

SISTEMA FINANCIERO

EL MERCADO SECUNDARIO DE BONOS Y
OBLIGACIONES DEL ESTADO EN LA ENCRUCIJADA

Servicio de Estudios de GESMOSA
Mayo 89

La amplitud y profundidad del mercado secundario de deuda a medio y largo bajo el síndrome de la asimetría

Como es conocido, el mercado secundario a vencimiento de deuda pública anotada se estructura en dos escalones: por una parte, el "nucleo" del mercado en el que la operatoria se realiza entre instituciones calificadas por el Banco de España (bajo una serie de criterios y requisitos) como "creadores de mercado", a través de sistemas de negociación "ciega" (como el automático de GESMOSA - MAD) que garantiza el anonimato en las operaciones. Por otra, el mercado entre titulares de anotaciones en cuenta. Fuera de esta estructura se enmarcan las relaciones entre los titulares calificados como "entidades gestoras" (también bajo una serie de requisitos) y sus clientes, es decir los terceros. En esta nota analizaremos globalmente el mercado a vencimiento de deuda del Estado a medio y largo plazo, es decir, de Bonos y Obligaciones negociados en los dos escalones señalados. Nos detendremos primero en la cuestión de la profundidad del mercado para estudiar después la estructura de las rentabilidades y finalmente la operatoria a plazo, embrión del mercado de futuros. Haremos siempre especial hincapié en la relación de las gestoras con los terceros no titulares de cuenta y en concreto en el "efecto cupón".

Antes de entrar en la cuestión de los volúmenes negociados, conviene recordar que, como en todos los mercados de deuda pública, la relación con los terceros de las entidades gestoras cobra un papel estabilizador del mercado. Como hemos visto, en el mercado de Letras esta relación determinaba el mercado "repo" de Letras. En el caso de las Letras el mercado a vencimiento tenía una importancia prácticamente residual. En el caso de la deuda a medio y largo plazo, si bien la relación con terceros se realiza preponderantemente vía cesiones temporales, el mercado secundario hegemónico es el mercado a vencimiento. Ello es así porque su regulación actual prohíbe la cesión "repo" a terceros de Bonos y Obligaciones que no hayan sido adquiridos a vencimiento. Es decir, las entidades gestoras no pueden ceder "repo" deudas a medio y largo plazo que han adquirido con pacto de reventa. Esto convierte en residual el mercado de "repos" con estos instrumentos y permite el desarrollo, en el seno del mercado a vencimiento, de un segmento importante de operatoria a plazo (embrión del mercado de futuros en deuda pública).

El mercado al contado de deuda ha sufrido desde su nacimiento un comportamiento de los volúmenes negociados

claramente "maniaco-depresivo" por sus fuertes oscilaciones. Si a ésto unimos la confusión conceptual que durante muchos meses estaba implícita en las cifras publicadas por la Central de Anotaciones, que no distinguían entre la operatoria diaria al contado y la ejecución de operaciones a plazo realizadas previamente a cada fecha, el resultado hace complejo el análisis. Aquí hemos utilizado medias móviles de diez días hábiles (dos semanas naturales).

Si bien el mercado de deuda a medio y largo plazo anotada existe desde que en la segunda mitad de 1987 se fue generando la regulación de la Central de Anotaciones, el verdadero surgimiento del mercado se produjo en marzo de 1988, cuando comenzó la operatoria del núcleo del mercado, la operatoria "ciega". Desde entonces los volúmenes negociados diariamente por el mercado sobrepasaron diariamente los 20 m.M. de Pesetas (téngase en cuenta que se trata de operaciones a vencimiento y, por tanto, a plazos no cortos en general), hasta que en septiembre del mismo año la negociación comenzó a declinar, para hacerse mínima desde noviembre hasta abril de 1989.

Esta trayectoria parece relacionada con la evolución de los tipos de interés en los mercados monetarios que mostraron expectativas implícitas de tipos al alza de forma clara y contundente precisamente desde septiembre. El mercado de deuda parece haber funcionado pues de una manera asimétrica en relación con los tipos de interés, de forma que con precios al alza o estables la operatoria ha sido sustancialmente superior que con precios a la baja. Ello pone de manifiesto la importancia de dos carencias que, en nuestra opinión, han causado esta asimetría. Por una parte la no segregación en la gestión de las instituciones participantes en el mercado entre cartera "especulativa" y cartera "de inversión". Una cartera "especulativa" debe gestionarse de forma estrictamente financiera, valorando a precios de mercado, de forma que cuando bajan los precios la valoración explicita las pérdidas de la cartera se produzcan o no ventas en ella. Por contra, una cartera "inversora" no tiene por qué estar sujeta al imperativo de una valoración frecuente ya que su larga permanencia en la institución busca las ventajas de una posición estratégica.

