

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 registró un aumento del 9,5 % en 2011 en relación con los volúmenes cruzados en el año 2010. Con esta expansión se corta una secuencia de tres años de reducciones en la actividad del mercado y la negociación vuelve a situarse por encima de los veinte billones de euros; en concreto, en 20,3 billones.

Tanto la negociación en el ámbito de titulares del mercado como la registrada en el segmento de terceros registraron aumentos en 2011: 8,7 % en el primero y 10,1 % en el segundo. Con estas variaciones, se mantienen las proporciones que ambos segmentos representaban ya en 2010 en la actividad del mercado: la contratación entre titulares supuso en 2011 el 45 % del total, mientras que la negociación con terceros representó el 55 %.

Si bien el mercado de deuda pública sigue concentrado en la negociación de bonos y obligaciones no segregados, en 2011 se ha mantenido la tendencia, iniciada en 2008, hacia una mayor contratación con letras del Tesoro. En concreto, la contratación con deuda a medio y a largo plazo no segregada pasó de representar el 80,7 % en 2010 al 80,2 % en 2011. En sentido contrario se movieron las participaciones de la negociación de letras del Tesoro y de los instrumentos segregados; en la primera, desde el 17,9 % hasta el 18,2 %; y en la segunda, desde el 1,4 % hasta el 1,6 %.

Por tipo de operaciones, se ha mantenido la misma evolución observada ya en 2010: un descenso considerable en la negociación en *repo*, que incluso deja de ser la operativa más relevante en el ámbito de terceros, y un aumento muy cuantioso en la contratación al contado. Así, mientras que la operativa en *repo* desciende desde el 31,1 % de 2010 hasta el 20,7 % en 2011 sobre el total, la negociación al contado aumentó desde el 25 % en 2010 hasta el 34,3 % en 2011. Por su parte, la cuota de la contratación en simultáneas ascendió ligeramente, desde el 43,1 % en 2010 al 43,9 % en 2011. Finalmente, si bien ha aumentado ligeramente desde el 0,8 % en 2010 hasta el 1,1 % de cuota en 2011, la importancia cuantitativa de las operaciones a plazo sigue siendo marginal.

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.

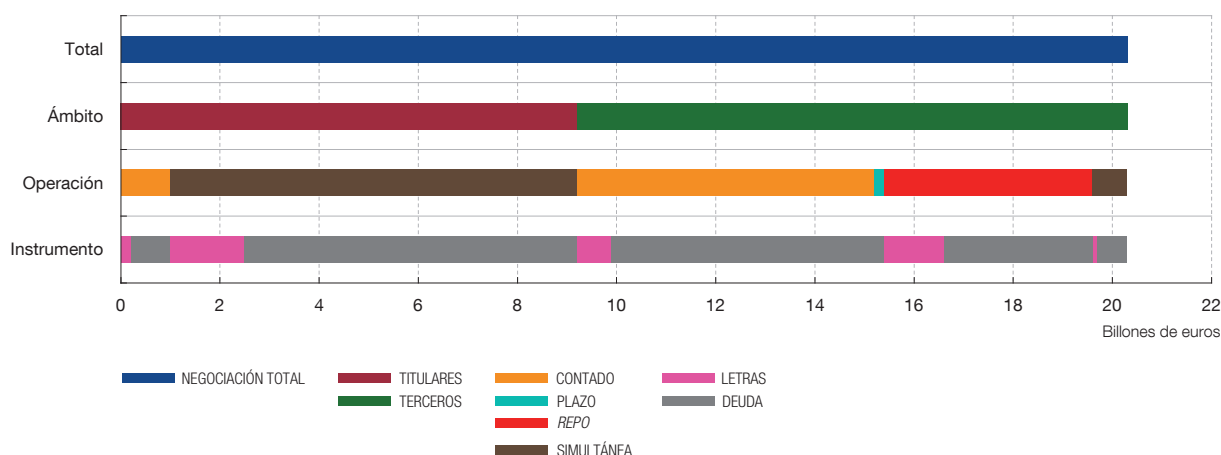
3.2 Negociación entre titulares

En 2011, la negociación entre titulares alcanzó 9,2 billones de euros, lo que, como se ha indicado anteriormente, supuso un aumento del 8,7 % en relación con la actividad de 2010. En términos porcentuales, el incremento de la negociación con letras del Tesoro fue muy considerable (21,3 %), mientras que el registrado en la contratación de bonos y obligaciones resultó bastante más moderado (6,1 %). Por último, aunque la contratación de instrumentos segregados creció un 57,4 %, esta cifra es poco significativa, al calcularse sobre unos volúmenes muy reducidos de actividad.

