

Evolución del mercado de fondos interbancarios y su impacto en la formación de la TASA INTERBANCARIA

SEIJI NARUSE*

En este artículo, se presenta un análisis de los últimos 20 años del desarrollo del mercado de fondos interbancarios y su impacto en las desviaciones de la tasa interbancaria *overnight* sobre la tasa de referencia de política monetaria.



* Especialista, Departamento de Operaciones Monetarias y Cambiarias del BCRP
seiji.naruse@bcrp.gob.pe

El Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) utiliza la tasa de referencia de política monetaria (TPM) como meta operativa de su política monetaria. El Directorio del BCRP revisa cada mes el nivel de la TPM de forma que sea consistente con el cumplimiento de la meta de inflación, considerando las condiciones de la economía nacional y factores internacionales. El BCRP realiza operaciones de mercado abierto para inducir a que la tasa interbancaria *overnight* (TIBO) se sitúe en el nivel de la TPM. Con estas operaciones se modifica la oferta de fondos líquidos en el mercado interbancario, inyectando o retirando liquidez según se observen presiones al alza o a la baja de la TIBO respecto al nivel de la TPM. A su vez, la tasa que pactan las entidades financieras con el público suele tomar como referencia la TIBO más un margen adicional. De esta manera, los cambios en la TPM se transmiten a las tasas de interés de las operaciones que las entidades financieras realizan con el público.

Si bien la TIBO y la TPM suelen encontrarse estrechamente relacionadas, existen otros factores que afectan la TIBO, como la concentración de fondos, los movimientos inesperados en la liquidez de una entidad en particular, el nivel de las líneas de crédito entre los participantes del mercado (que depende de la calidad crediticia y del tamaño de cada entidad), las percepciones de riesgo del mercado y el comportamiento/experiencia de los operadores (*traders*). Estos factores pueden ocasionar desviaciones entre la TIBO y la TPM, que pueden afectar el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

En este artículo, se realizará un análisis de los últimos 20 años del desarrollo del mercado de fondos interbancarios y su impacto en las desviaciones de la TIBO sobre la TPM. Para ello, primero se explicará cómo se calcula TIBO, luego se comentará brevemente la dinámica del mercado interbancario peruano y, finalmente, se analizarán los cuatro periodos en el desarrollo del mercado.

CÁLCULO DE LA TIBO Y DETERMINACIÓN DE LA TPM

Bajo la metodología actual, el BCRP publica la tasa TIBO al finalizar el día considerando todos los préstamos no colateralizados de plazo *overnight* entre empresas bancarias que hayan sido reportados al Banco Central antes de las 16:30 horas. El BCRP calcula la TIBO usando la siguiente fórmula:

$$TIBO_t = \frac{\sum_{i=1}^n (R_{ti} \times M_{ti})}{\sum_{i=1}^n M_{ti}}$$

Donde:

$TIBO_t$: tasas interbancaria *overnight* del día t .