Por otra, la escasez y poco uso de los instrumentos financieros de cobertura del riesgo de tipos de interés. La operatoria a plazo no comenzó a desarrollarse hasta bien entrado 1988 y, de hecho, la regulación del mercado a plazo de deuda anotada no se desarrolló hasta noviembre de 1988. Hasta el 28 de marzo de 1989 no se regularon las operaciones a plazo, a futuro y de opciones por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

A pesar de estas cuestiones el mercado secundario de deuda pública ha abierto la posibilidad de un desarrollo futuro del conjunto de los mercados financieros a medio y largo plazo.

GRAFICO - 1

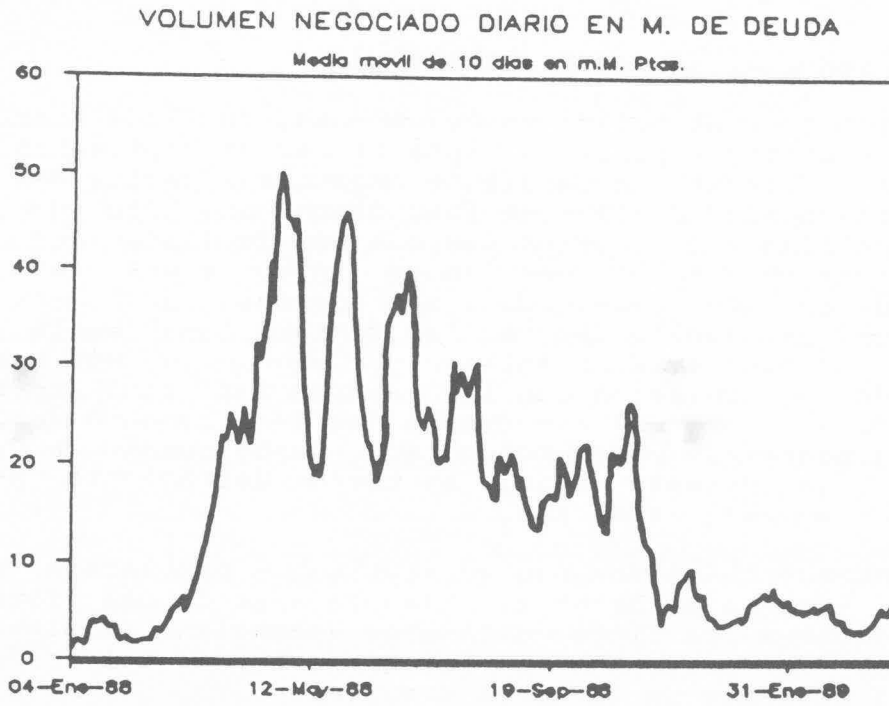
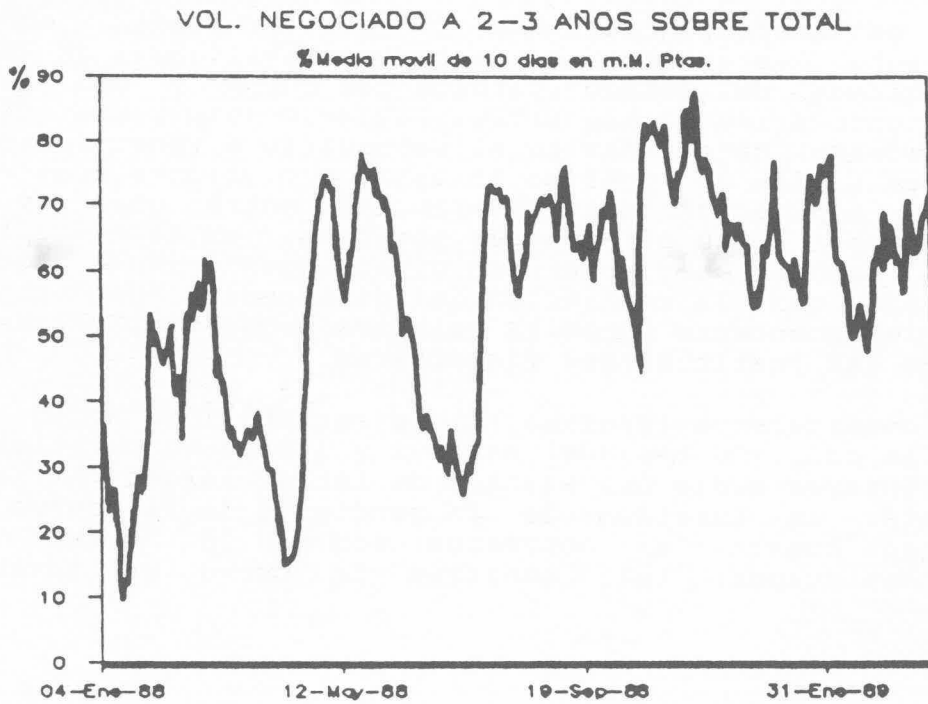


GRAFICO - 2



Además, se ha constituido ya como una referencia obligada en el análisis de la Curva de rentabilidades. Nos detendremos a continuación en ello.

