

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, que alcanzó 17,2 billones, creció en 2014 un 14,3 % en relación con la registrada en 2013. En el gráfico 3.1 puede observarse que, a pesar de este aumento, la contratación sigue siendo claramente inferior a la registrada en los años de mayor actividad.

En 2014, la negociación en el ámbito de titulares del mercado creció un 2,3 %, mientras que la observada en el segmento de terceros registró un aumento del 27,8 %. Con estas variaciones, se mantiene un reparto a partes casi iguales en la actividad: mientras que el segmento de titulares representa el 47,5 % de la contratación, la negociación con terceros acumula el 52,5 %. Durante gran parte de la década anterior, la negociación con terceros representó dos terceras partes del volumen total contratado; sin embargo, en los últimos años de dicha década y en los años más recientes, esa proporción ha ido variando gradualmente y, por segundo año, la negociación se divide aproximadamente a partes iguales entre ambos tramos del mercado.

Respecto a las proporciones en que se negocian los distintos instrumentos, la actividad sigue centrada en la contratación con bonos y obligaciones no segregados. En concreto, la operativa con deuda a medio y largo plazo no segregada pasó de representar el 78,8 % en 2013 a suponer el 85,7 % de la contratación, lo que significa un incremento de unos 7 pp en su cuota; ese aumento es casi idéntico a la caída de la cuota de las letras del Tesoro, que ha pasado del 18,5 % en 2013 al 12 % en 2014. Por su parte, la participación de los instrumentos segregados descendió ligeramente, desde el 2,7 % de 2013 al 2,3 % de 2014.

Por tipo de operaciones, se observó un aumento en la cuota correspondiente a las operaciones al contado, que pasó del 33,8 % en 2013 al 36,7 % en 2014; y una reducción en la de operaciones simultáneas, que pasó del 45,9 % en 2013 al 41,4 % en 2014. En los otros dos tipos de operaciones las variaciones han sido menores: la participación de las operaciones a plazo en el total de actividad se situó en 2,2 % en 2014, mientras que la correspondiente a las operaciones *repo* alcanzó el 19,7 %.

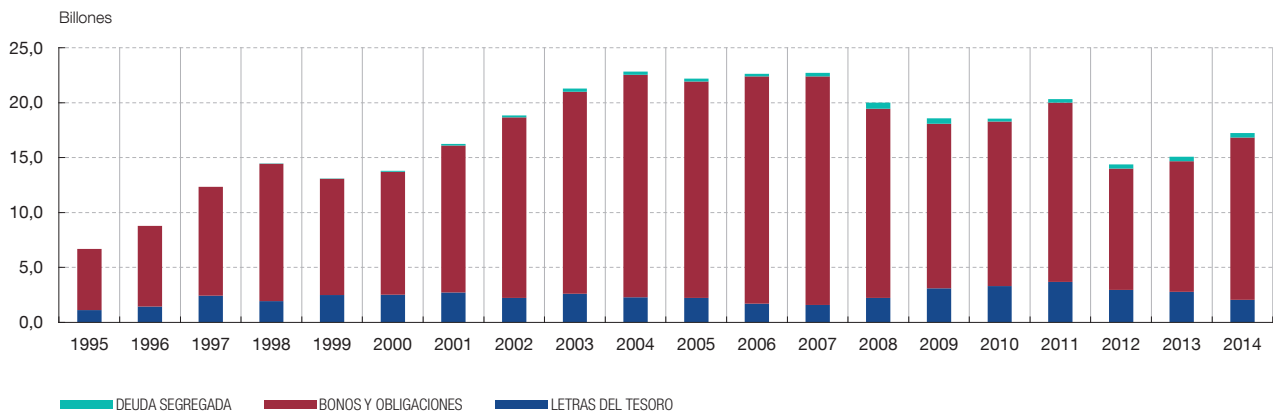
En el gráfico 3.2 se muestra el desglose de la contratación del mercado de deuda anotada entre los segmentos de titulares y de terceros, entre los distintos tipos de operaciones y entre los distintos instrumentos contratados¹.

