



CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS  
LATINOAMERICANOS

# Ensayos

## Reporto de títulos gubernamentales

---

Simon Gray

CENTRE FOR CENTRAL BANKING STUDIES  
BANK OF ENGLAND



Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el presente ensayo de Simon Gray, del original publicado en inglés, con el título *Repo of government securities*, por el Centro de Estudios de Banca Central, del Banco de Inglaterra, en la serie *Handbooks in Central Banking*, nº 16, Londres EC2R 8AH, noviembre de 1998. El autor y el Centro de Estudios de Banca Central no se hacen responsables de la exactitud de la traducción en español de este trabajo, cuya venta está prohibida en todo o en parte, ya sea como folleto individual o mediante su inclusión en otra publicación. © *Copyright in English language, Bank of England.*

Documento de distribución gratuita y exclusivo para los miembros asociados y colaboradores del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA).

# ENSAYOS

## Reporto de títulos gubernamentales

Simon Gray

68

---

Primera edición, 2003

Derechos exclusivos en español reservados conforme a la ley  
© Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 2003  
Durango n° 54, México, D. F., 06700  
Prohibida su venta

Impreso y hecho en México  
*Printed and made in México*

## Resumen

“Reporto”, en inglés abreviado *repo*, es la abreviatura de “acuerdo de venta y recompra”, en que una de las partes conviene en vender bonos u otros instrumentos financieros a la otra parte, con un acuerdo de recompra de títulos equivalentes en el futuro, conforme a un acuerdo legal formal. Se usa muy ampliamente en los mercados financieros como alternativa a préstamos garantizados, puesto que puede desempeñar la misma función económica, y al mismo tiempo ofrecer más flexibilidad y mayor seguridad. El reporto se utiliza en forma creciente por parte de los bancos centrales en sus propias operaciones monetarias, y puede ser importante también en el desarrollo de mercados financieros líquidos en las economías emergentes.

Este *Manual* describe en detalle la estructura de las transacciones de reporto y las diversas salvaguardias que pueden establecerse para apoyar y proteger el mercado de reportos.

## I. Introducción

Reporto, la venta al contado de un activo junto con la simultánea compra a plazo del mismo activo, ha venido aumentando rápidamente en importancia, como instrumento, tanto en los mercados monetarios como en los de títulos. Para los bancos centrales resulta muy valioso comprender la forma en que el reporto puede afectar el comportamiento de los bancos comerciales, el mercado interbancario y el uso potencial de reporto por el banco central en sus propias operaciones.

En la práctica, el reporto se usa frecuentemente como forma de préstamo/empréstito garantizado, y aunque legalmente implica la transferencia del activo en cuestión, la gente a menudo habla en términos de “préstamo”, “garantía”, etc. Este *Manual* utiliza los términos más neutrales de “proveedor de efectivo” y “tomador de efectivo”, en lugar de “prestamista” y “prestatario”, aunque sí usa el término “garantía”. El reporto no está restringido al mercado de títulos gubernamentales, si bien este *Manual* se refiere exclusivamente al reporto en títulos gubernamentales.

Uno de los principales beneficios del reporto sobre los préstamos garantizados es que, en la mayoría de las jurisdicciones, otorga al proveedor de fondos un mejor acceso a la garantía. Aunque los títulos comprometidos en un préstamo garantizado deben, claro está, proteger al prestamista del incumplimiento, al obtener pleno derecho legal sobre los títulos en caso de que tenga que recurrir a los tribunales, el hecho es que ello puede consumir mucho tiempo, resultar costoso y, potencialmente, es incierto. Con el reporto, por contraste, los títulos pertenecen al proveedor de fondos desde el principio y, por lo tanto, pueden normalmente ser vendidos fácilmente en cualquier fase.

Además de proveer un mejor derecho legal sobre los títulos, el reporto es generalmente más flexible que el préstamo garantizado, particularmente por mantener la liquidez (el “préstamo” está efectivamente titularizado y en consecuencia puede ser vendido) y permitir su cobertura. Esta flexibilidad puede incrementar la eficiencia de las operaciones del banco central en los mercados; y, al facilitar las operaciones de préstamo interbancario seguro, puede contribuir ampliamente al desarrollo de los mercados interbancarios. Lo que es más, al acrecentar la flexibilidad de los títulos gubernamentales, puede incrementar su demanda y ayudar a reducir (aunque tal vez sólo marginalmente) los costos de financiamiento del gobierno. Sin embargo, hay cierto número de cuestiones que un banco central y el ministerio de Finanzas deben considerar antes de introducir el reporto en el mercado de títulos gubernamentales.

## II. ¿Qué es el reporto?

El reporto es un acuerdo de venta y recompra: la Parte A vende títulos a la Parte B con el acuerdo legalmente obligatorio de que compre títulos equivalentes de la Parte B por un precio convenido y en una fecha futura especificada, o bien al ser requerido. La propiedad legal de los títulos cambia de manos (normalmente mediante un ajuste en el libro de entradas del sistema de registro de la depositaria), que otorga a la Parte B derecho pleno (y “libre de toda atadura”) sobre los títulos. La Parte B puede usar o disponer de ellos como le plazca; pero tiene la obligación de entregar títulos equivalentes a la Parte A al final del reporto. La venta al contado y compra a término o plazo (reporto) de A tiene su equi-

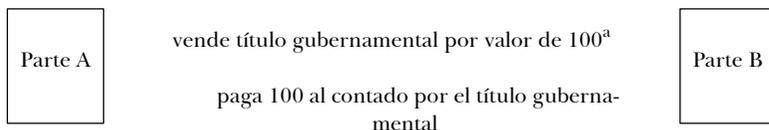
valente en la compra al contado y venta a plazo (“reporto en reversa”) de B.

La tasa de interés implicada por la diferencia entre el precio de venta y el de “recompra” es la tasa de reporto. Si la Parte A está vendiendo títulos a la Parte B, con objeto de financiarse, entonces la tasa de reporto, en efecto, es el costo para la Parte A de obtener fondos garantizados. La Parte B puede “prestar” dinero a la Parte A a la “tasa de reporto” de interés, y recibir títulos gubernamentales. Esto recibe el nombre de *garantía general*, o reporto GC (véase gráfica I), y normalmente es iniciada por la parte que quiere conseguir dinero prestado, es decir, el tomador de fondos (fondos en efectivo).

**GRÁFICA I. REPORTO GENERAL GARANTIZADO (EN TENENCIAS NO ESPECIFICADAS)**

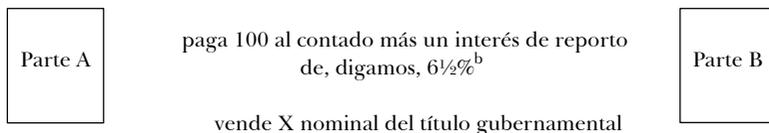
---

*Primer tramo del reporto GC:*



La Parte A tiene ahora 100 en efectivo, a cambio de lo cual ha entregado el título por valor de 100, al cual la Parte B tiene pleno derecho legal.

*Segundo tramo del reporto GC:*



La Parte B ha ganado 6½% de “interés” por su efectivo y la Parte A ha pagado una tasa de “interés” más baja por el efectivo de lo que podría haber sido el caso si se hubiera procurado financiamiento no asegurado.