Estructura temporal de las rentabilidades

La Curva de rentabilidades del mercado de deuda anotada tuvo una forma claramente positiva hasta el mes de septiembre de 1988 para pasar a mostrar una pendiente negativa a partir de que en dicho mes comenzaran a elevarse fuertemente los tipos de interés. Las rentabilidades de referencias con más de 3 años de vida se elevaron fuertemente en septiembre, pero de una forma menos pronunciada que las referencias más cortas. No obstante, si consideramos la evolución de la rentabilidad media de las referencias con vencimiento entre 2 y 3 años, las más operativas del mercado, en relación con las referencias con amortización entre 1 y 2 años, puede observarse que la pendiente de la Curva ha sido realmente muy poco pronunciada, tanto cuando la Curva era creciente como después cuando se tornó decreciente para los vencimientos superiores al año.

Sin embargo, una vez que en septiembre cambiara el signo de la Curva, ésta no ha hecho sino desplazarse de una forma casi paralela conforme los tipos de interés ascendían. La elevación de tipos pues, no provocaba una intensificación del diferencial entre ambos extremos de la Curva sino, más bien, un mantenimiento de éste. Hay que señalar, en todo caso, que la negociación de las referencias de más de 3 años fue deteriorándose dramáticamente a partir del mes de marzo, como consecuencia del menor dinamismo del mercado primario y de la propia elevación de los tipos de interés, lo que hace más apropiada la consideración de la deuda con plazo inferior a 3 años para este análisis.

En los gráficos adjuntos (3 y 4) pueden observarse conjuntamente las evoluciones de las rentabilidades de los Bonos y Obligaciones del Estado (títulos con cupón y con retención fiscal) junto a las de las Letras (al descuento y sin retención al vencimiento) negociadas en el secundario a vencimiento. Para los plazos similares (gráfico 3) estas evoluciones muestran una paulatina ampliación del diferencial entre unas y otras rentabilidades. Este diferencial positivo, en favor de la deuda con cupón, parece haber aumentado sensiblemente desde septiembre, coincidiendo con la ampliación del diferencial "depo-repo" del mercado interbancario y con la relativa escasez de Letras en la cartera de las instituciones financieras.

Si consideramos (gráfico 4) la rentabilidad media de las referencias con vida residual entre 2 y 3 años en relación con el tipo de interés medio del mercado de Letras largas (12 meses) a vencimiento, la cuestión de la pendiente de la curva ha de tenerse en cuenta, en contraposición con la "prima" de los títulos con cupón. Así, conforme la curva se invertía el

GRAFICO - 3

EVOLUCION DE LAS RENTABILIDADES DE LAS REFERENCIAS
CORTA DE DEUDA Y DE LAS LETRAS DEL TESORO

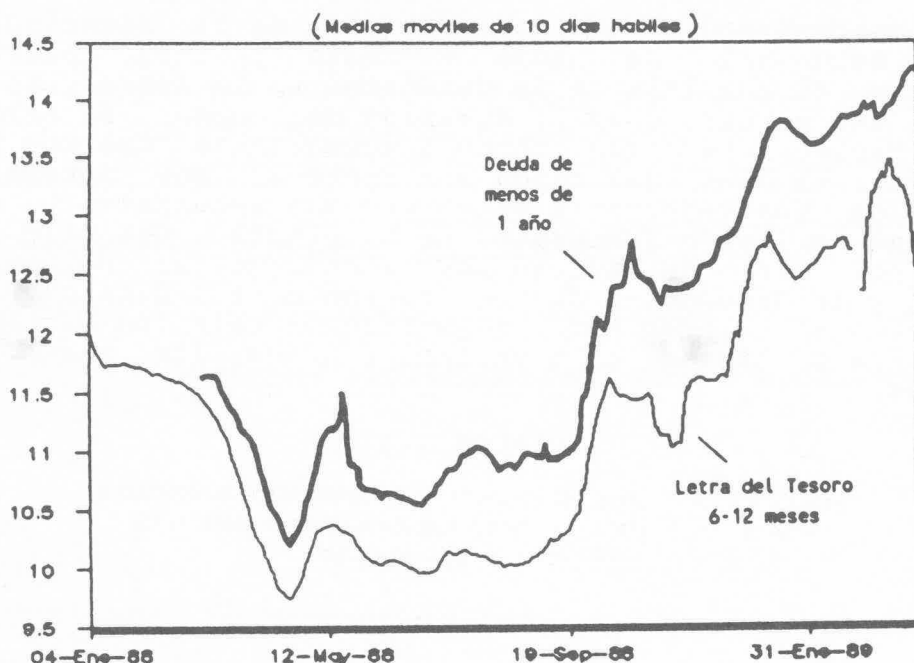
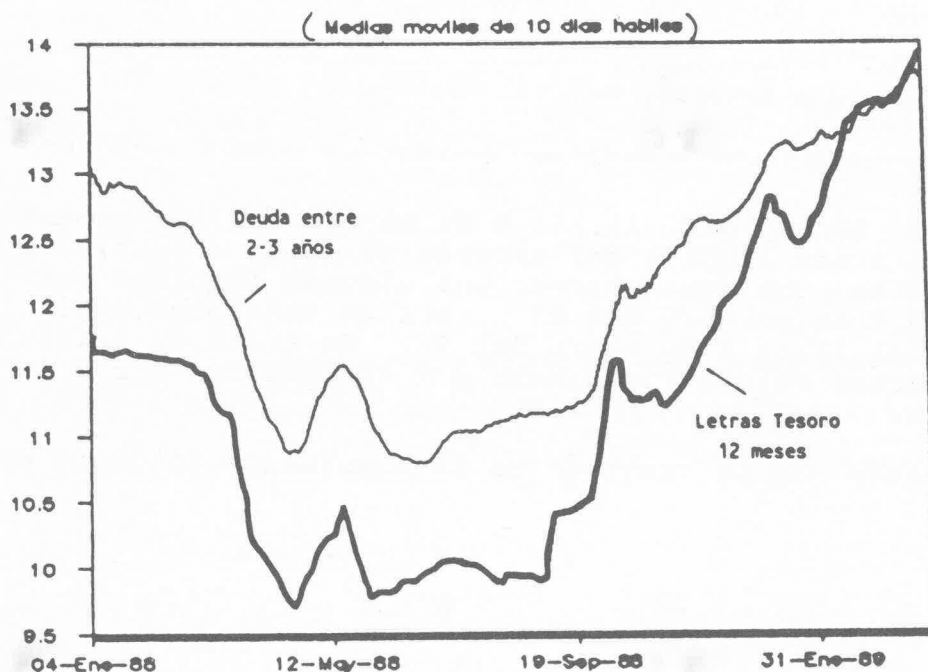