Los importes contratados en operaciones con bonos y obligaciones alcanzaron 7,5 billones de euros, lo que representa el 81,8 % del mercado entre titulares; por su parte, la ne-

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.

DESCOMPOSICIÓN DE LA NEGOCIACIÓN POR TIPO DE OPERACIÓN Y POR INSTRUMENTO



FUENTE: Banco de España.

NEGOCIACIÓN ENTRE TITULARES (a)

CUADRO 3.1

Año 2011

mm de euros y %

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total (a)	
	Volumen	Variación s/ 2010 (%)	Volumen	Variación s/ 2010 (%)	Volumen	Variación s/ 2010 (%)	Volumen	Variación s/ 2010 (%)	Volumen	Variación s/ 2010 (%)
TOTAL (a)	950,8	-1,3	19,3	127,6	—	—	8.194,0	9,8	9.164,2	8,7
Letras del Tesoro	138,7	57,1	4,7	10.391,1	—	—	1.509,2	18,5	1.652,7	21,3
Bonos y obligaciones	806,9	-6,9	12,7	95,3	—	—	6.672,3	7,9	7.492,0	6,1
Principales y cupones	5,2	-39,4	1,9	-1,8	—	—	12,5	540,6	19,6	57,4

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.

gociación con letras del Tesoro alcanzó 1,7 billones de euros (18 % del mercado) y la realizada con instrumentos segregados se situó en los 20 mm de euros (0,2 % del mercado).

En 2011, las operaciones al contado se redujeron un 1,3 % y se situaron en 951 mm. Por el contrario, se observó un crecimiento del 9,8 % en la contratación de operaciones simultáneas, que se situó en 8,2 billones de euros. Finalmente, las operaciones a plazo, aunque apenas se cruzan entre titulares, alcanzaron un volumen de negociación de 19,3 mm.

Tras estas variaciones, la negociación en este segmento del mercado se ha concentrado todavía más en las operaciones simultáneas, que acumulan un 89,4 % del total; por su parte, las operaciones al contado representan un 10,4 %, y las operaciones a plazo, un 0,2 %.

En el cuadro 3.1 se facilita la descomposición de la negociación entre titulares en 2011, por tipo de operación e instrumento, junto con las variaciones porcentuales en relación con la contratación del año 2010; por su parte, el cuadro 3.2 muestra las cuotas de negociación para los años 2010 y 2011.

%

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total (b)	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011
TOTAL (b)	11,4	10,4	0,1	0,2	—	—	88,5	89,4	100,0	100,0
Letras del Tesoro	1,0	1,5	0,0	0,1	—	—	15,1	16,5	16,2	18,0
Bonos y obligaciones	10,3	8,8	0,1	0,1	—	—	73,3	72,8	83,7	81,8
Principales y cupones	0,1	0,1	0,0	0,0	—	—	0,0	0,1	0,1	0,2

FUENTE: Banco de España.

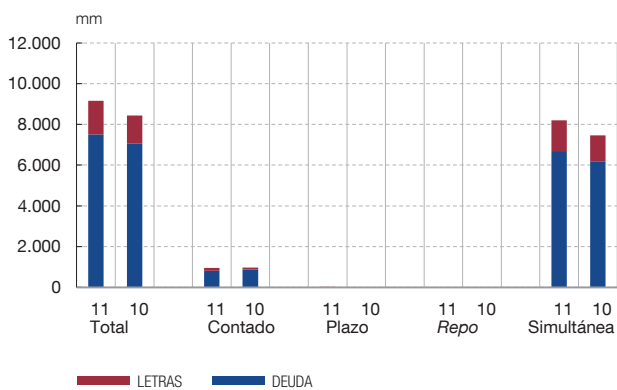
a Porcentajes sobre la negociación total entre titulares.

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

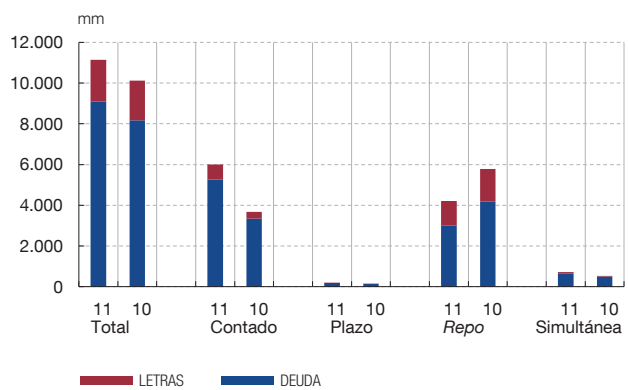
NEGOCIACIÓN EN EL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA

GRÁFICO 3.2

TITULARES



TERCEROS



FUENTE: Banco de España.