---

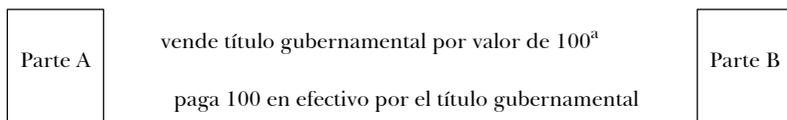
<sup>a</sup> Con valor nominal de X: o  $X/(1 - V\%)$  si se incluye el margen inicial. <sup>b</sup> El interés del reporto se calcula como magnitud de la tasa de interés de “préstamo” (en este caso 0.065 puesto que la tasa de interés es de 6.5%)\* en el periodo del reporto (por ejemplo,  $7/365$  para un reporto de 7 días).  $100 * 0.065 * (7/365) = 0.125$ .

Alternativamente, la Parte B puede tener una posición corta o en descubierto en lo que concierne a un título gubernamental particular, que cubre al obtener (mediante reversión, es decir, “repor-

to en reversa”) de la Parte A dicho título. Como la Parte B es la que inicia la transacción, la Parte A tiene mayor poder negociador sobre la tasa de reporto que pagará al recibir los fondos en efectivo. La tasa de reporto puede ser, en consecuencia, más baja (y aun llegar a cero). Esto permite a la Parte A invertir el efectivo que recibe (tal vez vía reporto GC) a una tasa más elevada de la que está pagando a B, y obtener un rendimiento neto. Esto es un reporto “especial”, es decir, un reporto en un título gubernamental específico (véase gráfica II), y normalmente es iniciado por el proveedor de efectivo.

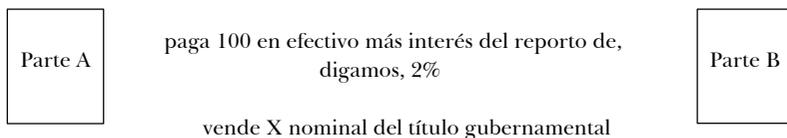
**GRÁFICA II. REPORTO ESPECIAL (EN UN TÍTULO GUBERNAMENTAL ESPECÍFICO)**

*Primer tramo del reporto especial:*



La Parte B tiene ahora un título gubernamental por valor de 100 (para cubrir su posición corta) y la Parte A está en pleno uso de 100 en efectivo.

*Segundo tramo del reporto especial:*



La Parte A ha pagado solamente 2% sobre el efectivo recibido en el reporto, pero habrá obtenido una tasa más elevada en el mercado monetario, al reinvertir el efectivo por todo el periodo que dura el reporto. La Parte B ha sacrificado parte del interés sobre su efectivo, a fin de cubrir su posición corta en el título gubernamental.

---

<sup>a</sup> Con valor nominal de X.

Dado que el valor en el mercado secundario de los títulos proporcionados como “garantía” puede variar, el tomador de efectivo en el reporto GC puede dar un margen para proteger al proveedor contra los movimientos adversos en el precio de mercado de la garantía. Por ejemplo, si la volatilidad de precio esperada de los títulos era V% durante el periodo que va del pago inicial del margen a su siguiente revaluación normal, entonces un préstamo re-

porto de 100 requeriría la “garantía” de  $100 \text{ plus } V\%$ .<sup>1</sup> En mercados desarrollados y líquidos, los títulos son revaluados cada día.<sup>2</sup>

En mercados menos líquidos o menos desarrollados, la revaluación puede ser semanal o menos frecuente, en cuyo caso el margen inicial tiene que ser más elevado. (Anexo 6 detalla el proceso de marginación.)

#### *a) Interés acumulado y fijación de precio de los títulos*

El valor de mercado del título resultará afectado por el interés acumulado. En el caso de los bonos con cupones (siempre que las demás condiciones no varíen), el valor de mercado, incluidos los intereses acumulados (el precio<sup>3</sup> “sucio”), se incrementará gradualmente en el periodo entre fechas de pago del cupón, y registrará una baja por la cantidad del cupón en la fecha asignada al cupón. En el caso del bono de cupón cero, el valor de mercado tenderá a elevarse gradualmente, siempre que las demás condiciones no varíen, hasta la amortización. De la misma manera, la exposición del prestamista de efectivo en una transacción reporto se irá incrementando en el tiempo a medida que los intereses se vayan acumulando al préstamo.

En el caso de la mayoría de las transacciones de reporto a corto plazo, el valor de la garantía en el mercado secundario se incrementa generalmente, en línea con el valor del préstamo más los intereses acumulados. En el caso de transacciones a más largo plazo, particularmente si la curva de rendimiento está significativamente sesgada (ya sea positiva o negativamente), la relación garantía-préstamo puede cambiar en el tiempo. Esto puede requerir un ajuste periódico en la magnitud de la garantía proporcionada.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Estrictamente hablando, la garantía sería  $100(1 - V\%)$ ; no obstante, para valores bajos de  $V$  la diferencia es insignificante.

<sup>2</sup> No siempre se da el margen inicial en los mercados mayoristas desarrollados, donde la volatilidad de los precios es relativamente baja y se considera que la credibilidad de la contraparte es aceptable.

<sup>3</sup> Es práctica normal de mercado cotizar los precios de los títulos con exclusión de los intereses acumulados (precios “limpios”), ya que esto facilita la comparación entre diferentes títulos a lo largo del tiempo; empero, el interés acumulado claro está se toma en cuenta cuando se calcula el pago real de cualquier transacción.

<sup>4</sup> Asimismo, deben tomarse en cuenta las fechas del ex dividendo (en caso de ser aplicable) al valorar la garantía.

Si un cupón es pagadero durante la vida del reporto, puede que surja la necesidad de un simultáneo ajuste al nivel de la garantía, del mismo modo que se dará un ajuste discreto en el valor de mercado de la garantía, sin que haya un cambio correspondiente en el valor del préstamo más los intereses acumulados (véase Anexo 7 para una ilustración de este punto). En la práctica, la mayoría de las transacciones de reporto a corto plazo tratarán de usar títulos en los que las fechas de pago de los cupones quedan fuera del periodo de la transacción reporto.

#### *b) Reporto retenido en custodia (HIC)*

En algunos casos, el tomador de efectivo puede retener el título (en una cuenta segregada), en lugar de transferirlo. Por ejemplo, un banco grande podría tomar prestado dinero en efectivo mediante reporto, aunque a fin de reducir los costos de transacción y facilitar la sustitución (véase Anexo 1), el reporto no se inscribe en el registro/depositario de títulos gubernamentales del banco central. No obstante que el proveedor de efectivo es el propietario beneficiario de los títulos, éstos siguen registrados a nombre del tomador de efectivo. El proveedor de efectivo asume cierto riesgo de crédito, con objeto de obtener un rendimiento global más elevado.

#### *c) Reporto tripartito*

Una de las partes en el reporto puede no tener cuenta en el (desmaterializado) sistema de liquidación, o puede carecer de la necesaria infraestructura de registro y confirmación para manejar la administración del reporto. Si el proveedor de efectivo no desea asumir el riesgo de crédito con el tomador de efectivo mediante el recurso al reporto HIC, podría solicitar la intervención de un tercero (tal vez un banco custodio con buena calificación de crédito, o una organización de compensación internacional) que intervenga como intermediario, actuando en efecto como agente de bolsa.

