

El mercado de dinero y la LEY DE REPOS

MARYLIN CHOY*

El mercado interbancario de dinero es un mercado en el que las entidades financieras realizan operaciones de préstamo o crédito entre ellas: se ceden depósitos en el Banco Central u otros activos líquidos, a plazos muy cortos. Es fundamental que este mercado funcione de una manera eficiente, para lo cual es importante fomentar las operaciones de reporte. Por ello, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) está promoviendo un proyecto de Ley que tiene por objeto otorgar seguridad jurídica a dichas operaciones.

* Gerente Central de Operaciones del BCRP.

En el Perú, el mercado de dinero se caracteriza por ser un mercado con participación mayoritaria de bancos, en el que estas entidades se prestan recursos generalmente a un día, mediante operaciones conocidas como préstamos *overnight*. Estos préstamos *overnight* se realizan telefónicamente o a través de una plataforma electrónica en donde los interesados introducen sus posturas como oferentes o demandantes de fondos con las tasas de interés que están dispuestos a cobrar o pagar.

ES IMPORTANTE QUE EL MERCADO INTERBANCARIO DE DINERO SEA EFICIENTE

Este mercado permite a las instituciones financieras contar con recursos para cubrir necesidades de liquidez de muy corto plazo originadas, por ejemplo, por retiros no programados o inesperados de depósitos. Estos recursos también pueden ser usados para cumplir con los requerimientos de encaje, los cuales establecen que las instituciones financieras deben mantener recursos depositados en el Banco Central.

En esencia, es pues un mercado al que las instituciones financieras recurren para prestarse fondos entre ellas, y por lo tanto, actúa como un estabilizador automático que canaliza los excedentes de liquidez hacia las instituciones cortas de fondos, de manera que el sistema financiero funcione sin problemas para atender sus obligaciones.

La fluidez del mercado interbancario permite que las entidades financieras puedan utilizar sus recursos excedentes y obtener rendimientos por la colocación de dichos fondos a muy corto plazo. En el caso que no pudieran obtener el mencionado retorno, estos excedentes serían un costo que cargarían a sus clientes. También, las instituciones financieras que tienen déficit de liquidez pueden cubrirlo fácilmente en un mercado interbancario eficiente, de lo contrario, tendrían problemas de incumplimiento de obligaciones y se verían obligadas a mantener excedentes de liquidez ociosos, con el costo que ello representaría para la sociedad.

Por otro lado, el BCRP ejecuta su política monetaria a través de operaciones que inyectan o retiran liquidez del mercado interbancario, de manera que la tasa de interés de las operaciones *overnight*, que realizan las instituciones financieras durante el día, se sitúe en el nivel de la tasa de referencia, la que a su vez, es consistente con las metas de inflación. Cuando el mercado interbancario no funciona eficientemente, las tasas de interés no responden necesariamente a las operaciones de política monetaria, lo cual dificulta la tarea del Banco Central para mantener la estabilidad de precios y del sistema financiero.

Las operaciones de reporte son identificadas como uno de los instrumentos más importantes para habilitar recursos líquidos en el mercado de dinero