3.2 Negociación entre titulares

Como se ha señalado anteriormente, la negociación entre titulares creció un 2,3 % en 2014; con esta expansión, la contratación se situó en 8,2 billones. Este aumento fue el resultado del crecimiento en un 10,5 % de la actividad con bonos y obligaciones, y de las caídas del 32,2 % y del 2,2 % en la negociación de letras del Tesoro y de instrumentos segregados, respectivamente.

Los importes contratados en operaciones con bonos y obligaciones alcanzaron 7,1 billones, lo que representa el 87,2 % del mercado entre titulares; por su parte, la negociación

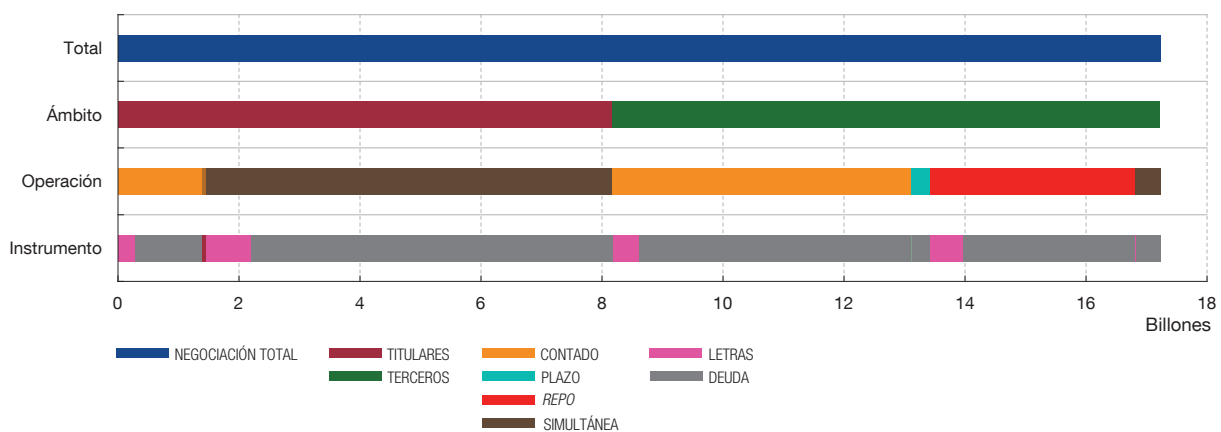
¹ La contratación de principales y cupones segregados se ha sumado a la correspondiente a bonos y obligaciones para facilitar la interpretación del gráfico, evitando la proliferación de un número excesivo de subdivisiones, muchas de ellas con volúmenes casi inapreciables. Esta agregación también se realiza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

con letras del Tesoro alcanzó un billón (12,6 % del mercado) y la realizada con instrumentos segregados se situó en los 10 mm de euros (0,1 % del mercado).

En 2014, las operaciones al contado aumentaron un 8,1 % y se situaron en 1,4 billones; por su parte, las operaciones simultáneas registraron un incremento del 0,8 % y ascendieron a 6,7 billones. Finalmente, aunque sin relevancia alguna debido a sus volúmenes tan reducidos, la operativa a plazo casi se dobló y se situó en 61 mm.

Tras estas variaciones, la negociación en este segmento del mercado sigue concentrada en las operaciones simultáneas, que suponen el 82,2 % del total; por su parte, las operaciones al contado representan un 17,1 %, y las operaciones a plazo, un 0,7 %.

