



Repos y Simultáneas

OPERACIONES DETERMINANTES PARA EL DESARROLLO DEL MERCADO MONETARIO

Uno de los temas de mayor interés para los analistas económicos tiene que ver con los avances de la agenda en materia de regulación propuesta por el Gobierno Nacional. Si bien, la mayor parte de las iniciativas tiene una clara incidencia en el desempeño de las finanzas públicas, y por ello genera mayor atención, hay un tema que ha pasado prácticamente desapercibido en nuestro medio: el Decreto 4708 de diciembre de 2005.

Esta norma reviste gran importancia, toda vez que establece el marco jurídico de dos figuras que son fundamentales en el establecimiento de unas condiciones adecuadas en materia de liquidez: las operaciones repo y simultáneas.

Hasta hace poco buena parte de los diagnósticos sobre la materia apuntaban a consideraciones que evidenciaban un problema: pese a ser operaciones equivalentes desde el punto de vista financiero, tienen diferentes tratamientos regulatorios, contables y fiscales, lo cual se convierte en una clara limitación para el desarrollo del mercado monetario de nuestro país.

Es evidente que los mercados no se crean ni se desarrollan por la promulgación de una norma o la divulgación de un determinado estudio. Sin embargo, la experiencia internacional y el conocimiento que se ha acumulado en Colombia, muestra que uno de los pasos determinantes para su desarrollo tiene que ver con la existencia de un marco legal claro y coherente.

En términos generales, el Decreto 4708 es una oportunidad para promover herramientas que generen condiciones monetarias acordes con las necesidades de financiación vitales para el crecimiento económico del país en el largo plazo.

La liquidez del mercado también cuenta

Contar con unas adecuadas condiciones de liquidez es una herramienta de primer orden para garantizar crecimiento y desarrollo económico sostenido de largo plazo. En ese sentido las operaciones repo y las simultáneas están en el orden del día.

Estudios como el de Levine y Zervos (1996) muestran que un factor determinante en el dinamismo y la eficiencia de una economía, y en su crecimiento de largo plazo, lo constituye precisamente el desarrollo de este mercado.

De la misma manera, Demirguc-Kunt y Levine (1999), muestran la relación positiva entre el ingreso de los países y los sistemas financieros orientados hacia este mercado.

En otro frente, trabajos como el realizado por Rene Slutz (2000)¹, muestran que los países con un pobre desarrollo de sus mercados de liquidez tienen que incurrir en mayores costos para la consecución de sus recursos, lo cual retrasa los proyectos de inversión y reduce la capacidad de expansión de la economía.

Otras investigaciones evidencian que sólo aquellos países que presentan un alto nivel de profundidad en sus mercados, están en capacidad de inyectar liquidez en sus economías y así obtener un crecimiento económico sostenido. Bajo un esquema en el cual existen adecuadas condiciones en materia de liquidez, las inversiones son menos riesgosas y más atractivas, permitiendo a su vez que las empresas puedan tener acceso permanente a financiación para su pleno desarrollo con aportes concretos a la expansión económica.

En síntesis puede decirse que para una economía como la colombiana es fundamental

¹ Rene Slutz (2000) *Does financial structure matter for economic growth? A corporate finance perspective. The Ohio State University, Working paper.*

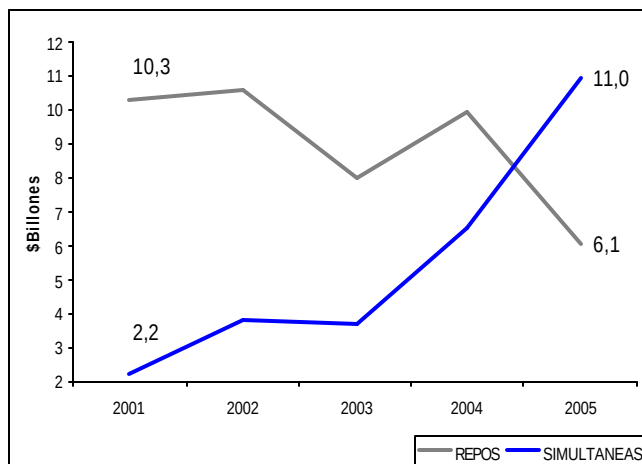
contar con herramientas que promuevan el acceso y la profundización de la liquidez del mercado.

¿Qué dicen las cifras?

Las operaciones del mercado monetario en Colombia se realizan a través del mercado mostrador (OTC)² y de sistemas transaccionales como el Sistema Electrónico de Negociación (SEN) y el Mercado Electrónico Colombiano (MEC).

