

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 una considerable caída en el año 2012, pues pasó desde los 20,3 billones de 2011 a 14,4 billones; esta evolución supone un descenso del 29,3 % en la contratación. De esta forma, se ha retomado una senda descendente en la actividad del mercado, que se inició en 2008 y se vio interrumpida en 2011.

En el gráfico 3.1 se presenta la contratación del mercado de deuda en los últimos veinte años. A grandes rasgos, se pueden identificar tres períodos: unos primeros once años en los que la negociación creció un 14,6 % en media anual; el período 2004-2007, de máxima actividad —en el que la media de negociación se situó en 22,6 billones—, y los últimos cinco años, en los que se observa la ya citada tendencia decreciente en los volúmenes de contratación. De hecho, el pasado año 2012 ha registrado la mayor caída porcentual en la historia de la negociación del mercado de deuda, la cual se situó en menos de dos tercios de los mencionados niveles máximos.

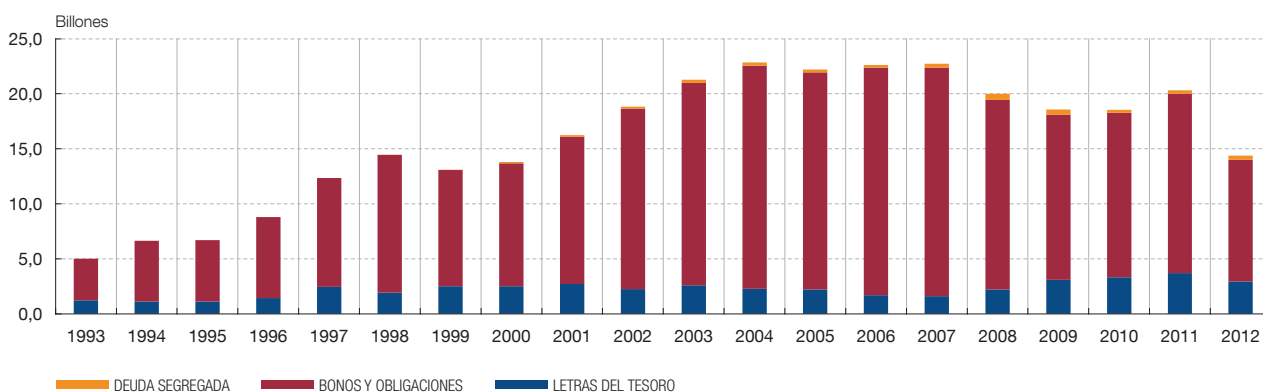
En 2012, tanto la negociación en el ámbito de titulares del mercado como la observada en el segmento de terceros registraron caídas notables: 23,1 % en el primero y 34,3 % en el segundo. Con estas variaciones, las proporciones que ambos segmentos representan sobre la actividad del mercado han mantenido su tendencia de los últimos años y, aunque la negociación con terceros sigue siendo mayor, sus cuotas son ahora muy parecidas. En efecto, la negociación entre titulares representó en 2012 el 49 % de la contratación total y, por tanto, la realizada con terceros supuso el 51 %, cuando durante muchos años la negociación con terceros representaba dos terceras partes del volumen total contratado.

Respecto a las proporciones en que se negocian los distintos instrumentos, la actividad sigue centrada en la contratación con bonos y obligaciones no segregados, si bien en 2012 se ha mantenido la tendencia, iniciada en 2008, hacia una mayor relevancia cuantitativa de las letras del Tesoro. En concreto, la contratación con deuda a medio y largo plazo no segregada pasó de representar el 80,2 % en 2011 al 76,8 % en 2012. En sentido contrario se movieron las participaciones de la negociación de letras del Tesoro y de los instrumentos segregados; en la primera, desde el 18,2 % hasta el 20,6 %, y, en la segunda, desde el 1,6 % hasta el 2,6 %. De este modo, en 2012 la participación de las letras del Tesoro en la negociación total del mercado de deuda era casi el triple del nivel en que se situaba en 2007.