Por último, el panel izquierdo 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 964 mm en 2010 hasta 951 mm en 2011, básicamente como consecuencia de una caída de 60 mm en la actividad con deuda a medio y largo plazo, hasta situarse en 807 mm, compensada en su mayor parte por un incremento de 50 mm en la contratación con letras del Tesoro, que alcanzó 139 mm en 2011. Finalmente, los importes negociados con instrumentos segregados se redujeron aún más, desde 8,5 mm en 2010 hasta 5,2 mm en 2011.

La concentración de la negociación al contado de bonos y obligaciones aumentó significativamente en 2011. En efecto: mientras que en 2010 las cinco emisiones más negociadas no llegaban al 37 % de la negociación, en 2011 las cinco referencias más activamente contratadas suponían más del 43 % de la negociación. Por orden de importancia, las referencias más contratadas fueron la obligación con cupón 5,50 % y vencimiento en abril de 2021, el bono con cupón 3,25 % y vencimiento en abril de 2016, el bono con cupón 3,40 % y vencimiento en abril de 2014, la obligación con cupón 4,85 % y vencimiento en octubre de 2020, y el bono con cupón 2,50 % y vencimiento en octubre de 2013.

3.2.2 OPERACIONES SIMULTÁNEAS

En 2011, las operaciones simultáneas entre titulares crecieron un 9,8 % y alcanzaron los 8,2 billones de euros de negociación. De ellos, 6,7 billones se realizaron con bonos y obligaciones, lo que supuso un aumento del 7,9 % en relación con el año inmediatamente anterior. La negociación con letras del Tesoro aumentó un 18,5 % y totalizó 1,5 billones de euros. Por último, partiendo de unos niveles muy bajos, la contratación con instrumentos segregados se multiplicó por más de seis y alcanzó 12,5 mm de euros.

3.3 Negociación con terceros

La negociación con terceros alcanzó 11,1 billones de euros, lo que supuso un aumento del 10,1 % en relación con la observada en 2010. Esta contratación se realiza principalmente con bonos y obligaciones, cuya negociación, con un aumento del 11,3 %, ascendió a 8,8 billones de euros.

También se registraron aumentos del 4,4 % en la negociación de letras del Tesoro, que ascendió a 2 billones de euros, y del 19,4 % en la contratación de principales y cupones segregados, que tan solo alcanzó 298,5 mm.

Con estas evoluciones, la concentración de la negociación con bonos y obligaciones en el ámbito de terceros pasó del 78,2 % en 2010 al 79 % en 2011. En sentido contrario se movió la cuota de participación de la contratación con letras del Tesoro, ya que pasó del 19,3 % en 2010 al 18,3 % en 2011. Por último, la cuota de la negociación con instrumentos segregados avanzó ligeramente, desde el 2,5 % en 2010 al 2,7 % en 2011.

Por otro lado, en este ámbito de terceros, se están observando variaciones muy significativas en el desglose de la operativa atendiendo al tipo de operación. Así, la contratación al contado, a plazo y en simultánea crecieron considerablemente: 63,6 %, 41,2 % y 38 %, respectivamente. Con estos aumentos, los volúmenes respectivos contratados en 2011 se situaron en 6 billones, 207 mm y 727 mm. También notable fue la variación en la operativa en *repo*, si bien de sentido contrario, ya que cayó un 27,2 %, hasta situarse en 4,2 billones.

De este modo, las operaciones al contado aumentaron de forma muy notable su importancia relativa en el conjunto de la negociación con terceros, pues pasaron de representar el 36,2 % en 2010 al 53,9 % en 2011. También crecieron, aunque de forma mucho más moderada, las cuotas correspondientes a las operaciones a plazo (de un 1,4 % a un 1,9 %) y a las operaciones simultáneas (de un 5,2 % a un 6,5 %). Todos estos aumentos se compensaron con la pérdida de importancia relativa que se produjo en la negociación en *repo*, cuya cuota pasó del 57,1 % en 2010 al 37,7 % en 2011.