LA FALTA DE COLATERALES DIFICULTA LA EFICIENCIA DEL MERCADO INTERBANCARIO

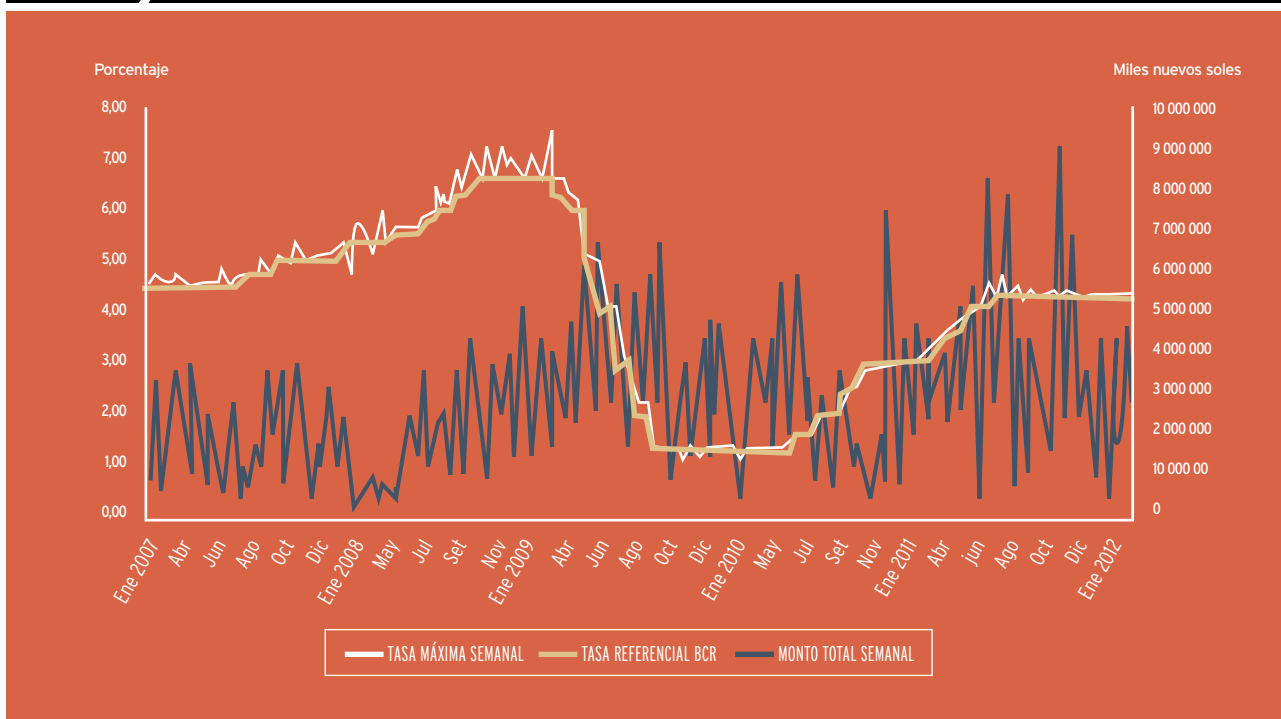
Los préstamos interbancarios *overnight* no requieren de ningún tipo de garantía o colateral, y por ello, su fluidez depende básicamente de la calidad crediticia del deudor.

Al no utilizar garantías o colaterales, es un mercado basado en la solidez crediticia de las instituciones, lo cual funciona sin problemas en un ambiente de estabilidad y de instituciones más o menos homogéneas.

Los problemas en este tipo de mercados interbancarios, sin colaterales o garantías, surgen en las siguientes circunstancias:

- Cuando se trata de un mercado segmentado en el que hay grupos de entidades que se diferencian marcadamente por tamaño o sector económico donde operan, y en el cual muchas instituciones pequeñas no tienen acceso fácil al crédito interbancario.
- Cuando una entidad grande tiene necesidades de liquidez que no pueden ser cubiertas por las otras instituciones, dado que cada una de ellas tiene un límite para el crédito que otorga a cada institución, como parte de su manejo de riesgo crediticio.
- En situaciones de inestabilidad financiera con gran incertidumbre generada por factores externos o domésticos, en las que por razones de seguridad y prudencia extrema, las instituciones financieras revalúan su riesgo de contraparte de una manera más estricta, y por lo tanto, entidades que normalmente tenían acceso al crédito interbancario dejan de tenerlo.

GRÁFICO 1 ■ Tasas de interés y montos negociados en el mercado interbancario de soles



Estas circunstancias no son ajenas a la realidad de nuestro sistema financiero que, como se observa en el gráfico N°1, en la crisis financiera internacional de 2008, experimentó una notoria reducción del volumen y número de operaciones interbancarias, con un consecuente incremento significativo en la tasa de interés de las operaciones *overnight* y donde, obviamente, las instituciones más pequeñas fueron las más afectadas, generándose un problema de liquidez con potenciales consecuencias en la estabilidad del sistema financiero en su conjunto. Una situación similar, aunque de menor magnitud, se presentó en el año 2011, ante la incertidumbre durante la etapa de elecciones presidenciales.

Las operaciones de reporte impulsan el mercado interbancario, el mercado de capitales y facilitan la ejecución de la política monetaria.

Se ha visto ya que en circunstancias en que se requiere un mercado interbancario líquido con mayor fluidez de fondos, como por ejemplo en situaciones de nerviosismo o crisis financiera, el mercado interbancario se paraliza o las tasas de interés se elevan, fundamentalmente porque es un mercado que funciona sin colaterales o garantías.

De ahí la importancia de impulsar el desarrollo de operaciones interbancarias con colaterales o garantías, específicamente las operaciones de reporte, conocidas como repos.

Las repos constituyen operaciones financieras mediante las cuales una parte provee liquidez a otra a cambio de la transferencia temporal de

valores, usualmente denominados colaterales. Vencido el plazo de la operación, la liquidez debe volver al proveedor de los fondos y los valores a su titular original. En el ámbito internacional, esas operaciones son identificadas como uno de los instrumentos más importantes para habilitar recursos líquidos en el mercado de dinero, en especial en el mercado interbancario.