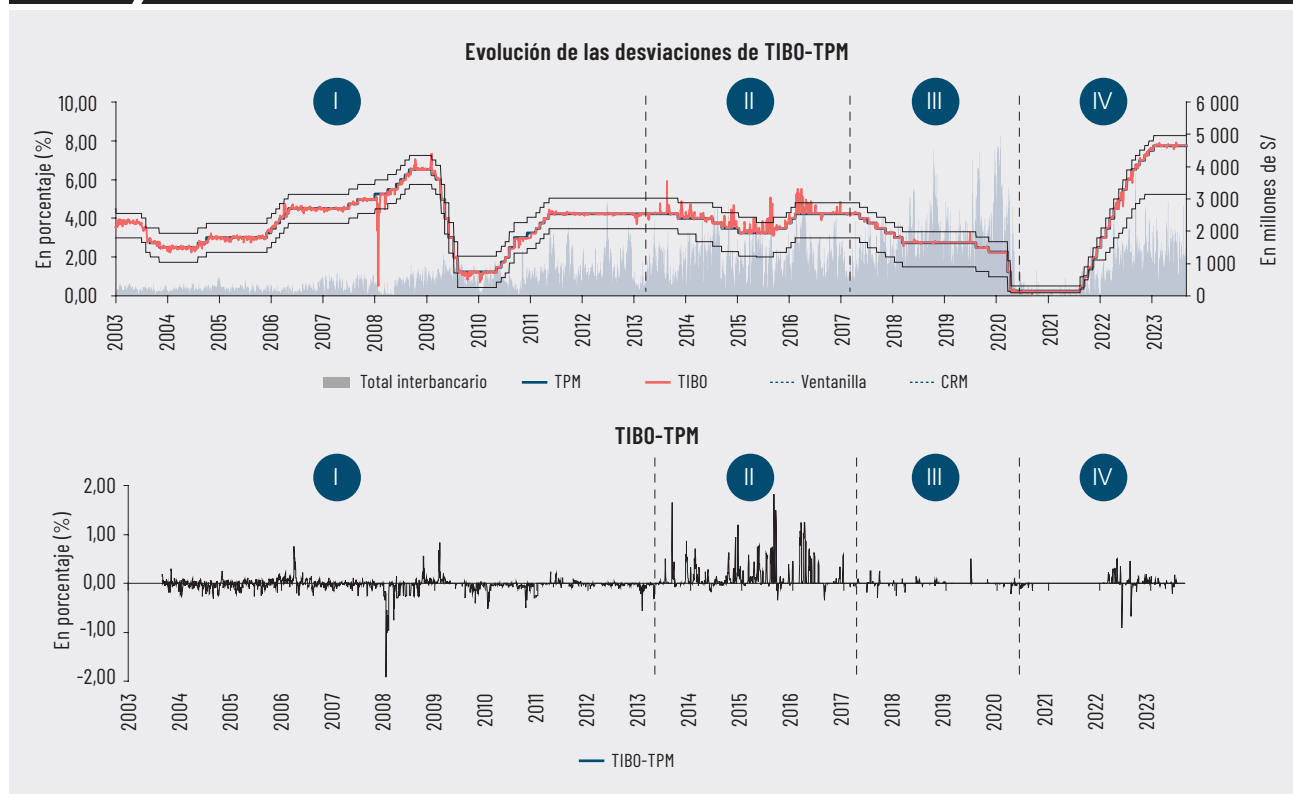
R_{ti} : tasas de interés efectiva anual de la operación i -ésima del día t .

M_{ti} : monto de la operación i -ésima del día t .

$\sum_{i=1}^n M_{ti}$: monto total negociado en el día t .

Desde el 2016, como paso previo al cálculo de la TIBO, el BCRP excluye las operaciones cuyas tasas se

GRÁFICO 1 ■ Evolución histórica de las desviaciones TIBO-TPM



encuentren fuera del rango de +/- 2,33 desviaciones estándar respecto al promedio (valores extremos) con la finalidad de asegurar su representatividad.

Si después de excluir los valores extremos, el monto total negociado de préstamos interbancarios es menor a S/ 200 millones, la TIBO se calcula de la siguiente manera: la suma de la tasa repo interbancaria *overnight* (TRIBO) y el promedio de la diferencia entre la TRIBO y la TIBO durante los últimos cinco días hábiles. La TRIBO se calcula utilizando la misma metodología que la TIBO.

Si después de excluir los valores extremos el monto total negociado de repos interbancarios es menor a S/ 200 millones, la TIBO es igual a la suma de la TPM y el promedio de la diferencia entre la TIBO y la TPM durante los últimos cinco días hábiles. Este método se aplica por un periodo máximo de dos días hábiles consecutivos.

De mantenerse la situación anterior, la TIBO es igual al promedio ponderado de las tasas promedio de las subastas de repos o de las tasas de corte de las subastas de depósitos realizados al plazo *overnight* por el BCRP. De no contarse en la fecha con operaciones del Banco Central al plazo *overnight*, se repite la TIBO del día anterior.

La TIBO es importante para el desarrollo de productos financieros, dado que se utiliza como referencia en instrumentos como los *swaps* de tasas de interés.

EL MERCADO DE FONDOS INTERBANCARIOS

Los bancos administran su liquidez de corto plazo a través de préstamos otorgados o recibidos de otros bancos utilizando los fondos que mantienen en sus cuentas corrientes en el BCRP. Estas operaciones de fondeo interbancario se pueden clasificar en préstamos colateralizados y no colateralizados. Los préstamos no colateralizados no exigen al prestatario proporcionar activos o garantía como respaldo, sino que se basan en la confianza de que el prestatario puede repagar el préstamo. Mientras tanto, los préstamos colateralizados exigen al prestatario proporcionar activos o garantías como respaldo para asegurar el préstamo. En el mercado interbancario peruano se pactan tres tipos de préstamos colateralizados: reportes de valores, FX Swap y operaciones simultáneas.