Por tipo de operaciones, se han mantenido apenas sin variación las cuotas de negociación que se observaron en 2011. En efecto, la mayor variación, 1,5 puntos porcentuales, se produjo en la operativa en simultáneas, que pasó desde el 43,9 % en 2011 al 45,4 % en 2012. El aumento en esta cuota se realizó a costa del resto de tipos de operación: 1,2 pp en la operativa al contado, cuya cuota en 2012 fue del 33,1 %; una décima porcentual en la operativa a plazo, cuya cuota en 2012 fue del 1 %, y, finalmente, dos décimas porcentuales en la operativa *repo*, cuya cuota fue del 20,5 % en 2012.

En el gráfico 3.2 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.

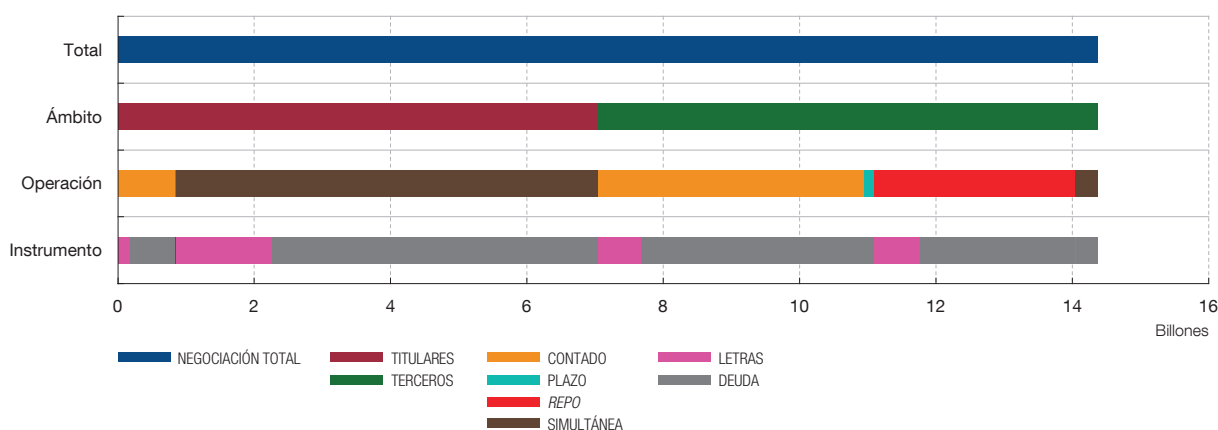
¹ La contratación de principales y cupones segregados se ha sumado a la correspondiente a bonos y obligaciones para facilitar la interpretación del gráfico, evitando la proliferación de un número excesivo de subdivisiones, muchas de ellas con volúmenes casi inapreciables. Esta agregación también se realiza en el gráfico 3.3.



FUENTE: Banco de España.

MERCADO SECUNDARIO DE DEUDA ANOTADA

DESCOMPOSICIÓN DE LA NEGOCIACIÓN POR TIPO DE OPERACIÓN Y POR INSTRUMENTO



FUENTE: Banco de España.

3.2 Negociación entre titulares

La negociación entre titulares alcanzó 7 billones de euros en 2012, lo que, como se ha adelantado más arriba, supuso una caída del 23,1 % en relación con la actividad de 2011. Este retroceso viene explicado básicamente por el notable descenso de la contratación con bonos y obligaciones, cifrado en un 27,4 %. En la negociación de deuda segregada se observó una caída del 34,9 %, la cual, dados los volúmenes tan reducidos en este segmento, tiene poca influencia en la evolución agregada. Finalmente, también se registró un descenso en la negociación de letras del Tesoro, si bien fue mucho más moderado, pues se situó en el 3,4 %.

Los importes contratados en operaciones con bonos y obligaciones alcanzaron los 5,4 billones de euros, lo que representa el 77,2 % del mercado entre titulares; por su parte, la negociación con letras del Tesoro alcanzó los 1,6 billones de euros (22,6 % del mercado), y la realizada con instrumentos segregados se situó en los 13 mm de euros (0,2 % del mercado).