Las operaciones de reporte permiten abaratar el costo del financiamiento de corto plazo, ya que las tasas de interés implícitas en estas operaciones tienden, en promedio, a ser menores que las de los créditos de corto plazo sin colateral, precisamente por el menor riesgo de incumplimiento de la contraparte.

Por otro lado, el uso de las operaciones de reporte aumenta la demanda por valores (que sirven de colaterales), lo que contribuye positivamente a la expansión del mercado de valores y a su mayor liquidez, ya que incentiva la tenencia de valores que fácilmente pueden dar acceso a fondos líquidos a través de una operación de reporte. Además, permitiría la construcción del tramo de corto plazo de la curva de tasas de interés y facilitaría el crecimiento de otros mercados, como el de los derivados financieros de tasas de interés.

Asimismo, el uso de las operaciones de reporte como instrumento de la política monetaria está difundido entre los bancos centrales más importantes del mundo. Los bancos centrales proveen de liquidez al mercado de dinero comprando temporalmente valores y retiran liquidez del mismo

vendiendo valores que están en su hoja de balance (operación de reporte reversa). De esta manera, influyen en la tasa de interés interbancaria, y a través de ella, en las demás tasas de interés de la economía.

SE REQUIERE UNA LEY QUE DE SEGURIDAD JURÍDICA A LAS OPERACIONES DE REPORTE

Desde el punto de vista contractual, en las operaciones de reporte se produce la transferencia de la propiedad de los valores durante la vigencia del contrato, lo cual constituye una protección contra el riesgo de crédito, es decir, contra el riesgo de que la contraparte no cumpla con la segunda parte de la operación en los términos acordados en el contrato. Sin embargo, la ausencia de respaldo legal a esos acuerdos contractuales debilita la exigibilidad de los mismos.

En el Perú, la carencia de un marco legal adecuado que reconozca la transferencia de propiedad de los valores involucrados en las operaciones de reporte ha impedido el óptimo desarrollo de este tipo de instrumento. En ese sentido, con el fin de contribuir a un mejor funcionamiento del mercado de dinero en el Perú e incrementar la liquidez de los valores negociables que mantienen los participantes en el mercado de capitales, es necesaria la aprobación de un marco legal que brinde seguridad jurídica a las operaciones de reporte y elimine las barreras de naturaleza legal y contable que existen actualmente.

Las operaciones de reporte, adecuadamente reguladas, permitirían que la evaluación crediticia de la contraparte revista menos importancia, ya

que la transferencia de la titularidad del colateral en favor del proveedor de liquidez lo protegerá de algún eventual incumplimiento del deudor. De esta forma, la liquidez puede ser distribuida a través del sistema financiero más eficientemente, es decir, con mayor oportunidad y a menor costo.

Las principales limitantes para el desarrollo de estas operaciones de reporte son:

- i) Las operaciones de reporte no han sido reconocidas expresamente ni están adecuadamente protegidas por una norma con rango de ley.
- ii) Existe el riesgo de re-caracterización, esto es, que la autoridad jurisdiccional puede interpretar una operación de reporte como un préstamo garantizado con colaterales, y aplicar el procedimiento regular para las garantías en caso de incumplimiento del vendedor de los valores. En situaciones concursales, ello determinaría que los colaterales vuelvan al patrimonio del concursado (vendedor) y el que otorgó los recursos entre en un orden de prelación para cobrar.
- iii) La ley peruana protege de manera insuficiente la compensación de obligaciones.

La regulación de las operaciones de reporte únicamente ha alcanzado un rango reglamentario. Las operaciones que se efectúan en los mecanismos centralizados de negociación son reguladas por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) a través de su Reglamento de Operaciones en Rueda de la Bolsa de Valores en Lima. Por otro lado, las operaciones que se efectúan fuera de los mecanismos centralizados de negociación son reguladas por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (para las operaciones donde interviene una entidad financiera) y el BCRP (para sus propias operaciones).

EL PROYECTO DE LEY DE OPERACIONES DE REPORTE, SIMULTÁNEAS Y DE TRANSFERENCIA DE VALORES

La ausencia de una base normativa adecuada, que genera incertidumbre legal y riesgo de re-caracterización, así como la ausencia de certeza legal sobre la transferencia de propiedad, principalmente en circunstancias concursales, impiden el desarrollo de este mercado.

Es por ello que el Banco Central de Reserva del Perú viene promoviendo un proyecto de Ley que tiene por objeto dar solución a la incertidumbre legal que afecta a las operaciones de reporte. Para asegurar su máxima cobertura, el alcance de la norma incluye tanto las operaciones que se efectúan en los mecanismos centralizados de negociación regulados en la Ley de Mercado de Valores, como aquellas que se realicen fuera de ellos.

