de los casos se refiere a asuntos de entidad, sino que tienen que ver con la adecuación de comisiones cobradas y con solicitudes de información.

Por otro lado, dentro de la actividad supervisora del Banco de España no se realizó durante 2010 ninguna inspección dedicada específicamente al análisis de la actuación de las entidades en el mercado de deuda pública.

El resto de la sección se dedica a la descripción, en primer lugar, de la operativa al contado; y, en segundo lugar, 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 2009 y 2010.

3.3.1 OPERACIONES SIMPLES AL CONTADO

La operativa al contado acumuló una contratación de 3,7 billones de euros, lo que, como se ha señalado anteriormente, supuso un crecimiento del 99,8 % en 2010, y se realizó, en su inmensa mayoría, con bonos y obligaciones, ya que los volúmenes negociados con letras del Tesoro y con deuda segregada se situaron en tan solo 332 mm y 28 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 algo inferior (un 92 %) en los casos de los bonos y obligaciones, y de los instrumentos segregados. En la mayoría de la negociación restante, las entidades se limitaron a registrar operaciones comunicadas por las partes contratantes. Tradicionalmente, la mayor presencia del registro por orden conjunta de las partes en la negociación de instrumentos a medio y largo plazo era más acusada que la que se ha producido en los dos últimos años y se explicaba por la mayor actividad de inversores institucionales y de no residentes en este segmento del mercado.

También se observaba diferencia por tipo de intermediación en los volúmenes medios de las operaciones; en efecto, las operaciones registradas por orden conjunta de las partes solían ser de mayor tamaño. Sin embargo, esta diferencia también se ha ido diluyendo en los años recientes y los volúmenes medios en las operaciones con instrumentos a medio y largo plazo son ahora mayores cuando las entidades dan contrapartida en nombre propio que cuando se limitan a registrar las operaciones comunicadas por los terceros. En el caso de las letras, se mantiene un volumen medio por operación más elevado en este último caso, esto es, cuando se produce el registro por orden conjunta de las partes.

En concreto, los volúmenes medios en el caso de las operaciones en las que las entidades dieron contrapartida en nombre propio fueron, respectivamente, de 21,4 millones y de 14,7 millones 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 24,2 millones y en 10,1 millones.

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 2010 una considerable concentración: de las 36 referencias negociadas, las cinco emisiones con mayor actividad acumularon el 26 % de los volúmenes cruzados. Esta concentración es algo menor que la observada 2009, cifrada en el 32 %.

3.3.2 OPERACIONES *REPO* Y SIMULTÁNEAS

En 2010, la negociación en operaciones *repo* con terceros registró un descenso del 33,2 %, considerablemente mayor que el registrado en 2009, que se situó en el 14,5 %. La contratación en este tipo de operaciones en 2010, que ascendió a 5,8 billones de euros, ha perdido importancia cuantitativa de manera significativa: de representar el 77,6 % del total de la negociación con terceros en 2009, ha pasado a ser el 57,1 % en 2010. De estos volúmenes con-

tratados en operaciones *repo*, el 69 % se negoció con bonos y obligaciones, el 28 % se negoció con letras del Tesoro, y, finalmente, el 3 % restante, con instrumentos segregados.

En la operativa en *repo*, las gestoras dieron contrapartida en nombre propio en casi la totalidad de los volúmenes cruzados en 2010, 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 2010, la contratación de operaciones simultáneas en el ámbito de los terceros ascendió a 527 mm, lo que supuso un ligero crecimiento del 1,7 %. Esta negociación se realizó en un 96 % de los volúmenes con bonos y obligaciones. Con esta evolución, este tipo de operativa se mantiene en el entorno del 5 % del total 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 los grandes inversores participan en mayor medida en esta contratación 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 2010 se situó en 3,5 millones de euros, el tamaño medio de una operación simultánea alcanzó los 23,4 millones de euros.

3.4 Mercados derivados

En 2010, los mercados europeos de productos derivados de la deuda pública² denominados en euros mostraron un cambio de tendencia con respecto a los dos ejercicios previos. Tras las caídas experimentadas en 2008 y 2009, la contratación de estos instrumentos en EUREX volvió a mostrar una tasa de crecimiento positiva. Así, el volumen total de negociación durante 2010 fue un 27,6 % superior al del ejercicio previo, como resultado de aumentos individuales en todos los instrumentos. 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, el incremento fue de un 33,5 %. En cualquier caso, la actividad sigue concentrada en el mercado alemán, que abarca la casi totalidad del volumen negociado con una cuota de prácticamente el 100 %.

En este contexto, MEFF continuó registrando volúmenes negociados muy reducidos. El volumen total de contratación del futuro sobre el bono a diez años, que siguió representando un segmento residual del mercado, ascendió durante 2010 a 1,4 millones de euros, lo que supone un 22,2 % menos de negociación que en 2009. La posición abierta, por otra parte, finalizó el año en cero, frente a los 200.000 euros registrados el año anterior.

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 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 corto y largo plazo. 3. El futuro sobre el bono alemán a diez años representó el 43 % del total de la negociación de estos productos en EUREX.