#### *d) Mancomunidad de garantías*

En la mayoría de los mercados en que el banco central tiene que proveerlos de liquidez, forzosamente habrá cierto número de préstamos vigentes en un momento dado. Por ejemplo, si el banco

central presta diariamente con vencimiento de 10 días laborables, es indudable que en cualquier momento la contraparte del mercado monetario podrá contar hasta con 10 diferentes préstamos vigentes o pendientes: o incluso más, si hace un uso ocasional de los servicios permanentes, así como de las operaciones de mercado abierto. La mancomunación de garantías puede resultar ser la forma más eficiente de encargarse de esos préstamos trasladados.

Si la garantía proporcionada está vinculada a préstamos individuales, entonces será necesario calcular diariamente la marginación, y una transferencia puede cubrir el valor total de los préstamos vigentes. En principio, la mancomunación de las garantías puede usarse a la vez con el reporto y los préstamos garantizados, y eso es lo que sucede en el Reino Unido. Se usa un sistema llamado “Entrega por Valor” (DBV), mediante el cual el sistema de liquidación por computadora toma, de la cuenta de títulos del tomador de efectivo, para la fecha más corta aceptable,<sup>5</sup> títulos suficientes para llegar al valor necesario (el riesgo de precio para los títulos de corta duración es menor que en los de fecha más larga). El sistema trata un reporto a plazo como una serie de reportos de un día para otro, con lo cual tiene en cuenta las operaciones bancarias de un modo flexible.<sup>6</sup> Este sistema se usa extensamente en el sistema bancario.

Sin embargo, en algunos países la mancomunación puede no resultar hacedera legalmente, ya sea con fines exclusivos de reporto, o bien simultáneamente para el reporto y los préstamos garantizados. Por ejemplo, el Banco Central Europeo permite la mancomunación de garantías para los préstamos garantizados (préstamos “Lombard”), pero no para los reportos, lo que refleja las diferencias de sistemas legales en los países europeos.

<sup>5</sup> En otras palabras, que no han sido comprometidos de otra manera, con vencimiento superior al del préstamo subyacente, y que satisface cualquier otro criterio establecido para garantía en las operaciones del banco central.

<sup>6</sup> El tratamiento de todos los préstamos vigentes como series de renovados reportos de un día para otro, tiene dos efectos. Primero, no es necesario mantener el margen, puesto que el sistema lleva los títulos a su valor necesario, con el uso diario de las más recientes valuaciones. Segundo, todo título que un banco compra, o que se halla disponible (por ejemplo, libre de otros compromisos) pasará automáticamente, en los casos apropiados, al fondo mancomunado de garantías, y los títulos de este fondo pueden ser fácilmente vendidos, siempre que el banco prestatario posea otros títulos con los cuales pueda remplazarlos.

### **III. Un mercado de reportos generalizado**

En un mercado de reportos abierto y generalizado, cualquier participante en el mercado se encuentra en libertad de emprender transacciones de reporto de títulos gubernamentales con cualquier otro, y con el propósito que desee (con sujeción, desde luego, a inesperadas vicisitudes, consentimientos de supervisión, etc.), ya sean directos o indirectos, por medio de un intermediario. De esta manera, se mejorarán la liquidez y eficiencia del mercado de títulos gubernamentales.<sup>7</sup> Los inversores podrán establecer reportos de los títulos gubernamentales (como “garantía”), para financiar simultáneamente sus compras de estos mismos títulos gubernamentales. Esta es una técnica financiera que se usa ampliamente por parte de los inversionistas internacionales en varios mercados, ya que permite la exposición a la tasa de interés interna (a largo plazo), sin correr el riesgo de la exposición monetaria. Adicionalmente, a medida que se incrementa el énfasis sobre el costo de financiar tenencias de títulos gubernamentales, esa técnica promoverá el arbitraje entre los dos mercados, lo que conducirá a una mayor integración de los mercados monetario y de títulos gubernamentales, y a la creación de una curva de rendimiento más continua.

La forma en que evolucionará esto, en realidad, es algo que depende del apetito de los participantes del sector privado en el mercado por las operaciones de reporto. Las autoridades no pueden crear ese apetito, sino únicamente eliminar los obstáculos al mercado de reportos y trabajar de acuerdo con los operadores del mercado en la constitución de un marco apropiado para un mercado seguro y ordenado.

### **IV. Uso restrictivo del reporto**

Bajo el gobierno del Reino Unido el reporto de títulos se hallaba inicialmente restringido a las transacciones con el banco central: el mercado de reporto generalizado no se inició en el Reino Unido sino hasta el 2 de enero de 1996. Si bien no hubo mercado de reporto antes de esa fecha, el reporto fue utilizado para complemen-

<sup>7</sup> Con el tiempo, esto reducirá el costo para el gobierno, así como para el contribuyente, del servicio de la deuda.

tar las operaciones normales de mercado abierto, en los periodos de picos estacionales de escasa liquidez, a fin de aliviar la presión sobre otros instrumentos. Los títulos gubernamentales fueron tomados como “garantía”. Inicialmente, la participación se limitó a un pequeño grupo de bancos, así como a los títulos gubernamentales del banco central y a las contrapartes del mercado monetario (a los emisores de valores de primera clase [*Gilt-Edged Market Makers*, GEMMS] y casas de descuento), pero posteriormente se extendió hasta abarcar a cualquier banco que firmase un acuerdo legal maestro con el banco central. En marzo de 1997, el Banco de Inglaterra introdujo el reporto como instrumento principal tanto para sus operaciones diarias de mercado abierto, como en calidad de servicio permanente. El reporto se usa también para proveer de liquidez intradiaria al sistema de pagos de Liquidación Bruta en Tiempo Real.

En las economías en transición que están considerando la introducción del reporto, puede darse el caso de que se restrinja inicialmente la participación en reporto, hasta que el banco central considere que el reporto “funciona” en su mercado, tanto legal como operacionalmente. Esto puede significar la limitación de su uso a un grupo en particular, como el de agentes de bolsa primarios (así, como en Rusia), o bien la restricción de los plazos del reporto (vencimiento, reporto bloqueado únicamente, etc.), o ambos.

Por ejemplo, el reporto podría permitirse a cualquiera que tuviese una cuenta con el desmaterializado sistema de pagos y de liquidaciones, con lo cual se restringirá eficazmente el mercado para uso de los actores mayoristas (con fundamento en que los individuos que pueden permitirse operar cuentas de pagos al mayoreo y sistemas de liquidación, serán capaces de cuidarse por sí mismos, mientras que los inversores minoristas puede que no cuenten con los recursos para hacer lo mismo). O bien el banco central podría permitir los reportos entre bancos, pero sin participar a su vez; o limitar el vencimiento de las transacciones de reporto al periodo relativamente corto de los primeros días del mercado. (Dado que el banco central típicamente controla el sistema de pagos y de liquidaciones, está en posición de hacerlo.)

En algunos casos, el banco central podrá desear publicar una lista de las instituciones que pueden ser elegidas para participar en las transacciones de reporto.

### *a) Reporto bloqueado*

En los casos en que el reporto se usa esencialmente como forma de préstamo asegurado, los títulos tomados como “garantía” pueden situarse en cuenta bloqueada. Aunque la forma de reporto significa que la propiedad legal pasa al “proveedor de efectivo”, el hecho es que no puede ser vendida o de cualquier modo empeñada, a menos de que se produzca un incumplimiento. En este caso es necesario aclarar quién tiene el poder de desbloquear los títulos, y en qué circunstancias. En caso de incumplimiento, es importante que el proveedor de efectivo pueda tener acceso a los títulos rápidamente (a fin de minimizar el riesgo de precio).