Históricamente, el volumen diario de préstamos interbancarios no colateralizados ha sido usualmente mayor que el volumen diario de préstamos interbancarios colateralizados. Con la finalidad de mitigar el riesgo de crédito, las entidades financieras suelen establecer límites máximos que pueden prestar a cada entidad, basados en el tamaño y la percepción de riesgo que tengan del prestatario (líneas de crédito). Sin embargo, las líneas de crédito no son recíprocas.

Debido a que los préstamos no colateralizados se basan en el tamaño y la percepción de solvencia del prestatario, las entidades financieras más pequeñas suelen tener un menor límite para recibir préstamos



El Directorio del BCRP revisa cada mes el nivel de la TPM de forma que sea consistente con el **cumplimiento de la meta de inflación, considerando las condiciones de la economía nacional y factores internacionales.**



no colateralizados con otras entidades, por lo que deben mantener un nivel de liquidez que les permita cubrir sus pasivos de corto plazo. Por otro lado, las entidades financieras de mayor tamaño, al ser percibidas como menos riesgosas, suelen tener un mayor límite para recibir préstamos no colateralizados con otras entidades y pueden mantener un nivel de liquidez menor que el de sus pasivos de corto plazo.

Debido a dicha dinámica, las entidades de menor tamaño suelen mantenerse superavitarias de liquidez y ser prestamistas netos, mientras que las entidades con mayores activos suelen ser deficitarias de liquidez y ser prestatarios netos.

Sin embargo, las líneas de crédito para operaciones con colateral suelen ser mayores que las líneas para operaciones sin colateral, por tener menor requerimientos de capital por riesgo de contraparte, y además son independientes, por lo que el desarrollo del mercado de operaciones con colateral amplía el tamaño del mercado y reduce la volatilidad de la TIBO.

ANÁLISIS DEL DESARROLLO DEL MERCADO

Como se muestra en los gráficos 2, 3 y 4, el mercado de fondos interbancarios registra un crecimiento importante desde el año 2017, principalmente por el uso de operaciones colateralizadas, lo que contribuye a hacer más robusto este mercado a cambios en la percepción de riesgo de contraparte entre las entidades participantes. Este desarrollo coincide con la reducción de la diferencia entre la TIBO y la TPM, así como la dispersión de esta diferencia. En los siguientes párrafos se describe cada uno de estos periodos.



La TIBO es importante para el desarrollo de productos financieros, **dado que se utiliza como referencia en instrumentos como los swaps de tasas de interés.**



tre del 2008 por el ingreso de capitales extranjeros de corto plazo que llevó al BCRP a tomar medidas macroprudenciales para preservar la estabilidad financiera. A inicios del 2008, la Reserva Federal de Estados Unidos disminuyó sus tasas de 4,25 por ciento a 3,25 por ciento en respuesta a la crisis que se avecinaba. Mientras tanto, la TPM del BCRP se encontraba en 5,25 por ciento. Muchos inversionistas extranjeros encontraron atractiva la rentabilidad de los CD BCRP y empezaron a demandar dicho instrumento a través de bancos locales. Con la finalidad de disminuir el ingreso de capitales especulativos del exterior, el Banco Central introdujo los certificados de depósito con negociación restringida. Este instrumento tiene las mismas características que el CD BCRP; la diferencia radica en que solo pueden ser negociados en el mercado secundario entre las entidades autorizadas a participar en la colocación primaria, es decir, no podían ser traspasados a inversionistas extranjeros.

También resaltan dos periodos donde se registró un *spread* marcadamente positivo entre la TIBO y la TPM: las elecciones generales del 2006 y la crisis financiera global del 2008. Ambas se caracterizaron por la mayor demanda prudencial de liquidez de la banca y la menor liquidez en moneda doméstica.