NEGOCIACIÓN ENTRE TITULARES (a)

CUADRO 3.1

Año 2012

mm de euros y %

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total (a)	
	Volumen	Variación s/ 2011 (%)	Volumen	Variación s/ 2011 (%)	Volumen	Variación s/ 2011 (%)	Volumen	Variación s/ 2011 (%)	Volumen	Variación s/ 2011 (%)
TOTAL (a)	846,0	-11,0	9,7	-49,8	—	—	6.193,5	-24,4	7.049,1	-23,1
Letras del Tesoro	181,3	30,7	1,3	-72,1	—	—	1.414,2	-6,3	1.596,8	-3,4
Bonos y obligaciones	659,1	-18,3	8,4	-34,0	—	—	4.772,1	-28,5	5.439,6	-27,4
Principales y cupones	5,5	7,1	0,0	-99,8	—	—	7,2	-42,3	12,7	-34,9

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)	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
TOTAL (b)	10,4	12,0	0,2	0,1	—	—	89,4	87,9	100,0	100,0
Letras del Tesoro	1,5	2,6	0,1	0,0	—	—	16,5	20,1	18,0	22,7
Bonos y obligaciones	8,8	9,4	0,1	0,1	—	—	72,8	67,7	81,8	77,2
Principales y cupones	0,1	0,1	0,0	0,0	—	—	0,1	0,1	0,2	0,1

FUENTE: Banco de España.

a Porcentajes sobre la negociación total entre titulares.

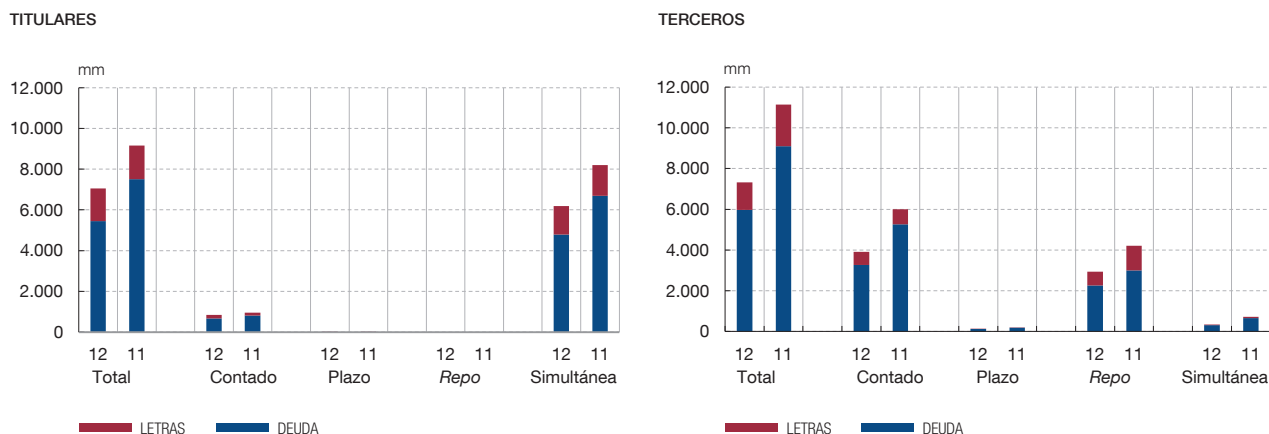
b En algunos casos, las rúbricas de totales pueden diferir de la suma de sus componentes a consecuencia de los redondeos.

En 2012, las operaciones al contado se redujeron un 11 % y se situaron en 846 mm. Una caída mayor (24,4 %) se registró en la actividad en simultáneas, que alcanzó los 6,2 billones de euros. Finalmente, aunque sin significación alguna, la operativa a plazo vio reducida su contratación a la mitad (un 49,8 %) y sumó 10 mm.

Tras estas variaciones, la negociación en este segmento del mercado sigue concentrada en las operaciones simultáneas, que, pese a haber perdido 1,5 pp de cuota, suponen un 87,9 % del total; por su parte, las operaciones al contado representan un 12 %, y las operaciones a plazo, un 0,1 %.

En el cuadro 3.1 se facilita la descomposición de la negociación entre titulares en 2012, por tipo de operación e instrumento, junto con las variaciones porcentuales en relación con la contratación del año 2011; por su parte, el cuadro 3.2 muestra las cuotas de negociación para los años 2011 y 2012.

Por último, la parte izquierda del gráfico 3.3 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.



FUENTE: Banco de España.

3.2.1 OPERACIONES SIMPLES AL CONTADO

La negociación al contado pasó desde 951 mm en 2011 hasta 846 mm en 2012; esta caída es el resultado de un descenso de 148 mm en la actividad con deuda a medio y largo plazo, compensado parcialmente por aumentos en la negociación de letras del Tesoro, que creció desde 139 mm en 2011 a 181 mm en 2012, y de deuda segregada, que aumentó desde 5,2 mm a 5,5 mm.