En relación con la actividad de los terceros en el mercado de deuda pública, conviene señalar que el número de reclamaciones recibidas en el Servicio de Reclamaciones del Banco de España aumentó desde las quince recibidas en 2010 hasta dieciocho en 2011. Además, de estas últimas, dieciséis fueron presentadas contra el Banco de España y solamente dos contra otras entidades gestoras.

Respecto a las dos presentadas frente a entidades distintas del Banco de España, se resolvieron de forma diferente. En la primera, la reclamación versaba sobre el importe de una comisión en la adquisición de valores y resultó en el allanamiento de la entidad, con la consiguiente devolución del importe de dicha comisión. En la segunda, la reclamación se debió a un error de la entidad, que provocó la falta de ejecución de una orden de suscripción de valores; no obstante, habiendo reconocido su error la entidad gestora, puso todos los medios para mitigar las consecuencias y ofreció al cliente las compensaciones

por posibles daños y perjuicios causados, por lo que el Servicio de Reclamaciones consideró que la actuación de la entidad no podía ser considerada como contraria a las buenas prácticas y usos financieros.

En relación con las dieciséis reclamaciones presentadas contra el Banco de España en su actividad como entidad gestora, hay que indicar que siete de ellas hacían referencia a los tiempos de espera de los clientes para ser atendidos. Ante estas reclamaciones, el Banco de España ha dado explicaciones y ha pedido las disculpas correspondientes por no poder hacer frente como sería deseable a las situaciones de afluencia masiva de público para suscribir deuda. A pesar de que el servicio correspondiente se refuerza en esos casos, los elevados tipos de interés resultantes en algunas de las subastas celebradas a final de año provocaron tal nivel de demanda en Cuentas Directas que fue imposible prestar una atención más rápida a los inversores.

De las otras nueve reclamaciones, cuatro están ligadas a los resultados de las subastas en sí: un cliente consideró que no fue informado adecuadamente, otro quería anular la suscripción de unos bonos una vez conocidos los resultados de la subasta, un tercero se quejó de que no se atendiera su petición, incluso sin haber hecho la provisión suficiente de fondos, y, finalmente, el último reclamó en relación con la tasa rentabilidad en una subasta de bonos. En los cuatro casos, se entendió que la actuación del Banco de España fue adecuada y, por tanto, las reclamaciones fueron desestimadas.

Por último, las cinco reclamaciones restantes se referían a los siguientes ámbitos: dos, a los requisitos para apertura de cuenta por una sociedad; una, al importe de una comisión de transferencia; otra, ligada a una entidad gestora a la que se encomendó la venta de unos valores anotados en Cuentas Directas, siendo este el procedimiento establecido para la liquidación de activos previa a la amortización; y, finalmente, una referida a un error en el envío de correspondencia. En las tres primeras, el Banco de España se limitó a informar a los reclamantes; en la cuarta, la reclamación se dirigió para su tramitación frente a la entidad gestora externa y, en relación con la última, el Banco de España se disculpó ante los titulares afectados por el error en la correspondencia.

Por otro lado, dentro de la actividad supervisora del Banco de España, se llevó a cabo una inspección específicamente relacionada con el mercado de deuda. En la entidad inspeccionada se detectaron algunas deficiencias de importancia menor en los sistemas de control interno, así como algún problema también poco relevante en la contabilización de algún tipo de operación.

Por el contrario, dicha entidad cumplía perfectamente con sus obligaciones registrales, así como con aquellas ligadas a la protección del cliente y a la transparencia. En relación con este último ámbito, no se ha llevado a cabo un proceso de circularización, esto es, de contacto directo con los clientes de esta entidad para constatar su conformidad sobre la existencia y condiciones de las operaciones registradas, debido a que la entidad inspeccionada tiene poca actividad con clientes minoristas.

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 2010 y 2011.

Año 2011

mm de euros y %

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total (a)	
	Volumen	Variación s/ 2010 (%)	Volumen	Variación s/ 2010 (%)	Volumen	Variación s/ 2010 (%)	Volumen	Variación s/ 2010 (%)	Volumen	Variación s/ 2010 (%)
TOTAL (a)	6.006,3	63,6	207,0	41,2	4.207,0	-27,2	727,3	38,0	11.147,6	10,1
Letras del Tesoro	738,1	122,3	22,0	135,9	1.213,8	-23,9	68,4	243,9	2.042,3	4,4
Bonos y obligaciones	5.227,0	57,9	180,3	39,6	2.740,9	-30,9	658,7	29,9	8.806,8	11,3
Principales y cupones	41,3	46,9	4,7	-42,5	252,3	18,0	0,2	193,1	298,5	19,4

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.