Periodo 1: setiembre 2003–abril 2013

Desde setiembre del 2003 el BCRP introdujo un nivel objetivo para la TIBO. La mayor parte de este periodo se caracterizó por presiones a la baja sobre la TIBO debido al exceso de liquidez observado en el mercado. Durante este periodo, en el 75 por ciento de las sesiones la TIBO se encontró en un rango cercano a la tasa de TPM, es decir, un rango de +/- 5 pbs sobre esta tasa. Resalta el *spread* marcadamente negativo entre la TIBO y la TPM observado en el primer trimes-

Periodo 2: mayo 2013–diciembre 2016

Durante este periodo, en el 65 por ciento de las sesiones la TIBO se encontró en un rango de +/- 5 pbs sobre la TPM. Este periodo se caracterizó por el fortalecimiento global del dólar y la caída generalizada del precio de los *commodities*. En 2014, la Reserva Federal de los Estados Unidos comenzó a reducir su programa de estímulos económicos conocido como *quantitative easing*, lo que provocó una apreciación del dólar estadounidense a nivel mundial y afectó negativamente a las monedas de los países emergentes,

GRÁFICO 2 ■ TIBO vs TPM promedio mensual

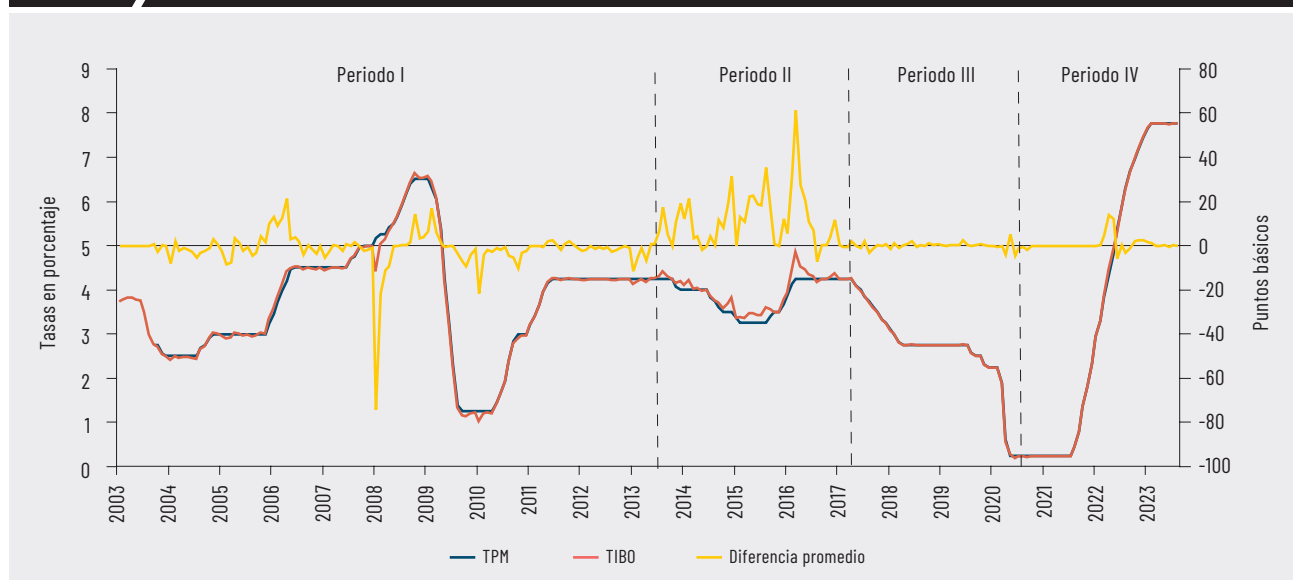
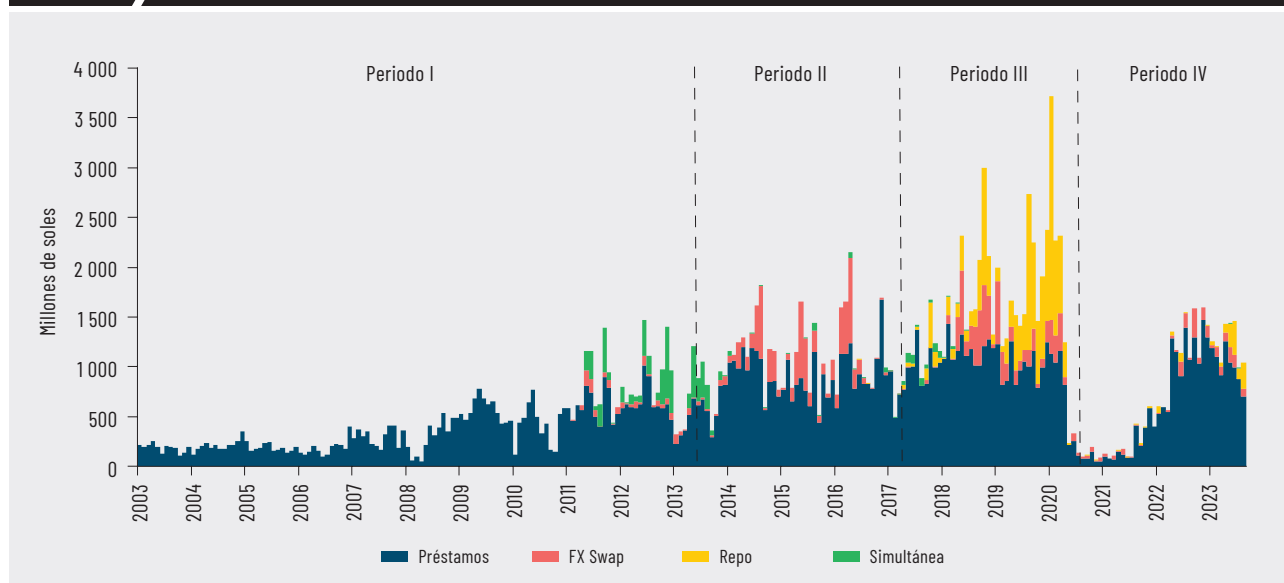