El reporto bloqueado reduce la liquidez de la transacción para el proveedor de efectivo, puesto que no es posible en ese caso reventa o reporto a partir de los títulos recibidos, lo que tenderá a desalentar el uso de contratos a largo plazo y puede resultar un factor disuasivo de importancia en cuanto al uso del reporto. En algunos países, las autoridades prefieren el reporto bloqueado, al menos en las fases iniciales del mercado, ya que impide que se produzca una cadena de transacciones en que no está implicado más que un solo título, y donde un incumplimiento podría precipitar una reacción en cadena. (Si el Banco A no devuelve los títulos al Banco B, entonces el Banco B no puede, a su vez, pasarlos al Banco C, y así sucesivamente.)

El reporto bloqueado también impide que el proveedor de efectivo tome una posición corta mediante la venta directa de un título que ha sido objeto de un reporto hacia dentro (*repoed in*). Sin embargo, no está claro que esto reduzca el riesgo en el mercado, puesto que cualquier posición, ya sea larga o corta, implica cierto grado de riesgo. En algunos mercados, como Hong Kong, los agentes de bolsa por cuenta propia pueden tomar una posición corta en títulos individuales, con tal de que la posición global de cartera sea larga.

### *b) Operaciones de reporto por el banco central*

Al describir sus operaciones, los bancos centrales a menudo hablan desde el punto de vista del mercado. Por ejemplo, una “escasez” normalmente significa que los bancos comerciales sufren una escasez de liquidez (balances del banco central): la escasez puede ser cubierta mediante operaciones de reporto, en las que

los bancos comerciales establecen reportos de títulos con el banco central. Aunque desde el punto de vista del banco central, esto es un reporto en reversa, los bancos centrales, empero, tienden a describir tales transacciones como operaciones de reporto. En algunos países, el sistema de liquidaciones selecciona automáticamente los valores que debe tomar de una cartera de un banco, quizás usando un algoritmo que escoge aquellos cuyo vencimiento residual sea más corto y su volumen vigente sea el más grande (dado que estos tienden a ser los más fáciles para la fijación de precio con exactitud y los más estables de precio), a pesar de que el tomador de efectivo puede normalmente hacer caso omiso de la selección automática y ofrecer otros títulos adecuados.

Es importante que el banco central ofrezca un servicio de sustitución estándar (descrito en el Anexo 1) en dichas circunstancias, particularmente cuando las operaciones monetarias y las funciones de gestión de la deuda se manejan por separado. De otro modo, puede ser que el banco central resulte tenedor de un gran volumen de títulos a corto plazo con mayor liquidez, lo que de hecho reduciría la liquidez del mercado en lo que se refiere a esos títulos. En principio, un banco central podría realizar una operación de reporto hacia fuera (*repo out*) de un título, para sacar ventaja, o una compensación, a veces, en los casos en que ese título ha pasado a ser especial, aunque esto sería correr el riesgo de que al banco central se le juzgue como que se aprovecha de la situación del mercado, sobre el cual puede ejercer una considerable influencia, para extraer ganancias en su propio beneficio. Las operaciones del banco central en el mercado de títulos normalmente no están orientadas hacia el beneficio propio. Más bien, se le permitiría que al tomador de efectivo que sustituya el título “especial”; o tal vez el gerente de deuda<sup>8</sup> podría actuar en el mercado de títulos.

Los reportos y reportos en reversa pueden ser usados también para facilitar el manejo gubernamental del dinero en efectivo (que es preciso distinguir del manejo de la deuda). Un gobierno podría manejar sus necesidades administrativas de efectivo a corto plazo (ya sea que su situación sea de déficit o excedente de efectivo), mediante el uso de transacciones interbancarias (depositando en los bancos comerciales o bien solicitándoles préstamos), y también,

<sup>8</sup> Ya se trate de una Agencia de Administración de la Deuda que actúe por separado o de un departamento separado del banco central.

en el caso de déficit, a través de la emisión de pagarés de gestión de efectivo a muy corto plazo, aunque podría ser más fácil obtener un buen precio de mercado (y que sería en general más barato) usando un mercado de reporto ya existente, en el que los requerimientos de manejo de efectivo por parte del gobierno es poco probable que dominen el mercado.

## **V. Estructura y supervisión del mercado**

En un mercado abierto de reporto generalizado, no es necesario obtener una lista aprobada de los que pueden emprender transacciones de reporto de títulos gubernamentales; corresponde a cada participante del mercado escoger su contraparte. De la misma manera, cualquier grupo está en libertad de ofrecer servicios de intermediación en reportos de títulos gubernamentales, con base en una agencia u otra entidad principal equiparable, si bien el banco central podría asumir la posición de que los servicios de reporto únicamente se pueden suministrar por los que están autorizados para ello, bajo la supervisión del banco central (u otra agencia supervisora apropiada). En tal caso podría publicarse una lista de intermediarios autorizados. Por ejemplo, de la misma manera que es posible utilizar un sistema de intermediario primario en el mercado monetario o en los mercados de títulos gubernamentales, se podría usar un sistema de intermediarios de reporto (Francia ya lo ha hecho), en el que un pequeño grupo de instituciones acepta la obligación de crear un mercado de dos sentidos en reporto, a cambio de ciertos privilegios (por ejemplo, una relación de transacción con el banco central).

La introducción de reportos de títulos gubernamentales inevitablemente implica nuevas prácticas comerciales y, para algunas firmas, nuevos tipos de transacciones. En consecuencia, el banco central puede desear abordar por anticipado con el mercado una serie de medidas destinadas a promover un mercado seguro y ordenado. En el Reino Unido, la Ley de Servicios Financieros proporciona un marco para regular la conducción del negocio y proteger al inversionista. Las transacciones de reporto de títulos gubernamentales caen dentro de la definición de “instrumentos financieros”, para propósitos de la Directiva de Servicios de Inversión de la Unión Europea y de la Directiva de Adecuación de Capital, de modo que las operaciones de reporto de títulos guber-

namentales estarán sujetas a los requisitos de las autoridades reguladoras respectivas que implementan estas directivas.

En los casos en que se consideran deseables nuevas medidas, el papel del banco central puede ser fundamental, a fin de congregarse a los practicantes de diversas partes del mercado para que elaboren y promuevan un acuerdo legal estándar, un código de prácticas óptimas y, donde sea posible, prácticas de liquidación estándar.

#### *a) Documentación legal*

Es posible desarrollar documentación legal (normalmente basada en el Acuerdo Maestro Global de Recompra PSA/ISMA,<sup>9</sup> para uso en el mercado de reporto de títulos. La utilización de un acuerdo legal apropiado es de la mayor importancia. El banco central debe exhortar vigorosamente a todos los participantes en el mercado a no participar en transacciones de reporto o similares, a menos de que cuenten con sólida documentación legal que abarque, entre otras cosas, la revaluación de los activos a precios de mercado, marginación, y registrar en cifras netas la liquidación en caso de incumplimiento. Algunos participantes realizan transacciones de venta/recompra, en los casos en que una venta al contado y compra a plazo se emprenden como transacciones vinculadas, pero sin la protección contra los movimientos de precio del mercado e incumplimiento de la contraparte; el Banco de Inglaterra considera esto como imprudente (véase Anexo 1 sobre las principales distinciones entre reporto y venta y recompra; así como, el Anexo 2 sobre acuerdos legales).