GRAFICO - 4

EVOLUCION DE LAS RENTABILIDADES DE LAS LETRAS DEL
TESORO Y DE LA DEUDA DEL ESTADO CON VENCIMIENTO
MAS PROXIMO A LOS DE EMISION



diferencial entre ambas rentabilidades se reducía hasta ser favorable, ya en nuestros días, a las Letras del Tesoro.

Mercado secundario: análisis según referencias

Si descendemos a una desagregación de la negociación del mercado secundario de deuda a medio y largo plazo según referencias el análisis ha de detenerse en la estructura de la liquidez del mercado y en la cuestión del cupón. El saldo vivo, el saldo cedido a terceros, tanto a vencimiento como con pacto de recompra y el monto del cupón son factores que determinan la liquidez de una referencia en el mercado secundario y en gran medida las primas o descuentos de su precio. Esta liquidez se expresa por medio de indicadores tales como el volumen medio negociado y la frecuencia de negociación o el índice de rotación, que expresa el volumen total negociado en relación con el saldo vivo, y está ligado a la variabilidad de las rentabilidades negociadas.

CUADRO - 1

INDICADORES DEL GRADO DE LIQUIDEZ DE LA NEGOCIACION AL CONTADO DE
ALGUNAS REFERENCIAS DE DEUDA PUBLICA A MEDIO Y LARGO PLAZO
Período 1/07/88 - 31/03/89

	Volumen Total	Volumen medio diario	Número de operaciones total	Número de operaciones medio diario	Desviación típica de la TIR de P. mínimo	(%) Índice de rotación
B-11,70-ABR91	753,7	4,4	1.433	8	0,98	166,5
B-10,10-JUN89	73,7	0,9	170	2	1,25	19,7
B- 9,40-OCT89	281,1	1,9	404	3,6	1,25	47,6
B-11,25-ENE92(*)	19,5	0,5	61	1,6	0,29	9,6
B- 8,25-DIC89	163,4	1,4	393	3,3	1,19	77,8

(*) Emitida el 18 de noviembre de 1988.

Fuente: Servicio de Estudios de GESMOSA sobre datos diarios de la Central de Anotaciones.

Los Bonos del 11,70 % de abril del 91 constituyen la referencia más líquida del mercado de deuda a vencimiento. Otras referencias que han mostrado una elevada liquidez son los Bonos del 9,40 % de octubre del 89 o, con un vencimiento más largo, los Bonos del 11,25 % de enero del 92. Se trata de referencias con muy fuertes saldos vivos detrás y con elevado grado de cesión a terceros.

Además de la cuestión de la liquidez, el cupón es también

uno de los determinantes fundamentales de la rentabilidad de una referencia en el mercado secundario. En el mercado español la diversidad de tipos de cupones es enorme: desde el 13,75 % de las Obligaciones de marzo del 91 hasta el 8,25 % de los Bonos de diciembre del 89, si nos atenemos a las referencias anotables. Ello hace que el "efecto fiscal" y el "efecto cupón" sean altamente relevantes en el análisis del mercado de deuda.