En el cuadro 3.1 se facilita la descomposición de la negociación entre titulares en 2014, por tipo de operación e instrumento, junto con las variaciones porcentuales en relación

NEGOCIACIÓN ENTRE TITULARES (a)

CUADRO 3.1

Año 2014

mm de euros y %

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total (a)	
	Volumen	Variación s/ 2013 (%)	Volumen	Variación s/ 2013 (%)	Volumen	Variación s/ 2013 (%)	Volumen	Variación s/ 2013 (%)	Volumen	Variación s/ 2013 (%)
Total (a)	1.396,5	8,1	61,1	85,7	—	—	6.717,0	0,8	8.174,6	2,3
Letras del Tesoro	278,3	16,1	5,3	23,1	—	—	749,0	-41,4	1.032,6	-32,2
Bonos y obligaciones	1.111,3	6,3	55,0	92,8	—	—	5.965,7	10,8	7.132,1	10,5
Principales y cupones	6,9	4,5	0,8	774,0	—	—	2,2	-64,7	10,0	-22,9

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)	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014
Total (b)	16,2	17,1	0,4	0,7	—	—	83,4	82,2	100,0	100,0
Letras del Tesoro	3,0	3,4	0,1	0,1	—	—	16,0	9,2	19,0	12,6
Bonos y obligaciones	13,1	13,6	0,4	0,7	—	—	67,3	73,0	80,8	87,2
Principales y cupones	0,1	0,1	0,0	0,0	—	—	0,1	0,0	0,2	0,1

FUENTE: Banco de España.

a Porcentajes sobre la negociación total entre titulares.

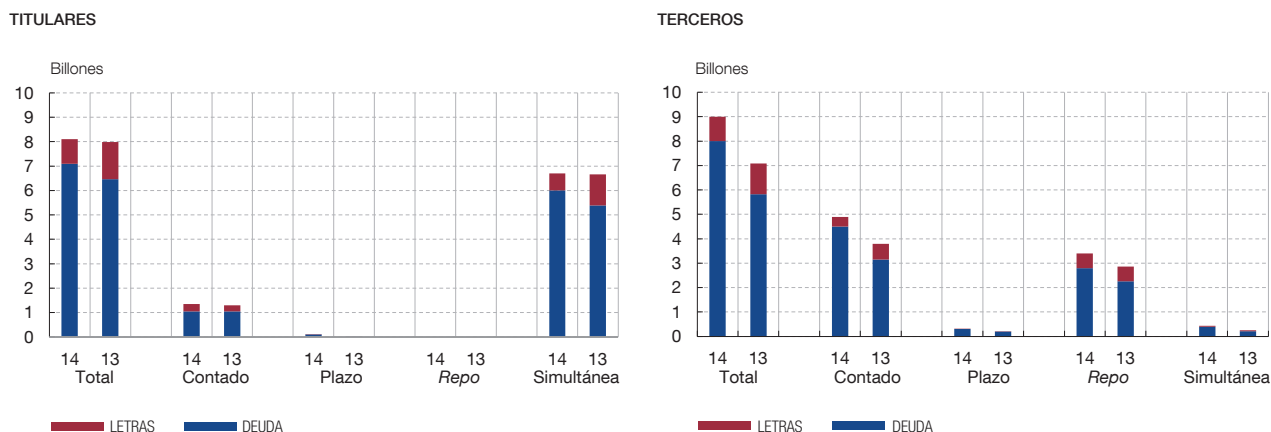
b En algunos casos, las rúbricas de totales pueden diferir de la suma de sus componentes a consecuencia de los redondeos.

con la contratación del año 2013; por su parte, el cuadro 3.2 muestra las cuotas de negociación para los años 2013 y 2014.

Por último, el panel izquierdo 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.

La negociación al contado pasó de 1,3 billones en 2013 a 1,4 billones en 2014. El aumento se produjo de forma general, puesto que se registraron crecimientos en la contratación con los tres tipos de deuda: 39 mm en letras del Tesoro, 66 mm en bonos y obligaciones, y 0,3 mm en principales y cupones segregados.

La concentración de la negociación al contado de bonos y obligaciones se redujo significativamente en 2014: mientras que en 2013 las cinco emisiones más negociadas suponían el 34 % de la negociación, en 2014 esta cifra se redujo hasta el 26 %. En términos de volúmenes negociados, las referencias más utilizadas fueron el bono con cupón 2,75 % y vencimiento en abril de 2019, la obligación con cupón 3,80 % y vencimiento en abril de 2024, el bono con cupón 2,10 % y vencimiento en abril de 2017, la obligación con cupón



FUENTE: Banco de España.