En algunos mercados emergentes, las transacciones denominadas como reporto son en realidad venta y recompra, o sencillamente préstamos garantizados. Tales transacciones no ofrecen necesariamente las “características de seguridad” del verdadero reporto.

#### *b) Código de prácticas óptimas*

En el Reino Unido, el Código de Prácticas Óptimas que la in-

<sup>9</sup> El Acuerdo PSA/ISMA fue diseñado bajo los auspicios de la Autoridad de Títulos Públicos (ahora la Asociación de Intermediarios de Bonos) y la Asociación del Mercado de Títulos Internacional. El Acuerdo se usa extensamente en los mercados de reporto existentes, por lo que resulta ya familiar para muchos inversores. Un anexo al Acuerdo PSA/ISMA puede cubrir puntos específicos del mercado de títulos del gobierno nacional.

dustria produjo, y que complementa el Acuerdo Legal de Reporto de Valores de Primera Clase, sanciona las prácticas óptimas que ya se han venido desarrollando desde hace tiempo en otros mercados de reporto, y en el mercado de títulos gubernamentales que existe en Londres. El Código ha sido reconocido como una declaración de práctica óptima por la Autoridad de Servicios Financieros (FSA) y las asociaciones comerciales. Y lo que es también importante, el Equipo de Trabajo del Código seguirá en existencia como cuerpo permanente, y mantendrá sus estipulaciones en constante revisión, a medida que el mercado de reportos de títulos gubernamentales se desarrolla (véase Anexo 3).

### *c) Liquidación*

El banco central y los participantes en el mercado tendrán también que considerar una gama de cuestiones técnicas sobre sistemas y liquidaciones, tales como estandarizar diversos procedimientos internos de oficina relativos a reportos de títulos gubernamentales y también cómo deben manejarse las transacciones de reporto en los sistemas de pagos y de liquidaciones de títulos gubernamentales del banco central. Esto puede requerir, por ejemplo, un incremento en la capacidad de los elementos materiales de la computadora (*hardware*) y en el programa cronológico del sistema operativo.

Donde sea posible, las prácticas de liquidación y otros usos convencionales para las transacciones de reporto de títulos gubernamentales deberán estar en conformidad con las prácticas existentes del mercado de títulos gubernamentales y del mercado de reportos. En los casos en que hay diferencias, el proceso de consulta puede conducir a un consenso, ya sea acerca de la manera en que se debe abordar la cuestión y ciertos puntos de detalle, de modo que el asunto sea acordado bilateralmente por las contrapartes.

### *d) Monitoreo del mercado*

El banco central a menudo supervisa las instituciones, en lugar de los mercados, y puede que no supervise el mercado de reporto de títulos gubernamentales como tal, si bien, deseará monitorear el tamaño, crecimiento y orden que guarda el mercado de reporto, así como su interacción con otros mercados. El monitoreo un día tras otro, tanto desde el departamento de transacciones del

banco central como por vía de enlace con los participantes en el mercado, se centrará en las tasas del mercado y las pautas comerciales. Por lo que se refiere a lo demás, el banco central tal vez busque recolectar datos, esencialmente sobre los niveles de actividad, a partir de los principales actores en el mercado de reporto; así como publicarlos en forma agregada.

## VI. Cuestiones contables

Es común en la contabilidad de los reportos reflejar la naturaleza “económica” de la transacción, más bien que la legal. Dado que el reporto se usa con más frecuencia como medio de préstamo/empréstito, tiene sentido contabilizarlo de la misma manera.

En el caso del tomador de efectivo (“prestatario”), el reporto conduce a una expansión de la hoja de balance. Considérese un banco con depósitos de 100 y bonos por valor de 100, que acto seguido “toma prestado” 100 mediante reporto. De acuerdo con las Normas de Contabilidad Internacional (IAS), los cambios que se producen en la hoja de balance son como se señala a continuación:

	<i>Obligaciones</i>		<i>Activos</i>	
<i>Antes</i>	depósitos	100	bonos	100
<i>Después</i>	depósitos	100	bonos <sup>a</sup>	100
	“préstamo”	100	efectivo	100

<sup>a</sup> Los bonos han sido objeto de reporto hacia fuera (*repo'ed out*) como garantía del préstamo de 100.

Esa expansión de la hoja de balance podría conducir a un incremento en el nivel de reservas requeridas cuando el tomador de efectivo es un banco; aun en el caso de que el proveedor de efectivo sea otro banco, el “préstamo” puede ser clasificado como una transacción interbancaria.<sup>10</sup> El banco central tiene que ser cuidadoso de que esto no haga al reporto artificialmente costoso y venga a desalentar su uso como forma de transacciones seguras. El Banco Central Europeo (ECB) ha decidido excluir las obligaciones

<sup>10</sup> Los préstamos interbancarios no suelen estar sujetos a requisitos de reserva.

originadas por las transacciones de reporto al calcular los requisitos de reserva.

En el caso del proveedor de efectivo, el reporto no conduce a una expansión de la hoja de balance. El lado del activo se cambia de “efectivo” a “préstamo”, y una llamada que cita las cuentas mostrará los futuros requisitos para completar el segundo tramo del reporto cuando el “préstamo” no ha sido plenamente desarrollado.

Esto significa que las hojas de balance de los bancos involucrados en transacciones de reporto, o en las entradas en el registro/depositaría de títulos gubernamentales, no serán las mismas. El tomador de efectivo mantiene el bono en la hoja de balance, a pesar de que lo ha pasado en la depositaría a la cuenta del proveedor de efectivo; y el proveedor de efectivo muestra un préstamo en su hoja de balance, en lugar de un bono, aunque legalmente es propietario del bono. Los extractos de las cuentas del Banco de Inglaterra para 1998, que aparecen en el Anexo 8, ofrecen una ilustración de ello.

Si el proveedor de efectivo vende el pagaré/bono antes del segundo tramo del reporto, tendrá una entrada de efectivo en sus activos; pero el “préstamo” al tomador de efectivo en la transacción de reporto sigue existiendo, y no hay obligación adicional. El proveedor de efectivo, consecuentemente, tiene que mostrar un activo de bono negativo. Si el banco, con una posición “larga” en títulos (digamos, un activo en bono de 100) vende el bono, la entrada de activos se reduce en 100. De la misma manera, si el banco con una posición de títulos llamada *tal cual*<sup>11</sup> vende bonos por valor de 100 (títulos que han sido objeto de reporto hacia dentro, *repo'ed in*) y están disponibles para la venta aunque no figuran en la hoja de balance), entonces la posición de los títulos *tal cual* (o sea, cero) es, asimismo, reducida en 100, en este caso a menos 100.