GRÁFICO 3 ■ Promedio negociado en el mercado de fondos interbancarios



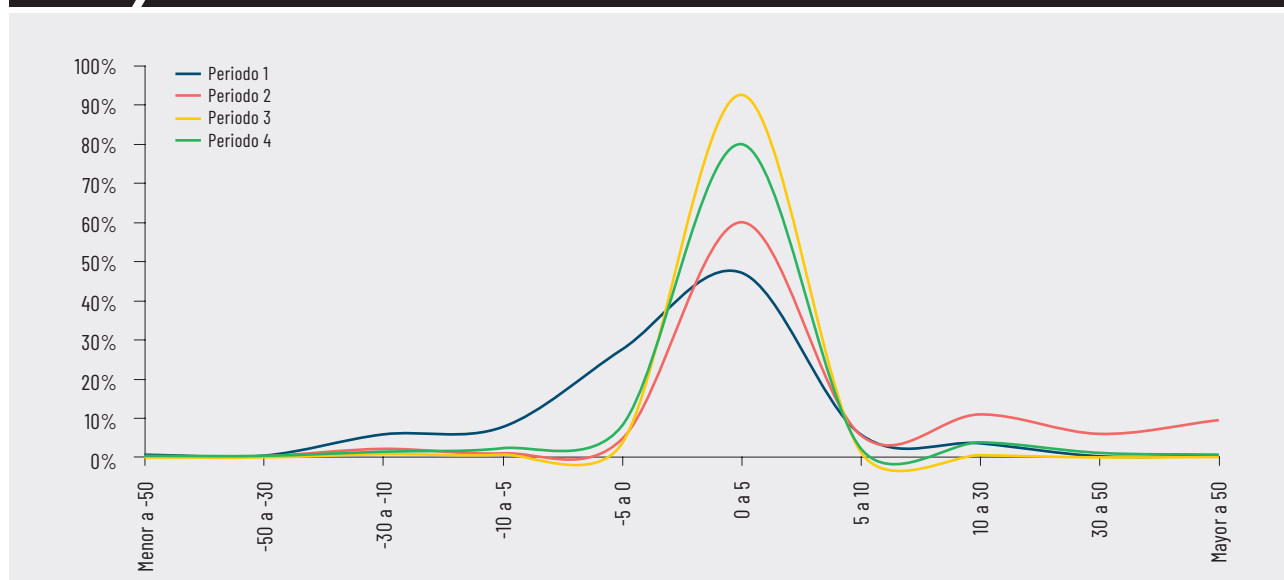
como el sol peruano. Con la finalidad de disminuir la volatilidad del tipo de cambio, el BCRP intervino en el mercado cambiario a través de la venta de dólares *spot* y subastas de *swap* cambiario venta. La mayor parte de la demanda provino de agentes locales que querían desdolarizar sus deudas o que querían dolarizar sus activos financieros. La mayor demanda de créditos en soles y la menor oferta de depósitos en soles, así como algunos cambios regulatorios, presionaron las tasas de interés al alza. Esto llevó al BCRP a tomar medidas para impulsar la desdolarización de los créditos y mantener el crecimiento del crédito en soles. Entre estas medidas destacan la introducción de un requerimiento adicional de encaje a la evolución de los créditos en dólares y a las subastas de los

repos de moneda bajo los regímenes de expansión y sustitución.