4,4 % y vencimiento en octubre de 2023, y la obligación con cupón 2,75 % y vencimiento en octubre de 2024.

Las operaciones simultáneas entre titulares aumentaron un 0,8 % en 2014 y totalizaron 6,7 billones de negociación. De ellos, 6 billones fueron contratados con bonos y obligaciones, lo que supuso un aumento del 10,8 % en relación con la actividad de 2013. En sentido contrario se movieron las contrataciones con letras del Tesoro (con un volumen de 0,75 billones y caída del 41,4 %) y con instrumentos segregados (con una exigua contratación de 2 mm y caída del 64,7 %).

3.3 Negociación con terceros

3.3.1 INTRODUCCIÓN

Como se señaló anteriormente, la negociación con terceros aumentó un 27,8 % en 2014 en relación con el año 2013 y alcanzó un volumen de 9 billones. Este crecimiento se ha producido en la contratación de bonos y obligaciones, que aumentó un 40,9 % y alcanzó 7,6 billones; en sentido contrario, variaron la negociación de las letras del Tesoro, que, con un descenso del 18 %, sumó un billón, y la de instrumentos segregados, que, con una caída del 4,5 %, apenas alcanzó 0,4 billones.

De este modo, la concentración de la negociación con bonos y obligaciones en el ámbito de terceros aumentó significativamente, pues pasó del 76,5 % en 2013 al 84,3 % en 2014. La cuota de la contratación con letras del Tesoro se redujo desde el 17,8 % en 2013 hasta el 11,4 % en 2014, mientras que la correspondiente a los instrumentos segregados pasó del 5,7 % en 2013 al 4,2 % en 2014.

En 2014 se registraron aumentos en la contratación de todos los tipos de operación, siendo los más relevantes, en términos de volúmenes, el 29,9 % en las operaciones al contado y el 20,1 % en operaciones *repo*. Por su parte, en las operaciones a plazo y simultáneas, cuya negociación es más reducida, los crecimientos se situaron en el 46,7 % y el 67,5 %, respectivamente.

Con esta evolución, las cuotas de los distintos tipos de contratación sobre el total de negociación con terceros se mantuvieron bastante estables en 2014. La operativa al contado sigue siendo la más utilizada en este ámbito y su cuota ha pasado del 53,6 % en 2013 al 54,5 % en 2014; por su parte, la participación de las operaciones *repo* se redujo ligeramente desde el 39,9 % en 2013 al 37,5 % en 2014. Los otros dos tipos de operativa, que

son, como ya se ha señalado, menos importantes en términos cuantitativos, aumentaron su cuota: desde el 3 % al 3,4 % en el caso de las operaciones a plazo, y desde el 3,5 % al 4,6 % en el de las operaciones simultáneas.

En relación con la actividad de los terceros en el mercado de deuda pública, el número de reclamaciones recibidas en el Departamento de Conducta de Mercado y Reclamaciones del Banco de España disminuyó desde veintitrés en 2013 a doce en 2014; de estas, nueve fueron presentadas contra el Banco de España y tres contra otras entidades gestoras.

Comenzando por estas últimas, solamente una terminó con un informe motivado, en el que se apreció vulneración de las buenas prácticas y usos financieros, al entenderse que la entidad reclamada no acreditó haber informado y explicado adecuadamente que los bonos cuya suscripción se solicitaba podían presentar diferencias significativas entre su rentabilidad nominal explícita y la real que pudiera resultar de la subasta; asimismo, se consideró que la entidad no había facilitado información clara en relación con la comisión de suscripción aplicable. Por el contrario, no se apreció mala práctica por parte de la entidad en el hecho de que cursara la petición de compra en subasta como «no competitiva», dado que el reclamante era un inversor minorista y no había solicitado expresamente cursar otro tipo de orden.