El "efecto cupón" es producto de la retención del 20 % que actualmente se practica sobre el tenedor de la referencia en el momento del pago del cupón semestral. El efecto fiscal es mayor cuanto mayor es el cupón. Este efecto fiscal es el origen del "efecto cupón", por el cual, como la retención se practica sobre el tenedor de la referencia en el momento del pago del cupón y dado que los terceros tenedores de Bonos u Obligaciones adquiridos con pacto de reventa son aversos a la retención fiscal y que el cobro del cupón por parte del tercero tenedor conlleva complicaciones insalvables cuando el plazo de cesión es pequeño, las entidades gestoras recompran en la fecha del pago del cupón la casi totalidad del volumen cedido temporalmente con el fin de soportar ellas la retención. Al mismo tiempo que realizan esta operación, las entidades gestoras sustituyen, en general, por Letras del Tesoro cedidas con pacto de recompra la referencia de deuda recomprada en el día de pago de cupón. De esta forma, la cuenta de terceros no sufre el efecto fiscal que es soportado enteramente por la entidad gestora en su propia cartera. Una vez cobrado el cupón las gestoras realizan el proceso inverso de retorno de los saldos a su origen.

Este "efecto cupón" hace muy relevante la estimación de la distribución del saldo de terceros entre cesiones a vencimiento y cesiones "repo", bajo la idea de que aquél sólo afecta a las cesiones "repo". Del conjunto de la deuda anotable, un 75 % se encontraba anotado en cuentas de terceros a mediados del mes de abril. De estas cuentas, que en conjunto se elevaban a 2.833,1 m.M. un 77 % correspondían a cesiones con pacto de recompra. En el cuadro adjunto puede observarse esta estimación para cada referencia.

La importancia de las cesiones "repo" en el seno del saldo de terceros pone de manifiesto la relevancia del efecto cupón. Sin embargo, éste no afecta a la formación de los precios en el mercado de deuda a vencimiento, como puede apreciarse en los gráficos adjuntos. Su incidencia se manifiesta, no obstante, y en ocasiones de una forma dramática, sólo en el mercado de "repo" con Letras ya que el efecto cupón tiende a ocasionar escasez de Letras cuando la referencia de deuda en cuestión goza de un alto tipo de cupón y de un elevado saldo "repo" en terceros, y cuando la cartera de Letras de las instituciones financieras es reducida como consecuencia, por ejemplo, de expectativas al alza en los tipos de interés.