En el mercado OTC, el promedio anual del monto transado en operaciones simultáneas se ha incrementado considerablemente en los últimos años. En efecto, entre el 2001 y el 2005 dicho registro aumentó cerca del 387%. Similar comportamiento se ha registrado en el número de operaciones en dicho mercado (gráfico 1)

Gráfico 1
Montos Transados en el mercado OTC



Fuente: Inverlace, Bolsa de Valores de Colombia

*Monto promedio anual

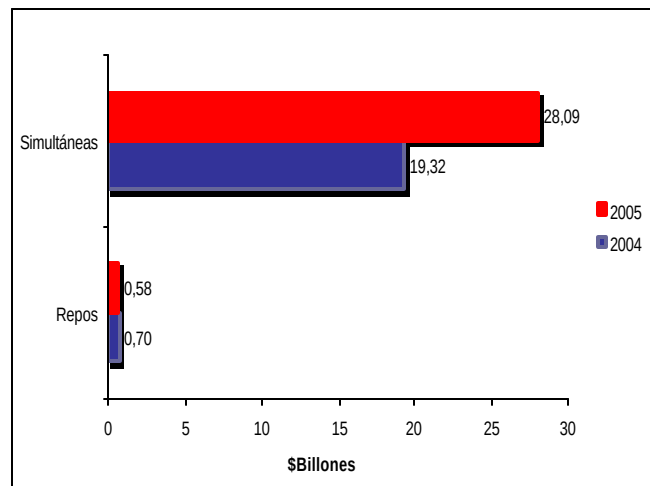
También hay que señalar que en el mercado OTC las operaciones repo disminuyeron durante el mismo periodo de análisis. Los montos negociados a través de estas operaciones se reduje-

² OTC corresponde a la sigla de la expresión en inglés Over the Counter, y hace referencia a un sistema de negociación bilateral por fuera de mercados organizados alrededor p.e de una bolsa de valores.

ron 41% y el número de operaciones realizadas 18% (gráfico 1).

Ahora bien, en relación con las operaciones de referencia, en el MEC se observa un comportamiento similar. El monto transado (promedio anual) en simultáneas pasó de \$19 billones en 2004 a \$28 billones en 2005 (un crecimiento del 45%). En el caso de las operaciones repo se observó una reducción de 16% en el mismo periodo. Un dato importante es que en este sistema transaccional, los montos negociados en repos son tan sólo el 2% de los transados en simultáneas (para 2005) (gráfico 2).

Gráfico 2
Montos Transados en el MEC



. Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

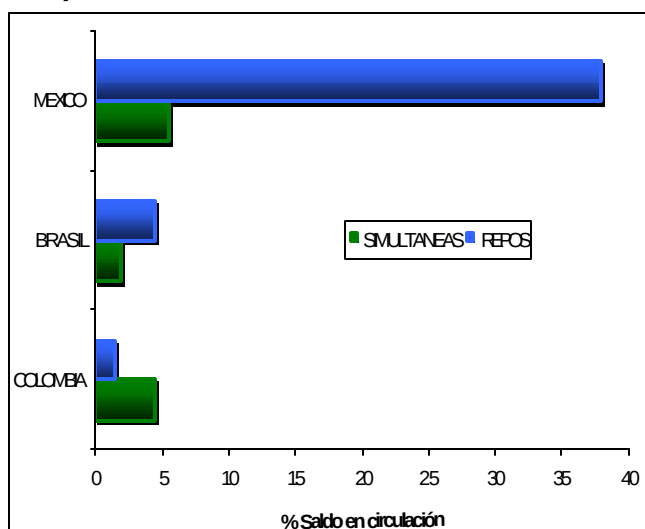
*Monto promedio anual

La tendencia creciente de la realización de operaciones simultáneas en Colombia obedece a su mayor flexibilidad financiera.

Finalmente, en el contexto internacional es importante resaltar que en otros países de América Latina la liquidez se concentra en las operaciones repo. Llama la atención la dinámica observada en el caso de México cuyas operaciones repo constituyen cerca de siete veces las registradas en simultáneas (gráfico 3)

Gráfico 3

Monto promedio operado por día (como porcentaje del saldo de deuda pública en circulación)



Fuente: Presentación de Pascual O'dogherty de la Misión "First" del Banco Mundial, en el Octavo Congreso de Tesorería de la Asociación Bancaria

¿Qué dice el Decreto?