En cuanto a las dos reclamaciones restantes, una de ellas, relativa al cobro de una comisión, fue archivada, dado que el reclamante no aportó la documentación requerida, mientras que la otra no fue admitida, al encontrarse los hechos reclamados, acaecidos en 1995, ya prescritos.

En cuanto a las nueve reclamaciones presentadas contra el Banco de España en tanto que entidad gestora, todas ellas fueron desestimadas, al entenderse que la actuación fue adecuada. La causa más común de estas reclamaciones, presente en cuatro casos, fue el cobro de una comisión por la transferencia de los fondos resultantes de amortizaciones de deuda. Las otras cinco reclamaciones tenían motivos diversos:

- disconformidad con el tipo de interés de las letras del Tesoro;
- falta de recepción del resguardo oficial de Deuda Anotada;
- disconformidad por el tiempo transcurrido entre un vencimiento y su abono en cuenta, causado por los festivos en los sistemas de pago;
- disconformidad con tener que realizar una transferencia para tener saldo suficiente, en una cuenta de pago asociada a una cuenta directa, con la finalidad de realizar una suscripción de deuda, dado que la operativa no permitió mezclar el importe procedente de una amortización con un nuevo ingreso en efectivo, y
- la tardía recepción de la carta de solicitud de reinversión de letras del Tesoro, que impidió la realización de la correspondiente reinversión.

Por otro lado, en el marco de su actividad supervisora, el Banco de España realizó en 2014 la inspección completa a dos entidades gestoras con capacidad plena en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, ambas pertenecientes al mismo grupo bancario. Los sal-

Año 2014

mm de euros y %

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total (a)	
	Volumen	Variación s/ 2013 (%)	Volumen	Variación s/ 2013 (%)	Volumen	Variación s/ 2013 (%)	Volumen	Variación s/ 2013 (%)	Volumen	Variación s/ 2013 (%)
Total (a)	4.932,6	29,9	311,4	46,7	3.388,7	20,1	415,5	67,5	9.048,3	27,8
Letras del Tesoro	441,3	-32,4	19,3	29,9	553,6	0,1	18,5	-51,9	1.032,8	-18,0
Bonos y obligaciones	4.447,7	42,4	290,9	48,3	2.496,0	32,1	396,9	89,5	7.631,5	40,9
Principales y cupones	43,6	104,5	1,2	3,2	339,2	-10,7	0,1	358,3	384,0	-4,5

FUENTE: Banco de España.

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

dos anotados por cuenta de terceros en estas dos entidades suponían, al cierre del ejercicio, el 47,5 % de los saldos totales mantenidos por terceros.

Aunque se detectaron algunas incorrecciones de carácter contable, las conclusiones generales de ambas inspecciones son positivas, pues no se detectaron deficiencias significativas de control interno, los medios técnicos y humanos eran suficientes para la actividad desarrollada y las prácticas comerciales eran correctas. Finalmente, en relación con una de las dos entidades, se realizó un proceso denominado «de circularización», mediante el cual se coteja con los propios terceros la bondad de la información de la entidad gestora; en dicho proceso, las respuestas, que se situaron en el 25 % de los clientes consultados, fueron favorables en un 99,25 % de los casos.

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 3.3 muestra el desglose de la negociación con terceros para los años 2013 y 2014.

3.3.3 OPERACIONES SIMPLES AL CONTADO

Los volúmenes contratados en operaciones al contado sumaron 4,9 billones de euros, lo que supuso un aumento del 29,9 % sobre los niveles de 2013; esta actividad se concentró en la negociación con bonos y obligaciones, ya que los volúmenes negociados con letras del Tesoro y con deuda segregada se situaron en 441 mm y en 44 mm, respectivamente.