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

CUADRO - 2

DEUDA PUBLICA A MEDIO Y LARGO PLAZO ANOTABLE:
ESTIMACION DEL SALDO A VENCIMIENTO EN TERCEROS POR REFERENCIAS

DATOS DE INTERES						CUPONES			TERCEROS		Saldo no anotado (13/4/1989)
Tipo	Tipo cupón	Fecha de emisión	Emisión original	la Amortiz. oblig.-opci.	SALDO VIVO	Fecha Pago 1ER.CUP	Fecha Pago 2o.CUP	Vol Cupón Bruto	Estimación saldo terceros a vencimiento	Resto terceros (13/4/1989)	
Bonos	10.10	18-Jun-86	373.8	18-Jun-89	373.8	18-Dic	18-Jun	18.9	31.4	244.8	17.9
Amortizable	10.00	02-Jul-86	20.4	02-Jul-89	20.4	02-Ene	02-Jul	1.0	1.7	1.7	18.6
Bonos	9.40	01-Oct-86	591.0	01-Oct-89	591.0	01-Abr	01-Oct	27.8	87.0	280.0	16.8
Bonos	8.25	18-Dic-86	210.0	18-Dic-89	210.0	18-Jun	18-Dic	8.7	64.8	150.1	25.3
Amortizable	8.50	23-Dic-86	5.6	23-Dic-89	5.6	23-Jun	23-Dic	0.2	0.5	0.6	5.0
Bonos	9.80	25-Feb-87	95.4	25-Feb-90	95.4	25-Ago	25-Feb	4.7	17.9	65.3	14.2
Bonos	10.15	25-Mar-87	23.7	25-Mar-90	23.7	25-Sep	25-Mar	1.2	1.5	7.7	7.1
Bonos	13.50	15-Abr-85	74.0	15-Abr-90	74.0	15-Oct	15-Abr	5.0	8.6	20.1	32.1
Bonos	11.70	25-Abr-87	65.3	25-Abr-90	65.3	25-Oct	25-Abr	3.8	9.0	37.4	13.5
Bonos	12.75	25-May-87	478.0	25-May-90	25.8	25-Nov	25-May	1.6	2.4	7.2	10.0
Bonos	12.85	25-Jun-87	76.4	25-Jun-90	76.4	25-Dic	25-Jun	4.9	13.6	36.9	25.2
Bonos	12.85	25-Jul-87	54.1	25-Jul-90	54.1	25-Ene	25-Jul	3.5	10.3	21.0	19.6
Bonos	12.85	25-Ago-87	51.0	25-Ago-90	51.0	25-Feb	25-Ago	3.3	11.4	24.4	8.2
Bonos	12.90	25-Sep-87	23.0	25-Sep-90	23.0	25-Mar	25-Sep	1.5	3.2	5.3	6.6
Bonos	12.90	25-Oct-87	20.1	25-Oct-90	20.1	25-Abr	25-Oct	1.3	1.3	2.9	7.2
Bonos	12.65	25-Nov-87	80.4	25-Nov-90	80.4	25-May	25-Nov	5.1	14.5	55.6	7.2
Amortizable	11.50	20-Dic-85	67.0	20-Dic-90	47.8	20-Jun	20-Dic	2.7	5.8	6.2	39.7
Bonos	11.70	20-Dic-85	33.8	20-Dic-90	9.4	20-Jun	20-Dic	0.6	1.3	1.6	7.8
Bonos	12.45	25-Dic-87	70.7	25-Dic-90	70.7	25-Jun	25-Dic	4.4	8.7	32.3	10.2
Bonos	12.15	25-Ene-88	203.2	25-Ene-91	203.2	25-Jul	25-Ene	12.3	46.1	150.0	13.9
Obligaciones	14.75	25-Mar-85	101.1	25-Mar-91	101.1	25-Mar	25-Sep	7.0	20.2	41.2	38.8
Bonos	11.60	26-Mar-86	320.0	26-Mar-91	14.2	26-Sep	26-Mar	0.8	18.2	2.4	11.7
Bonos	11.70	25-Feb-88	452.6	18-Abr-91	452.6	18-Oct	18-Abr	26.5	81.7	280.3	18.2
Obligaciones	13.50	28-Jun-85	55.2	28-Jun-91	55.2	28-Dic	28-Jun	3.7	11.1	22.0	24.7
Bonos	10.00	18-May-88	202.1	18-Jul-91	202.1	18-Ene	18-Jul	10.1	59.5	166.4	4.0
Bonos	10.00	18-Ago-88	165.1	18-Oct-91	165.1	18-Abr	18-Oct	8.3	116.1	16.5	16.5
Obligaciones	11.75	15-Nov-85	30.0	15-Nov-91	30.0	15-May	15-Nov	1.8	4.5	15.7	8.7
Bonos	11.25	18-Nov-88	203.3	18-Ene-92	203.3	18-Jul	18-Ene	11.4	141.5	141.5	34.7
Bonos	12.00	18-Feb-89	63.0	18-Abr-92	63.0	18-Oct	18-Abr	3.8	18.6	44.0	0.0
Obligaciones	11.70	10-Mar-86	112.7	10-Mar-94	112.7	10-Sep	10-Mar	6.6	86.3	41.7	29.9
Obligaciones	9.95	30-Jul-86	250.6	30-Jul-94	250.6	30-Ene	30-Jul	12.5	164.4	164.4	18.2
Obligaciones	10.75	30-Ene-89	8.3	30-Ene-99	8.3	30-Jul	30-Ene	0.4	5.2	5.2	0.0
TOTALES			4,581.0		3779.4			205.3	641.1	2192.0	511.4

FUENTE: Servicio de Estudios de GESMOSA

El mercado a plazo, embrión del mercado de futuros en deuda

El mercado a plazo de deuda anotada a vencimiento incluye aquellas operaciones de compraventa simple en las que la fecha de ejecución dista al menos cinco días hábiles de la fecha de contratación. Su operatoria está regulada por la Circular número 12/1988, del 8 de septiembre, del Banco de España, pero en la práctica su extensión no ha tenido lugar hasta la formación de un mercado a plazo en el núcleo del mercado secundario, en el segmento ciego el uno de marzo de 1989.

La operatoria ciega a plazo conllevaba una serie de problemas ligados al anonimato de su negociación. El desconocimiento de las partes hace complejo el tratamiento del riesgo implícito en cada operación a plazo negociada. Por otra parte, la escasa liquidez de la mayor parte de las referencias negociables muestra un mercado al contado débil sobre el que construir un mercado a plazo digno. Finalmente, parece claro que sólo se extenderá la operatoria a plazo con deuda a medio y largo plazo si se resuelven los problemas de su negociación en el segmento ciego.

Como quiera que la Circular número 12/1988 abría la posibilidad de que toda operación a plazo pudiera ser liquidada por diferencias en cualquier fecha del período comprendido entre su contratación y su ejecución, este último momento incluido, ha podido llevarse a cabo el establecimiento de dos mercados a plazo paralelos en el seno del segmento ciego, ambos sometidos a la liquidación diaria del contrato; uno, con entrega del papel en el momento de la ejecución, y otro sin entrega.

El mercado ciego sólo negocia a plazo con entrega del valor tres de las referencias negociables al contado, por ser de las más líquidas:

- Bonos del 11,70 % de abril del 91.
- Bonos del 10 % de julio del 91.
- Bonos del 11,25 % de enero del 92.

y sólo una sin entrega, los Bonos del 11,70 % de abril del 91.