Si bien las cifras presentadas con anterioridad son una clara muestra de la importancia que tienen estas dos operaciones en el mercado monetario, no sólo en Colombia sino en algunos países de la región, vale la pena retomar algunos argumentos relacionados con la normatividad aplicable en este campo.

En primer lugar es importante tener en cuenta que el Decreto 4708 constituye un gran avance en la definición de la regulación aplicable a las dos operaciones más representativas en el mercado monetario colombiano.

Con dicha norma se subsana un inconveniente que durante los últimos años han venido diagnosticando la comunidad financiera local, las propias autoridades e incluso entidades multilaterales: *"En Colombia, la liquidez es dispersa. Existen operaciones que son financieramente equivalentes, pero están sujetes a diferentes tratamientos regulatorios, contables y fiscales. Eso sucede precisamente con los repos y las simultáneas. En los mercados internacionales lo que ocurre es que*

*la liquidez tiende a concentrarse en una misma operación"*³

Efectivamente, con anterioridad al citado Decreto, el tratamiento aplicable a estas dos operaciones era distinto. La normatividad vigente hasta ese momento establecía que los repos eran operaciones de compraventa de valores con pacto de retroventa, mientras que las operaciones simultáneas se definían como aquellas en las cuales *"...una persona vende a otra unos títulos de renta fija, con el compromiso para esta última de venderle a la primera, en fecha posterior y al precio establecido en el inicio de la operación, títulos equivalentes a los originalmente entregados"*.⁴

Adicionalmente, los repos estaban sujetos a algunas restricciones. Tal es el caso de su finalidad, la cual era únicamente subsanar operaciones de tesorería, es decir, cubrir defectos de liquidez. Además, estas operaciones no podían realizarse a plazos mayores a 30 días, mientras que en las simultáneas sí.

Con la expedición del decreto se legitima la equivalencia financiera de ambas operaciones, se establecen lineamientos en términos de sus definiciones, características y objetivos, y se superan las restricciones de plazo y finalidad con las que contaban los repos.

Sin embargo, no todo está dicho...

Aunque con la expedición del decreto se dio un avance significativo en lo que tiene que ver con la equivalencia de los repos y las simultáneas, resulta de primer orden avanzar en la adecuada reglamentación contable y de valoración de estas operaciones. En este sentido, un trabajo coordinado entre la Superintendencia Financiera y los diferentes agentes participantes del mercado es un tema de la mayor importancia⁵.

De otra parte, una mirada pragmática nos dice que la sola expedición de la norma y de su

³ Presentación realizada por Pascual O'dogherty de la Misión "First" del Banco Mundial, en el Octavo Congreso de Tesorería de la Asociación Bancaria

⁴ Decreto 1782 de 2001

⁵ El Decreto 4708 de 2005 establece un plazo de tres meses para la expedición de la reglamentación.

reglamentación no será suficiente para desarrollar el mercado monetario tal y como lo requiere el país.

Algunos estudios internacionales identifican cuatro factores determinantes en la consolidación de unas condiciones más favorables en materia de liquidez: (i) propender por una baja fragmentación (activos y operaciones financieras altamente sustituibles), (ii) propiciar unas estructuras de mercado más competitivas, (iii) reducir los costos de transacción y (iv) lograr una mayor heterogeneidad de los participantes del mercado. Autoridades y agentes del mercado tienen una gran responsabilidad en la consolidación de dichas condiciones.

Reflexiones y recomendaciones

Indudablemente, los beneficios de contar con unas condiciones adecuadas en materia de liquidez son visibles para una economía como la colombiana. En este aspecto debemos ser conscientes de que los resultados no se verán en el corto plazo. Por el contrario, su desarrollo y maduración son una tarea que implica continuidad en las políticas y compromisos de larga duración.

El planteamiento es claro: para crecer **más se** requiere de un mercado de valores desarrollado. En este sentido, se hace indispensable contar con un mercado monetario dotado de suficientes herramientas para la provisión de la liquidez.

Un elemento de primer orden en todo este proceso es, sin duda, contar con los instrumentos y el marco legal adecuado que ofrezca a los agentes reglas claras del juego y un referente institucional acorde con las tendencias internacionales. Un paso muy importante, pero no el único, lo constituye la expedición del Decreto 4708 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Todavía existen grandes obstáculos por superar. Tal es el caso del gravamen a los movimientos financieros, el cual sigue siendo un elemento que afecta la liquidez del mercado generando mayores costos de transacción y afectando cualitativa y cuantitativamente la provisión de la liquidez entre los agentes de la economía.