Al igual que en todos los años anteriores, en 2014 las entidades gestoras dieron contrapartida en nombre propio a sus clientes en la inmensa mayoría de las operaciones: en el 93 % de los volúmenes contratados en el caso de las letras del Tesoro, en el 90 % en el caso de los bonos y obligaciones, y, por último, en el 96 % 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 11 millones en 2014; en el caso de las letras del Tesoro, la operación media se situó en 11,8 millones, mientras que en el de los bonos y obligaciones alcanzó los 11,2 millones. Por su

%

	Contado		Plazo		Repos		Simultáneas		Total (b)	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014
Total (b)	53,6	54,5	3,0	3,4	39,9	37,5	3,5	4,6	100,0	100,0
Letras del Tesoro	9,2	4,9	0,2	0,2	7,8	6,1	0,5	0,2	17,8	11,4
Bonos y obligaciones	44,1	49,2	2,8	3,2	26,7	27,6	3,0	4,4	76,5	84,3
Principales y cupones	0,3	0,5	0,0	0,0	5,4	3,7	0,0	0,0	5,7	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.

parte, el volumen medio en las operaciones con deuda segregada fue muy inferior, pues tan solo llegó a 3,3 millones.

Por tipo de intermediación, el volumen medio de operación cuando la entidad gestora da contrapartida en nombre propio se situó en 11,6 millones; en el caso del registro por orden conjunta de las partes, este importe medio fue de 7,4 millones, mientras que, cuando la entidad actuó como comisionista, esta cifra alcanzó 9,9 millones.

La concentración de la contratación al contado en el tramo de terceros se mantuvo en 2014 en niveles bastante similares a los de 2013. En efecto, mientras que en 2013 las cinco emisiones con mayor actividad acumularon el 23 % de los volúmenes cruzados, en 2014 esa cifra se situó en el 26 %.

3.3.4 OPERACIONES REPO Y SIMULTÁNEAS

En 2014, la negociación en operaciones *repo* con terceros aumentó un 20,1 %, hasta situarse en 3,4 billones de euros, volumen que supuso en 2014 el 37,5 % de la negociación en el ámbito de los terceros. De esta contratación, el 73,7 % se negoció con bonos y obligaciones, el 16,3 % se negoció con letras del Tesoro y, por último, el 10 % 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 2014. El registro por orden conjunta de las partes contratantes fue 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 2013 en 3,7 millones, muy por debajo del importe medio observado en las operaciones al contado, que, como se señalaba en la sección anterior, ascendió a 11 millones.

La contratación de operaciones simultáneas en 2014 en el ámbito de los terceros aumentó un 67,5 % en relación con la observada en 2013 y alcanzó 416 mm; de estos volúmenes, el 96 % se cruzó con bonos y obligaciones.

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 3,7 millones de volumen medio en las operaciones *repo*, señalada más arriba, el tamaño medio de una operación simultánea en 2014 alcanzó los 21 millones de euros.

3.4 Mercados derivados

En 2014, la actividad de los mercados europeos de productos derivados de la deuda pública continuó concentrada en el mercado alemán, abarcando EUREX la práctica totalidad del volumen negociado, con una cuota de prácticamente el 100 %². En este mercado, el volumen total de negociación durante 2014 de este tipo de productos se cifró en 61.679 mm, de euros, un 6,6 % inferior al del año anterior.

En el mercado español, MEFF continuó registrando volúmenes negociados relativamente reducidos. Tras el relanzamiento del futuro sobre el bono a diez años en 2012, que había elevado significativamente su contratación, y el descenso experimentado en 2013, en 2014 continuó la tendencia decreciente y el volumen total de contratación de este instrumento se redujo a 535 millones de euros, frente a los 1.367 millones de 2013. Por otro lado, la posición abierta a final del año ascendía a 44 millones de euros, frente a los 30 millones registrados el año anterior.

² Mientras en MEFF el único contrato derivado de deuda pública es el futuro sobre el bono nocional 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, futuros y opciones sobre deuda francesa a largo plazo, futuros sobre deuda francesa a medio plazo, futuros sobre deuda italiana a corto, medio y largo plazo, y futuros sobre deuda suiza a largo plazo.