3.3.1 OPERACIONES SIMPLES AL CONTADO

En la operativa al contado la contratación ascendió a 6 billones de euros, lo que, como se ha señalado anteriormente, supuso un crecimiento del 63,6 % en 2011; esta actividad se realizó, fundamentalmente, con bonos y obligaciones, ya que los volúmenes negociados con letras del Tesoro y con deuda segregada se situaron en tan solo 738 mm y 41 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 algo inferior en el caso de los bonos y obligaciones, en que se sitúa en el 95 %, y ya más reducido en el caso de los instrumentos segregados, pues se halla en el 88 %. En el resto de la contratación, las entidades se limitaron a registrar operaciones comunicadas por las partes contratantes.

Los volúmenes medios más elevados se producen en las operaciones con bonos y obligaciones en las que la entidad gestora da contrapartida en nombre propio, con un importe de 17,8 millones de euros, y en las compraventas de letras del Tesoro con ese mismo método de intermediación, con un importe en este caso de 12,1 millones.

Al igual que se ha apuntado para la contratación al contado entre titulares, aunque de forma mucho menos marcada, la negociación en el ámbito de terceros también mostró en 2011 una considerable concentración: de las 39 referencias negociadas, las cinco emisiones con mayor actividad acumularon el 26 % de los volúmenes cruzados, lo que supone un nivel similar al de 2010.

3.3.2 OPERACIONES REPO Y SIMULTÁNEAS

En 2011, la negociación en operaciones *repo* con terceros se redujo un 27,2 %, hasta situarse en 4,2 billones de euros. De este modo, sigue perdiendo, de forma muy significativa, importancia relativa en el conjunto de la negociación: de representar el 77,6 % del total de la negociación con terceros en 2009, ha pasado a ser el 37,7 % en 2011. De estos volúmenes contratados en operaciones *repo*, el 65 % se negoció con bonos y obligaciones, el 29 % se negoció con letras del Tesoro y, por último, el 6 % 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 2011. El registro por orden conjunta de las partes contratantes es marginal, mientras que la negociación en que la entidad gestora actúa como comisionista fue nula.

%

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total (b)	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011
TOTAL (b)	36,3	53,9	1,4	1,9	57,1	37,7	5,2	6,5	100,0	100,0
Letras del Tesoro	3,3	6,6	0,1	0,2	15,8	10,9	0,2	0,6	19,3	18,3
Bonos y obligaciones	32,7	46,9	1,3	1,6	39,2	24,6	5,0	5,9	78,2	79,0
Principales y cupones	0,3	0,4	0,1	0,0	2,1	2,3	0,0	0,0	2,5	2,7

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.

En 2011, la contratación de operaciones simultáneas en el ámbito de los terceros, con un crecimiento del 38 %, ascendió a 727 mm y se realizó en un 91 % de los volúmenes con bonos y obligaciones. Con esta evolución, este tipo de operativa representó en 2011 el 6,5 % 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 en esta contratación los grandes inversores participan en mayor medida 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 2011 se situó en 2,7 millones de euros, el tamaño medio de una operación simultánea alcanzó los 21,5 millones de euros.

3.4 Mercados derivados

En 2011, la actividad de los mercados europeos de productos derivados de la deuda pública siguió concentrada en el mercado alemán, que abarcó la casi totalidad del volumen negociado, con una cuota de prácticamente el 100 %². Tras las disminuciones experimentadas en los años precedentes, tanto en 2010 como en 2011 la contratación de estos instrumentos en EUREX mostró tasas de crecimiento positivas. El volumen total de negociación durante 2011 fue un 9 % superior al del ejercicio previo, como resultado de aumentos individuales en casi todos los instrumentos. En lo que se refiere exclusivamente a la negociación del futuro sobre el bono a diez años, que continuó siendo el producto derivado de la deuda soberana más negociado³, el incremento fue de un 2,7 %.

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 2011 a 1,8 millones de euros, lo que supuso un 28,6 % más de negociación que en 2010. Por otra parte, la posición abierta finalizó el año en 200.000 euros, frente al valor nulo registrado el año anterior.

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 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, medio y largo plazo.

3 El futuro sobre el bono alemán a diez años representó el 40 % del total de la negociación de estos productos en EUREX.