La concentración de la negociación al contado de bonos y obligaciones se redujo considerablemente en 2012. En efecto: mientras que en 2011 las cinco emisiones más negociadas suponían más del 43 % de la negociación, en 2012 este porcentaje ha bajado a 36 %. Por orden de importancia, las referencias más contratadas fueron la obligación con cupón 5,85 % y vencimiento en enero de 2022, el bono con cupón 4,25 % y vencimiento en octubre de 2016, el bono con cupón 4 % y vencimiento en julio de 2015, la obligación con cupón 4,40 % y vencimiento en enero de 2015, y la obligación con cupón 5,50 % y vencimiento en abril de 2021.

3.2.2 OPERACIONES SIMULTÁNEAS

Las operaciones simultáneas entre titulares cayeron un 24,4 % en 2012 y alcanzaron los 6,2 billones de negociación. De ellos, 5,4 billones fueron contratados con bonos y obligaciones, lo que supuso un descenso del 28,5 % en relación con 2011. La negociación con letras del Tesoro cayó un 6,3 % y se situó en 1,4 billones. Por último, la contratación con principales y cupones segregados descendió un 42,3 % y alcanzó los 7,2 mm.

3.3 Negociación con terceros

La negociación con terceros alcanzó los 7,3 billones de euros en 2012, lo que supuso una caída de algo más de un tercio —en concreto, un 34,3 %— de la negociación en relación con el año inmediatamente anterior. Esta reducción de la actividad en el segmento de terceros viene explicada por las caídas observadas en la contratación de letras del Tesoro y de bonos y obligaciones, cifradas en 33,5 % y 36,3 %, respectivamente; con estas caídas, los volúmenes negociados se situaron en 1,4 billones en el caso de las letras del Tesoro y en 5,6 billones en el caso de los bonos y obligaciones. Por el contrario, la negociación con deuda segregada creció un 19,2 %, hasta sumar 0,4 billones.

Con estas evoluciones, la concentración de la negociación con bonos y obligaciones en el ámbito de terceros se redujo ligeramente, al pasar del 79 % en 2011 al 76,6 %. En sentido contrario, se movieron las cuotas de participación de la contratación con letras del Tesoro y con deuda segregada; en las primeras, la cuota pasó del 18,3 % en 2011

al 18,6 % en 2012, mientras que en la segunda pasó del 2,7 % en 2011 al 4,9 % en 2012.

Por tipo de operación, las caídas han sido generalizadas: las contrataciones al contado, a plazo, en *repo* y en simultánea registraron todas ellas retrocesos significativos, que se situaron entre el 30 % y el 54 % respecto a 2011. Las operaciones *repo*, al ser la forma de contratación que menos ha disminuido, ha ganado peso en la actividad del mercado con terceros, el cual ha pasado del 37,7 % en 2011 al 40,2 % en 2012. Por el contrario, la operativa al contado, que continúa siendo predominante en este ámbito de negociación, ha pasado del 53,9 % al 53,3 %, y la operativa en simultáneas, del 6,5 % al 4,6 %. Por último, la operativa a plazo ha mantenido en el 1,9 % su cuota de mercado.

En relación con la actividad de los terceros en el mercado de deuda pública, el número de reclamaciones recibidas en el Servicio de Reclamaciones del Banco de España descendió desde dieciocho en 2011 a once en 2012, de las cuales tres fueron presentadas contra el Banco de España y ocho contra otras entidades gestoras.

Respecto a las ocho presentadas frente a entidades gestoras distintas del Banco de España, fueron resueltas de distintas formas: tres relativas al cobro de determinadas comisiones se resolvieron con el allanamiento de la entidad de crédito a las pretensiones del reclamante, con la consiguiente devolución por parte de la entidad del importe reclamado; en otras tres, que también versaban sobre comisiones, el Servicio de Reclamaciones emitió informe favorable a las entidades; y, finalmente, dos se archivaron al no aportar el reclamante la documentación solicitada.

En relación con las reclamaciones presentadas contra el Banco de España en su actividad como entidad gestora, en todos los casos las reclamaciones fueron desestimadas. Una de ellas era relativa a la liquidación de intereses; otra hacía referencia al cobro de una comisión por la transferencia de fondos tras la amortización de unos valores, y la última trataba sobre la titularidad de unos valores.