Este tratamiento significa que la hoja de balance ofrece un cuadro exacto de la posición de los dos bancos. El tomador de efectivo sigue todavía expuesto a los movimientos en el precio del bono, aunque no sea, temporalmente, el propietario legal. Por la misma razón, el proveedor de efectivo no se halla expuesto a los movimientos en el precio del bono, aunque sigue teniendo una posición *tal cual* (o sea, mientras mantenga el título como garantía), y

<sup>11</sup> Nota del editor: Por ejemplo un bono en el que el interés va incluido en el precio.

sería por lo tanto engañoso implicar en la hoja de balance que tenía activos vinculados a los precios de los bonos. Si revende el título tomando una posición “corta”, queda expuesto a los movimientos de precio del bono; aunque de manera opuesta al primer banco. Si los precios caen, puede recomprar el título por menos de lo que lo vendió, con lo que regresa a la posición *tal cual* y tiene un beneficio.

## VII. Tratamiento estadístico

En metodología estadística internacional, el propósito es distinguir los reportos por su naturaleza: si la propiedad del título subyacente no cambia de manos, entonces debe registrarse como préstamo garantizado; pero si la propiedad del título subyacente cambia de manos, la venta y compra de los títulos habrá de registrarse. Sin embargo, en algunos casos se acepta que a causa de consideraciones legales, institucionales y otras, los compiladores nacionales pueden ser requeridos para que adopten un tratamiento alternativo. Es posible que no tengan una elección realista, aparte de requerir que los datos sean reportados de acuerdo con las convenciones de contabilidad y/o reguladoras contables. En consecuencia, en los países con mercados más grandes, incluido el Reino Unido, los reportos, cuando la propiedad cambia de manos, son comúnmente tratados más bien como préstamos garantizados.

Dado el crecimiento de los mercados reporto en años recientes, resulta importante entender que el tipo de metodología de comunicación empleado puede afectar significativamente los datos económicos publicados. Por ejemplo, considérese el caso de un no residente que compra un título interno o doméstico y financia su compra mediante una transacción reporto llevada a cabo con un residente. La transacción reporto implica que el mismo título y su propiedad cambian de manos. Si la transacción reporto es tratada como un préstamo garantizado, entonces la balanza de pagos y la declaración de posición registra una compra de títulos internos por un no residente -obligaciones incrementadas-e incrementados préstamos a no residentes-activos incrementados. Por otra parte, si la transacción reporto se trata como una venta de título, entonces la compra inicial del título interno es proporcional a una venta subsecuente, de modo que la exposición del no residente al mercado de títulos internos no es captada.

El proceso de la comunicación se torna más complejo si las

transacciones de reporto son tratadas como préstamos garantizados y el título entregado mediante reporto es posteriormente recomprado. En estas circunstancias, tanto el comprador original no residente del título, como el comprador último, registrarán el mismo título como de su propiedad. En el Reino Unido esta cuestión es abordada por el vendedor del título adquirido mediante una transacción reporto que registra una posición negativa o corta del título en cuestión, lo que deja un solo propietario “neto”.

### **VIII. Cuestiones de impuestos**

En el Reino Unido la mayoría de los inversionistas (sean residentes o no) puede recibir dividendos brutos, de modo que el impuesto retenido no deberá aplicarse a los pagos de dividendos sobre la mayoría de las tenencias en títulos gubernamentales. Los dividendos manufacturados (hechos por una de las partes a otra para compensar la pérdida de un pago directo de dividendo durante una transacción reporto de títulos) serán pagados en bruto en todas las circunstancias. Esto significará que todas las contrapartes en el reporto podrán manufacturar pagos de dividendos brutos; la mayoría asimismo recibirá dividendos brutos.

Cualquier país que introduzca el reporto, tendrá que considerar si las disposiciones impositivas existentes facilitarán o obstruirán el desarrollo del mercado de reportos. En particular, el impuesto sobre la cifra de negocios o sobre ventas puede ser que se considere aplicable a las transacciones de reporto, lo que introduciría una distorsión impositiva entre reporto y préstamos garantizados, particularmente en las transacciones a corto plazo (el impuesto a las ventas puede hacer que los reportos a corto plazo no sean rentables). De ser posible, tales distorsiones de impuestos deberían ser eliminadas.<sup>12</sup>

#### *Anexo 1*

### **Reporto clásico *versus* venta y recompra**

Una venta y recompra es en muchos aspectos similar a un repor-

<sup>12</sup> Este tipo de impuesto no rinde dividendos, simplemente previene transacciones de reporto.

to, si bien más “primitiva”. Las similitudes y diferencias más importantes se resumen a continuación:

- *Compra y venta*: Ambas implican compra y venta, es decir, la transferencia de propiedad, más bien que el uso del título como garantía (en el que la propiedad se transfiere únicamente en caso de incumplimiento).
- *Mantenimiento del margen*: Venta y recompra típicamente no implican mantenimiento del margen. Si bien esto simplifica la transacción, puesto que no hay necesidad de proveer margen adicional en caso de que el precio del título en el mercado secundario se modifique, sí puede originar un incremento en el riesgo de crédito (véase Anexo 6).
- *Cupón*: Con el reporto, el tomador de efectivo retiene el derecho a cualquier pago de cupón. Si el cupón se paga durante la vida del reporto (al proveedor de efectivo como propietario legal), deberá ser objeto de retrocesión al tomador de efectivo. No hacerlo así constituiría causa de incumplimiento. En una venta y recompra, el valor del cupón es factorizado al precio de recompra. Esto origina una exposición de crédito en contra del proveedor de efectivo para el periodo que media entre el pago del cupón y el vencimiento del reporto.
- *Sustitución*: En una transacción reporto, el título objeto de la operación puede ser sustituido, en principio, por otro título del mismo valor. Supóngase, por ejemplo, que un agente de mercado por cuenta propia hace a un título objeto de reporto, y a continuación se produce una demanda de un cliente que desea comprar ese título en particular. El agente de mercado puede concertar la operación con el cliente, y sustituir con un título diferente el que ha sido objeto de reporto. El cliente obtiene el título específico que quiere, y el proveedor de efectivo del reporto sigue teniendo una “garantía” satisfactoria. (En la práctica, el proveedor de efectivo puede cargar unos cuantos puntos de base por la inclusión de la cláusula de sustitución, ya que esto le ofrece al tomador de efectivo, más bien que al proveedor de efectivo, la posibilidad de beneficiarse si el título pasa a ser “especial”.) En cambio, no existe derecho de sustitución en las transacciones de venta y recompra.
- *Contrato de aprobación de la industria o sector*: El mismo existe para el reporto, y es normalmente el contrato PSA/ISMA, que ofrece mayor certidumbre legal a ambos participantes. Tampoco en este ca-

so, hay documentación estándar que se aplique a las transacciones de venta y recompra.

**CUADRO A. 1. REPORTO CLÁSICO *VERSUS* VENTA/RECOMPRA**

	<i>Reporto</i>	<i>Venta/recompra</i>
Compra y venta	✓	✓
Mantenimiento de margen	✓	
Cupón objeto de retrocesión	✓	
Cupón agregado a precio final		✓
Sustitución	✓	
Contrato aprobado por la industria o sector	✓	

## *Anexo 2*

### **Los elementos clave de un acuerdo legal de reporto maestro**

Los elementos clave de un acuerdo reporto/legal de títulos gubernamentales son:

- Comprende el Acuerdo Maestro Global de Recompra PSA/ISMA para títulos de pago bruto, junto con los términos y condiciones suplementarias adecuadas a las características de los reportos en el mercado local.
- Se propone proveer la transferencia absoluta de titularidad de los títulos que están siendo objeto de reporto.
- Permite la remarginación durante la vida del contrato de reporto, o el cierre de un contrato para su reapreciación. Asimismo permite la liquidación definitiva y la compensación en caso de incumplimiento de la contraparte.
- El acuerdo legal abarca las transacciones de agencia, en las que una de las partes actúa como agente, en beneficio del denominado principal.
- Los usuarios del acuerdo legal están en libertad de ampliar las estipulaciones, a fin de cubrir nuevos puntos específicos para sus necesidades, si bien les será necesario la conformidad de sus contrapartes, y deberán obtener asesoría legal.