Este mercado fija también fechas concretas para la operatoria a plazo de forma que la fecha de ejecución de todo contrato a plazo negociado en este segmento debe coincidir con el último miércoles del mes corriente o el último miércoles de cada uno de los dos meses siguientes. Cuando sólo restan cuatro días hábiles para la fecha más próxima de la ejecución, la cotización a plazo más larga incluye una nueva fecha, ya que la operatoria de la fecha más próxima se considera a partir de entonces operatoria al contado. Si alguna de estas fechas resulta festiva, se considera a efectos de la ejecución al día siguiente, o bien,

GRAFICO - 5

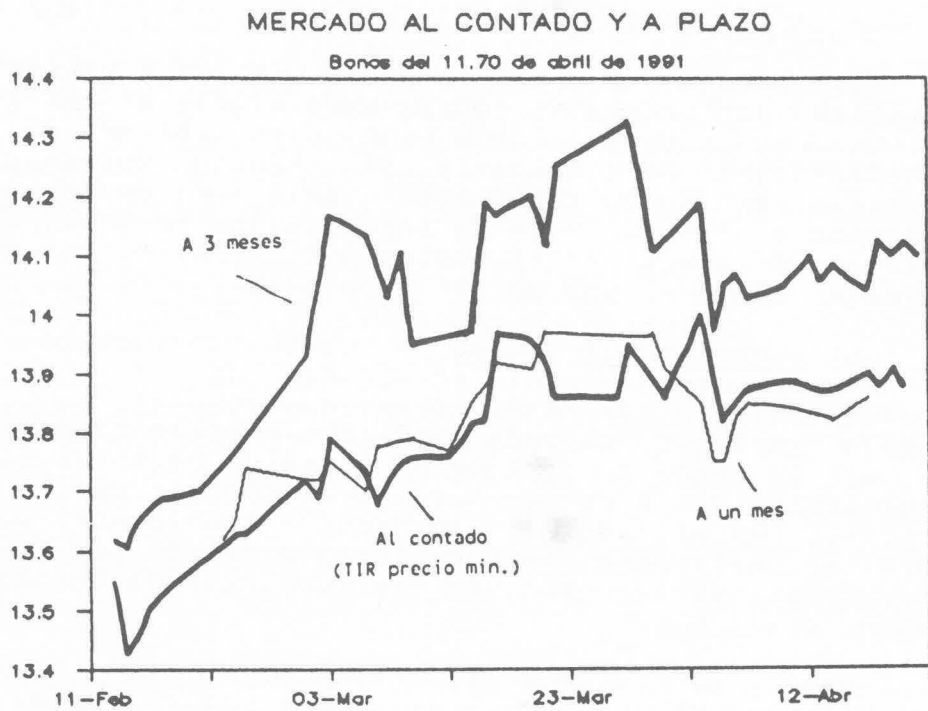
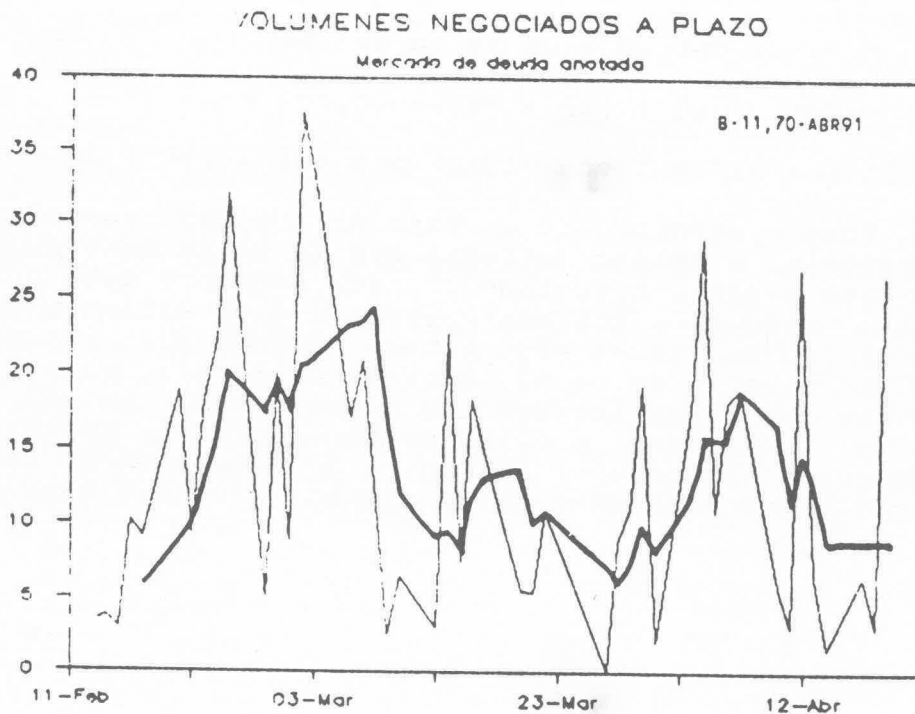


GRAFICO - 6



si está también fuera festiva, el anterior día hábil.

El sistema de liquidación utilizado por el segmento ciego se fundamenta en la liquidación diaria propia de un mercado de futuros, pero descansa no sobre una institución de clearing sino sobre la gestión por los brokers del mercado (de forma alternada mensualmente) de la generación de un precio teórico de liquidación fijado cada día con valor en la liquidación del día siguiente, hasta el día anterior a la ejecución, y de otro precio generado por un procedimiento diferente con valor en el día de la ejecución con o sin entrega del papel.