Frente a lo habitual de las reclamaciones relativas a las comisiones y a las liquidaciones de intereses, este último caso —relativo a la titularidad— es ciertamente infrecuente. El problema surgió cuando se tramitó una suscripción de valores a nombre de unos titulares en Cuentas Directas, cuando, según afirman en la reclamación, pretendían hacerlo a nombre de un tercero, por quien estaban autorizados. La reclamación ha sido desestimada, ya que, de la documentación existente y de las versiones de las partes implicadas, no puede inferirse que haya habido un error por parte del Banco de España en la ejecución de la orden recibida.

Por otro lado, dentro de la actividad supervisora del Banco de España, se llevaron a cabo dos inspecciones específicamente relacionadas con el mercado de deuda. Estas entidades eran gestoras, una de ellas especializada en servicios de depositaria para instituciones de inversión colectiva; los saldos de terceros mantenidos en sus cuentas representaban casi la cuarta parte de los saldos totales de terceros en el sistema. En ambos casos, no se detectaron problemas significativos en los sistemas de control interno; no obstante, en una de ellas, el control sobre la actividad de sus sucursales en el extranjero presentaba alguna deficiencia.

En uno de los casos se detectó que la entidad comunicaba a Iberclear determinadas operaciones a plazo como operaciones al contado, si bien el reflejo en sus registros internos era correcto.

Año 2012

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)	3.903,6	-35,0	137,9	-33,4	2.942,3	-30,1	337,3	-53,6	7.321,1	-34,3
Letras del Tesoro	634,5	-14,0	15,2	-30,7	682,7	-43,8	25,7	-62,4	1.358,2	-33,5
Bonos y obligaciones	3.249,9	-37,8	121,9	-32,4	1.922,5	-29,9	311,5	-52,7	5.605,7	-36,3
Principales y cupones	19,2	-53,4	0,8	-82,7	337,0	33,6	0,1	-22,4	357,2	19,7

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.

Finalmente, en relación con la protección del inversor, las prácticas comerciales eran básicamente correctas; no obstante, en la entidad con clientela minorista se detectaron problemas en relación con la conservación de la documentación contractual y, en algunos casos, la falta de los contratos mismos. En el caso de esta entidad, se ha realizado un proceso de circularización, esto es, de consulta por escrito a sus clientes minoristas en relación con sus operaciones, y se recibió respuesta de un 31 % de los consultados; de ellos, en el 99,9 % de los casos el cliente mostró su conformidad con la existencia y los términos de las operaciones registradas.

Antes de concluir esta introducción, como novedad en el mercado de deuda con terceros, es preciso señalar que, con el objetivo de facilitar la actividad minorista con deuda pública, durante los meses transcurridos de 2013 el Tesoro Público, en colaboración con Bolsas y Mercados Españoles (BME), ha concluido los trabajos necesarios para la inclusión de sus emisiones en la plataforma SEND (Sistema Electrónico de Negociación de Deuda), plataforma de BME dedicada a la negociación en firme y al contado de renta fija corporativa. El pasado 7 de abril se produjo finalmente esta incorporación, con un total de 150 referencias de deuda: 14 correspondientes a letras del Tesoro, 36 de deuda a medio y largo plazo, y, por último, 100 de principales y cupones segregados. Así, desde ese día, los particulares pueden operar con deuda pública española de manera similar a como lo hacen en los mercados de renta variable; de esta forma, pueden actuar más autónomamente, al resultarles mucho más sencillo que en la actualidad la ejecución de operaciones de compra o de venta de deuda pública.

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 3.3 muestra el desglose de la negociación con terceros para los años 2011 y 2012.

3.3.1 OPERACIONES SIMPLES AL CONTADO

En la operativa al contado, la contratación ascendió a 3,9 billones de euros, lo que supuso una caída del 35 % en 2012; 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 634 mm y 19 mm, respectivamente.