La norma legal propuesta busca definir los ele-



Es necesaria la aprobación de un marco legal que brinde seguridad jurídica a las operaciones de reporte y elimine las barreras de naturaleza legal y contable que existen actualmente



mentos fundamentales para el desarrollo de un mercado de operaciones de reporte que acompañe la evolución que se viene observando en otros instrumentos financieros.

EL PROYECTO INCLUYE LAS TRES PRINCIPALES MODALIDADES:

1. La operación de reporte clásica, en la que el reportado transfiere la propiedad de títulos o valores negociables por una suma de dinero, y como parte de la misma transacción, se obliga a readquirir al reportante la propiedad de los mismos u otros de la misma especie y características en una fecha futura acordada, contra el pago de un precio convenido.
2. Los acuerdos de venta y recompra (*sell/buy-back agreements*) denominados operaciones de venta y compra simultáneas, los que a diferencia de las operaciones de reporte clásicas, comprenden dos compraventas de valores de sentido opuesto.
3. Las operaciones de transferencia temporal de valores, conocidas en otros mercados como préstamo de valores o *securities lending*, que consisten en la entrega de un título valor a cambio de efectivo o de otro tipo de valores, o una combinación de ambos, que permanecen como “colaterales”. Como retribución por la cesión temporal de sus valores, el propietario original de los títulos entregados recibe una comisión que suele ser fija.

EL PROYECTO REGULA TRES ASPECTOS FUNDAMENTALES EN LAS OPERACIONES DE REPORTE:

- a. La transferencia de propiedad: la norma otorga la certeza de que para cualquier modalidad de operación, se produce la transferencia de propiedad del valor objeto de dicha operación.
- b. El caso de incumplimiento de obligaciones: cada parte mantendrá el derecho de propiedad sobre los valores o las sumas de dinero que haya recibido y se procederá a compensar las obligaciones incumplidas (valor pendiente de devolución y suma de dinero pendiente de entrega). De existir una diferencia a favor de alguna de las partes, el cobro se efectuará por la vía legal regular.
- c. La circunstancia de intervención, disolución y liquidación u otra de carácter concursal sobre una de las partes de una operación: el proyecto prevé la terminación anticipada de las operaciones. Las operaciones realizadas en mecanismos centralizados de negociación se sujetarán a la regulación que la SMV emitirá. Para las operaciones realizadas fuera de mecanismos centralizados de negociación, el proyecto determina que las partes mantengan

la propiedad de los valores o suma de dinero recibidos y, cuando la medida concursal recaiga en una empresa del sistema financiero del país y la contraparte califique como institución financiera, procederá además, la compensación de las obligaciones pendientes, utilizando para tal efecto, los márgenes que se hubiesen constituido.

Por otro lado, el proyecto de Ley busca proveer a los participantes de las herramientas legales para administrar los riesgos propios de los mercados de repos, derivados de la volatilidad en el valor del colateral, la falla de la contraparte, problemas de liquidez o fallas operativas.

Adicionalmente, el proyecto propone la uniformización de los contratos marco a través de los cuales se celebran las operaciones, los cuales son contratos estándar que detallarán las cláusulas típicas para este tipo de operaciones.

Finalmente, el proyecto también reconoce la posibilidad de que se incorporen otras modalidades de operaciones de reporte a nuestro sistema jurídico, a efectos de lo cual confirma las competencias del caso que corresponden a la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, la Superintendencia de Mercado de Valores, el Ministerio de Economía y Finanzas y el BCRP.

Con un marco legal adecuado, se espera un desarrollo de las operaciones de reporte, fomentando un crecimiento sano del sector financiero y mejorando el acceso al financiamiento a los participantes que, por su tamaño u otras consideraciones, no cuentan con suficientes líneas de crédito para préstamos sin colaterales. Con ello, la eficiencia en la asignación de los recursos se vería ampliamente beneficiada.

Asimismo, los mercados de valores negociables se verían beneficiados al brindar a sus tenedores, la posibilidad de obtener recursos líquidos a través de operaciones de reporte de corto plazo, sin afectar sus inversiones en valores de largo plazo.

EN CONCLUSIÓN

La promulgación de la Ley de Repos contribuirá a desarrollar un instrumento muy importante como son las operaciones de reporte, que a su vez impulsará no sólo un mercado de dinero más eficiente, con participación más activa de todos los participantes y en condiciones más homogéneas y seguras, sino que también fomentará el crecimiento del mercado de capitales, ya que será más atractivo adquirir papeles que fácilmente puedan ser convertidos en recursos líquidos en caso sea necesario. Finalmente, todo ello permitirá un manejo más eficiente de los instrumentos de política monetaria para el control de la inflación y el mantenimiento de la estabilidad financiera. ■