El precio de liquidación del período con valor hasta el día antes de la liquidación resulta de agregar dos componentes de una forma ponderada: el precio de contratación medio ponderado del día para la fecha de ejecución y un precio de referencia obtenido a partir de las cotizaciones realizadas por un grupo numeroso de entidades en el momento del cierre de la negociación del día (12,30 horas). Estas cotizaciones deben realizarse sobre precio de compra y de venta, y con un diferencial máximo de 15 puntos básicos. El precio de liquidación definitiva, es decir, el que tiene valor en el momento de la ejecución del contrato a plazo, se forma de una manera diferente. En el caso de los contratos sin entrega de títulos, el precio se fija mediante el cálculo de un precio medio ponderado que surge del siguiente proceso de cotización: durante la media hora posterior al cierre del último día de negociación, todas las entidades cotizan 100 millones de pesetas a la compra y a la venta, de una operación al contado, con un diferencial máximo de 15 puntos básicos. Estas cotizaciones son recibidas por el broker encargado (rotativo) que cruzará automáticamente operaciones si resulta haber un precio de compra superior a uno de venta. Posteriormente introduce el resto de posiciones en la pantalla de cotización de operaciones al contado, lo cual puede producir también alguna casación automática con las posiciones que allí hubiera. Con las operaciones ejecutadas por ambos procedimientos y con las posiciones de soporte del mercado que resten en la pantalla (siempre y cuando haya en los dos lados del mercado), se calcula un precio medio ponderado que sirve como precio de liquidación final de los contratos.

En el caso de los contratos con entrega de papel no se forma un precio final de liquidación, sino que el último día se invierte todo el proceso de liquidación realizado durante la vida del contrato y éste se ejecuta al precio pactado en su origen.

La liquidación diaria de contrato en el segmento ciego permite una gestión del riesgo más adecuada, en el contexto del anonimato de la operatoria, que un simple mercado a plazo. Se trata de un mercado a medio camino entre el mercado a plazo y el mercado de futuros y, por tanto, de un embrión de éste. El desarrollo futuro de la operatoria, tanto al contado como a plazo, permitirá la creación de sistemas de liquidación y

compensación gestionados por una institución de clearing creada por el propio mercado, encargada de su contrapartida de todos los contratos, que suponga un avance en la institucionalización del mercado de futuros.

La operativa mostrada por el mercado a plazo en su segmento ciego ha ofrecido una base sólida para la extensión de estas operaciones al resto del mercado de deuda. Así, analizando el volumen negociado en el conjunto del mercado a plazo puede observarse el claro incremento de la negociación provocado por funcionamiento de la operatoria ciega a partir del uno de marzo de 1989. Aunque sin los sistemas de liquidación del núcleo del mercado, el segmento "cantado" ha seguido las pautas de comportamiento del ciego y utiliza las fechas fijas de ejecución de una forma tácita (aunque no exclusiva).

Una variante de la operatoria a plazo, al margen de la realizada por el Sistema automático de liquidación, ha sido la realización de operaciones simultaneas de compra/venta al contado y venta/compra a plazo, tanto en el segmento ciego como en el resto del mercado. Se trata de operaciones caracterizadas por dos notas básicas. Por un lado, la simultaneidad temporal de la venta (compra) al contado y la compra (venta) a plazo de una misma referencia cuya contrapartida respectiva resulta la misma institución. Por otra, la aplicación automática del tipo de interés "repo" del mercado interbancario sobre un precio de valoración en contado que no necesariamente coincide con el de mercado, con el fin de determinar el precio a plazo.

Las instituciones participantes como parte tomadora de fondos en este mercado pueden vender la deuda a un precio que tiende a ser el original de su cartera, de forma que no genera pérdidas, para volver a comprarla en el momento de la ejecución de la operación simultánea a plazo a un precio tal que el "repo" implícito entre las dos operaciones sea igual al tipo "repo" del mercado interbancario. De esta manera, la institución prestadora (compradora del título al contado y vendedora a plazo) goza durante el período del plazo de un título adquirido que puede utilizar a su vez en operaciones "repo" con clientes no titulares de anotación en cuenta.

Conclusiones

La reciente historia del mercado secundario de Bonos y Obligaciones ha puesto de manifiesto la necesidad de que tanto los poderes públicos como los propios agentes del mercado den un impulso importante a su desarrollo, ya que éste se encuentra en una situación marcada por la asimetría de la negociación frente a la evolución de los tipos de interés. Reformas de orden contable, cambios de los usos en la valoración de las carteras, y mayor utilización de los instrumentos de cobertura darán más profundidad, tanto al mercado al contado, como al mercado a plazo

y ofrecerán una base más sólida a la liquidez de la deuda pública y al desarrollo de la política monetaria y de deuda pública en nuestro país.

GRAFICO - 7