Las entidades gestoras dieron contrapartida en nombre propio a sus clientes en la inmensa mayoría de las operaciones: en el 92 % de los volúmenes contratados en el caso de las

%

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total (b)	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
TOTAL (b)	53,9	53,3	1,9	1,9	37,7	40,2	6,5	4,6	100,0	100,0
Letras del Tesoro	6,6	8,7	0,2	0,2	10,9	9,3	0,6	0,4	18,3	18,6
Bonos y obligaciones	46,9	44,4	1,6	1,7	24,6	26,3	5,9	4,3	79,0	76,6
Principales y cupones	0,4	0,3	0,0	0,0	2,3	4,6	0,0	0,0	2,7	4,9

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.

letras del Tesoro, en el 93 % en el caso de los bonos y obligaciones, y, por último, en el 88 % en el caso de la deuda segregada. En la mayor parte del resto de la contratación, las entidades se limitaron a registrar operaciones comunicadas por las partes contratantes, pues la operativa como comisionista no alcanzó el 1 % en ningún caso.

El volumen medio de las operaciones en este ámbito de negociación se situó en 10,5 millones en 2012; en el caso de las letras del Tesoro, la operación media se situó en 10,3 millones, mientras que en el de los bonos y obligaciones alcanzó los 10,8 millones. Por su parte, el volumen medio en las operaciones con deuda segregada fue muy inferior, pues tan solo llegó a 1,9 millones.

Por tipo de intermediación, el volumen medio de operación cuando la entidad gestora da contrapartida en nombre propio se situó en 10,9 millones; en el caso del registro por orden conjunta de las partes, este importe medio fue de 6,8 millones, mientras que, cuando la entidad actuó como comisionista, esta cifra fue de 9,7 millones.

Al igual que se ha apuntado para la contratación al contado entre titulares, la negociación en el segmento de terceros también mostró en 2012 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 idéntico al de 2011.

3.3.2 OPERACIONES REPO Y SIMULTÁNEAS

En 2012, la negociación en operaciones *repo* con terceros se redujo un 30,1 %, hasta situarse en 2,9 billones de euros, volumen que supuso en 2012 el 40,2 % de la negociación en el segmento de terceros. De esta contratación, el 65,3 % se negoció con bonos y obligaciones, el 23,2 % se negoció con letras del Tesoro y, por último, el 11,5 % 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 2012. 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. El volumen medio en las operaciones *repo* con terceros se situó en 2012 en 2,4 billones, es decir, aproximadamente la cuarta parte del observado en las operaciones al contado.

La contratación de operaciones simultáneas en 2012 en el ámbito de los terceros se redujo a menos de la mitad de la observada en el año inmediatamente anterior, pues registró una caída del 53,6 %, hasta situarse en 337 mm; de estos volúmenes, el 92 % se cruzó

con bonos y obligaciones. Con esta evolución, la operativa en simultáneas ya solamente supone el 4,6 % de la negociación en el ámbito de 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 participan en mayor medida los grandes inversores que en el caso de las operaciones *repo*. En efecto: en la negociación con terceros, frente a la cifra de 2,4 millones de volumen medio en las operaciones *repo*, señalada más arriba, el tamaño medio de una operación simultánea en 2012 alcanzó los 14,8 millones de euros.

3.4 Mercados derivados

En 2012, la actividad de los mercados europeos de productos derivados de la deuda pública continuó concentrada en el mercado alemán. EUREX abarcó la práctica totalidad del volumen negociado, con una cuota de casi el 100 %², a pesar de que en 2012 experimentó un descenso en la contratación de estos instrumentos, frente a las tasas de crecimiento positivas registradas en los dos ejercicios precedentes. El volumen total de negociación durante 2012 fue un 19,9 % inferior al del año anterior, aunque algunos instrumentos mostraron incrementos individuales. En lo que concierne a la negociación del futuro sobre el bono a diez años, que continuó siendo el producto derivado de la deuda soberana más negociado³, el descenso fue de un 13,8 %.

En este contexto, MEFF continuó registrando volúmenes negociados relativamente reducidos, aunque durante 2012 se produjo un relanzamiento del futuro sobre el bono a diez años que elevó significativamente su contratación. Así, el volumen total de contratación de este instrumento, que en cualquier caso siguió representando un segmento muy reducido del mercado, ascendió durante 2012 a 4.523,8 millones de euros, frente a los 1,8 millones de 2011. Por otra parte, la posición abierta finalizó el año en 35,4 millones de euros, frente a los 0,2 millones 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, sobre deuda francesa a largo plazo y sobre deuda italiana a corto, medio 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.