### **El Código de práctica: elementos clave**

- Antes de proceder a las transacciones de reporto, y hacerlo regularmente a continuación, los participantes deben revisar todos los sistemas legales y de crédito, así como las cuestiones de procedimiento relativas al mercado de reporto local, para asegurarse de que las operaciones están adecuadamente controladas y se comprenden bien.
- Los nuevos clientes deberán ser notificados de la existencia del Código. Se deberá prestar particular consideración a la eficacia de cualquier acuerdo legal propuesto por los no residentes.
- Las transacciones de reporto deberán estar sujetas a un acuerdo legal entre los dos participantes interesados. La norma del mercado es vigorosamente recomendada (sujeta a la confirmación legal de que resulta apropiada para la transacción que se pretende).
- El margen debe ser exigido siempre que una contraparte tenga una exposición en la evaluación de los activos a precios de mercado que consideren relevante.
- Obteniendo la entrega de títulos y el margen directamente o bien a través de un tercero se puede reducir el riesgo de crédito potencial. Los que proyectan dejar los títulos adquiridos en custodia de su contraparte (reporto "HIC") deben considerar muy cuidadosamente los sistemas y procedimientos de control, así como la credibilidad de su contraparte, etc.
- Se deberá prestar especial consideración a 'las actividades en torno a los títulos gubernamentales', tales como fechas de dividendos, opciones de conversión, etc., que ocurran durante la vida del reporto.
- Deberán enviarse confirmaciones y revisarse en tiempo oportuno. El Código deberá ser examinado por asociaciones reguladoras, de cambios y de mercados.

## Liquidación de reporto

### CUADRO A. 2

---

El programa cronológico puede requerir su extensión al inicio y al final del día, con objeto de acomodar crecientes volúmenes y ayudar a que las oficinas de servicios auxiliares (*back offices*) puedan hacerles frente.

Puede necesitarse poner a disposición de los participantes en el mercado precios de referencia más exactos y oportunos.

Los derechos a prestaciones por cupón deben reflejar fechas de valor (fecha de liquidación) más bien que fechas comerciales.

En los casos en que un reporto se extiende por un periodo de dividendo (o ex dividendo),<sup>a</sup> el próximo pago de dividendo deberá ser factorizado dentro del cálculo de margen.

Los reportos abiertos (no con vencimiento fijo) deberán ser anulados y los títulos devueltos el mismo día, en caso de requerimiento antes de la hora de cesación convenida (digamos, 10.00 am), a menos que las contrapartes hayan convenido otra cosa.

La práctica de llamar a la contraparte debe extenderse para que cubra todas las transacciones de reporto, salvo las que conciernen a las operaciones del mismo día. El rescate implica que el entregador de títulos gubernamentales llamará a su contraparte para confirmar la entrega de los títulos.

Se recomienda que las confirmaciones sean enviadas y entregadas el mismo día, para garantizar el cumplimiento del Código de Prácticas Optimas.

Los participantes en el mercado no pueden ser forzados a aceptar entregas parciales, pero muchos de ellos desearán “transformar” grandes operaciones en otras más pequeñas y asimismo aceptar entregas parciales.

---

<sup>a</sup> En algunos países el retraso entre las transacciones en títulos y el registro del cambio de propiedad significa que las operaciones realizadas pocos días antes de la fecha de pago de un cupón no serán registradas antes de que se inicie el pago del cupón. Esto quiere decir que el anterior tenedor recibirá el cupón, más bien que el nuevo. Tras la fecha de cesación (la fecha del “ex dividendo”), dichos títulos se comercian “ex (sin dividendo)”.

## Anexo 5

### Monitoreando el mercado

#### CUADRO A. □

El banco central casi seguramente deseará monitorear de cerca la actividad en reporte de títulos gubernamentales, a fin de apoyar cualquier responsabilidad operativa para financiar al gobierno y con objeto de proporcionar información sobre el desarrollo de los mercados.

La actividad reporte emprendida por las contrapartes en el mercado del banco central o de los bancos en general, puede ser realizada mediante flujos estadísticos de rutina y en reuniones supervisoras y operativas.

El departamento encargado de los títulos gubernamentales y del mercado monetario del banco central puede monitorear las tasas y la actividad día a día en el mercado por medio de las pantallas y también a través de líneas directas con los participantes activos en reportos.

Además, el banco central puede examinar periódicamente (por ejemplo trimestralmente) los datos de los participantes activos en el mercado de reportos. Los datos agregados podrían ser publicados periódicamente y abarcarían:

- el valor de los contratos reporte concertados durante el periodo, desglosados por su vencimiento original;
- el número total de *tickets* de acción escritos durante el periodo;
- el valor de las transacciones de reporte vigentes al final del periodo, desglosadas por vencimiento residual.

Esta información debe ser solicitada para el reporte y podría incluir transacciones de compra/venta emprendidas conforme a documentación apropiada.

## Anexo 6

### Tomando el margen

El proveedor de efectivo será propietario de los títulos durante toda la vida del reporte y, a fin de asegurar una adecuada garantía, tomará diariamente el margen si el valor de los títulos declina. Supóngase que la Parte A acuerda reporte con la Parte B, por lo que recibe 100 en efectivo durante 30 días; y que el día 1 el título ha sido valuado a la par (es decir, su valor de mercado secundario es el mismo que su valor nominal). Imagínese que el precio cae en los siguientes próximos días, como lo indica el Cuadro. En este ejemplo, si no se tomó el margen, entonces cuando A quiebre, B no dispondrá de suficiente garantía para cubrirse.

**CUADRO A. 4**

Día	Precio	Suceso	Margen = 2.5%		
			Valor de garantía		Día final nominal
			Día inicial	Día final	
1	100	Primer tramo del reporto	102.6	102.6	102.6
2	99.8		102.4	102.6	102.8
3	100		102.8	102.6	102.6
4	100		102.6	102.6	102.6
5	98	El precio cae/una mala noticia económica	100.5	102.6	104.7
6	98		102.6	102.6	104.7
7	98		102.6	102.6	104.7
8	95	Rumores sobre A	99.4	102.6	108.0
9	95		102.6	102.6	108.0
10	95		102.6	102.6	108.0
11	95		102.6	102.6	108.0
12	93	A anuncia su quiebra	100.4	102.6	110.3
13	93	B vende sus títulos	101.5	102.6	111.5

Si B hubiese tomado el margen inicial para protegerse contra las esperadas fluctuaciones diarias de precio, y además hubiese tomado el margen de variación diariamente, entonces no cabe duda de que hubiera estado mejor protegido en el caso de incumplimiento por A. La posición precisa dependerá, desde luego, del tamaño del margen tomado. Si la esperada volatilidad fue de 2.5%, de modo que el valor inicial de los títulos proporcionados fue de 102.6 ( $=100/0.975$ ); y la variación del margen mantuvo el nivel en 2.5%, el valor de los títulos al comienzo de cada día sería como se indicó en la cuarta columna. Siempre que A transfiera el margen de variación el día 8, B no pierde dinero en caso de incumplimiento (si A no lo hace, su falla constituirá un hecho de incumplimiento). Sería necesario un nivel de margen de apenas poco más de 3% para dar a B protección completa durante todo el periodo.

En los mercados desarrollados es práctica común para los participantes en mercado mayorista no dar ni tomar margen *inicial*, si-

no usar margen de *variación* para impedir que una u otra parte tome una exposición de crédito contra el otro. Como se ilustra más arriba si el valor del título declina, el prestamista de efectivo queda expuesto. En cambio si el valor del título se eleva, el tomador de efectivo puede quedar expuesto ante el proveedor de efectivo: si el último revende el título y luego incumple, el tomador de efectivo puede perder la utilidad esperada por el incremento en valor del título.<sup>13</sup> En las transacciones de mercado mayorista, en que ambas partes en la transacción son de similar capacidad de crédito, no es obvio que una parte más bien que la otra deberá proveer el margen inicial. (Si el banco central está prestando a los bancos comerciales vía reporto, su capacidad de crédito es evidentemente mejor que las de los prestatarios, y por lo tanto resulta razonable que el banco central demande el margen inicial.) El margen de variación asegura que ni una ni otra parte quede expuesta ante la otra cuando los precios se mueven,

Por contraste, en algunos mercados en desarrollo no se toma el margen de variación/diario del mercado (ya sea por problemas técnicos o bien por dificultades de revaluación del mercado). En tales casos, normalmente se toma el margen inicial, que puede ser considerablemente alto (a veces 20-25% o más), para cubrir el riesgo de revaluación.

## *Anexo 7*

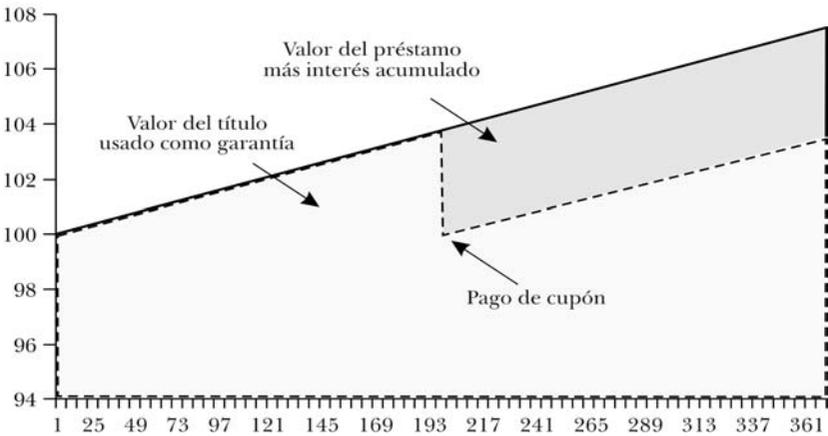
### **Fijación del precio de garantía**

La gráfica que aparece más abajo ilustra la relación entre el valor de mercado de la garantía, incluido el interés acumulado, y el préstamo reporto, que asimismo incluye el interés acumulado. En este ejemplo, para mayor sencillez, no existe margen (inicial o variación); y la tasa del reporto, así como el cupón y el rendimiento del título son los tres iguales (7.5%).

En este caso, el pago del apropiado margen de variación en la fecha del cupón, asegura que la relación garantía/préstamo se mantuvo hasta el final de la transacción reporto. En realidad, es po-

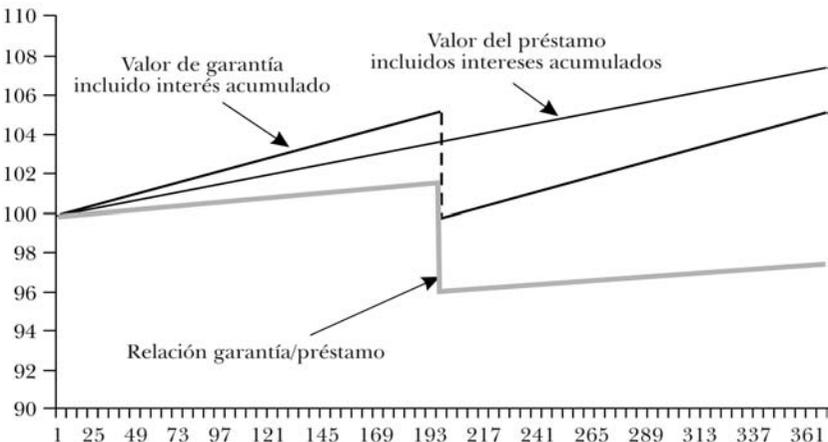
<sup>13</sup> Por contraste, en el caso de un préstamo garantizado, el prestamista de efectivo no puede revender el título, el prestatario, en consecuencia, no quedará expuesto ante el prestamista.

**GRÁFICA A. I**



co probable que la tasa de reporto, cupón de bono y rendimiento de bono coincidan: en consecuencia el margen tendría que ser variado más a menudo, con objeto de asegurar que se mantenga el margen apropiado. El ejemplo que se da en la gráfica más abajo usa una tasa de reporto de 7.5%, pero un cupón y un rendimiento de bono de 11%; la línea muestra el cambio en la relación garantía/préstamo.

**GRÁFICA A. II. VALORES DE GARANTÍA Y PRÉSTAMO**



## LECTURAS ADICIONALES

Banco de Inglaterra:

*Gilt Repo Code of Best Practice* (agosto de 1998).

*The Development of An Open Gilt Repo Market* (noviembre de 1994).

*Plans for the Open Gilt Repo Market* (marzo de 1995).

“The First Year of the Gilt Repo Market” (*QB*, mayo de 1997).

ISMA (Asociación Internacional de Mercado de Títulos):

“Global Master Repurchase Agreement” (noviembre de 1995)  
[Rigistrasse 60, PO Box, CH-8033 Zurich, Suiza].

# Índice

	<i>Pág.</i>
Resumen .....	1
I. Introducción .....	1
II. ¿Qué es el reporto? .....	2
III. Un mercado de reportos generalizado .....	8
IV. Uso restrictivo del reporto .....	8
V. Estructura y supervisión del mercado .....	12
VI. Cuestiones contables .....	15
VII. Tratamientos estadístico .....	17
VIII. Cuestiones de impuestos .....	18
<i>Anexo 1.</i> Reporto clásico <i>versus</i> venta y recompra .....	18
<i>Anexo 2.</i> Los elementos clave de un acuerdo legal de reporto maestro .....	20
<i>Anexo 3.</i> El Código de práctica: elementos clave .....	21
<i>Anexo 4.</i> Liquidación de reporto .....	22
<i>Anexo 5.</i> Monitoreando el mercado .....	23
<i>Anexo 6.</i> Tomando el margen .....	23
<i>Anexo 7.</i> Fijación del precio de garantía .....	25
Lecturas adicionales .....	27

Este ensayo se terminó de imprimir en  
septiembre de 2003 en los talleres de  
Editorial y Comunicación, Río Sena  
41-202, México, D. F., 06500.  
Se tiraron 300 ejemplares.

Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos

Centre for Central Banking Studies  
Bank of England