Adicionalmente, la diferencia entre la tasa implícita en soles de los derivados cambiarios y la TPM se encontraba en máximos históricos debido a la mayor demanda de coberturas cambiarias de inversionistas no residentes con posiciones en bonos soberanos. Esto encareció las operaciones de FX Swaps interbancarios. Además, debido a la concentración de fondos y a las líneas de crédito de los bancos, se observaron periodos donde algunos bancos superavitarios no podían colocar sus excedentes de liquidez en el mercado interbancario.

Debido a la disminución de la liquidez, el BCRP mantiene desde este periodo un saldo de operaciones de

GRÁFICO 4 ■ Distribución del spread entre la TIBO y la TPM





Un mercado de fondos interbancarios más robusto implica el desarrollo de operaciones colateralizadas que ayudan **a reducir las fricciones del mercado producto de la concentración de fondos, movimientos abruptos de la liquidez de algún participante o límites por líneas de crédito.**



inyección que suelen ser renovados al vencer. Sin embargo, el Banco Central también mantiene un saldo de CD BCRP debido a que la banca necesita estos valores para cumplir con nuevos requerimientos regulatorios.

Periodo 3: enero 2017–marzo 2020

Durante este periodo, en el 96 por ciento de las sesiones la TIBO se encontró en un rango de +/- 5 pbs sobre la TPM. Esta tercera etapa se caracterizó por un aumento del volumen negociado de fondos interbancarios gracias al desarrollo del mercado de préstamos colateralizados.

Si bien los préstamos colateralizados se transaban en los periodos pasados, eran poco comunes. Es en este periodo donde se observa un alto volumen de préstamos colateralizados negociado, incluso mayor que el volumen de los préstamos sin colateral en algunas fechas, debido a que los bancos terminaron de negociar contratos bilaterales que permitían el pacto de operaciones de reporte y se pusieron de acuerdo para priorizar el pacto de estas operaciones sobre los préstamos no colateralizados.

Debido a que las operaciones con colateral reducen el riesgo de la transacción, los límites entre entidades son mayores, lo cual permite una mejor redistribución de liquidez entre los bancos deficitarios y los bancos superavitarios. De esta manera, se generan menos fricciones en el mercado interbancario y las desviaciones de la TIBO–TPM.

El BCRP apoyó el desarrollo del mercado de repos al impulsar la aprobación de la Ley de Operaciones de Reporte en el 2013, la cual otorgaba las bases legales y jurídicas para las transacciones mediante repos de valores interbancarios. Además, desde el 2017,

el BCRP informa a diario el vector de precios de los CD BCRP y publica el *haircut* aplicable a sus operaciones de reporte, información que es utilizada por los bancos en sus propias operaciones de reporte. Además, en las operaciones de reporte, el BCRP no cobra ninguna comisión por las transferencias de propiedad de los títulos de valores que emite.

Periodo 4: abril 2020–abril 2023

Durante este periodo, en el 88 por ciento de las sesiones la TIBO se encontró en un rango de +/- 5 pbs sobre la TPM. El 13 de abril de 2020, a raíz de las políticas de confinamiento por la pandemia de COVID-19 en Perú, el BCRP disminuyó su tasa de referencia a 0,25 por ciento, y a través del programa Reactiva Perú inyectó en el sistema financiero alrededor de S/ 55 mil millones en los siguientes meses. El monto negociado interbancario se redujo considerablemente, debido a que ninguna entidad tenía necesidad de demandar liquidez. Además, la brecha entre la TPM (0,25 por ciento) y la tasa de ventanilla (0,15 por ciento) disminuyó a mínimos históricos, por lo que algunas entidades prefirieron colocar sus excedentes de liquidez que no eran adjudicados en las operaciones de esterilización del BCRP en depósitos de ventanilla, en vez de buscar activamente rentabilizarlos en el mercado interbancario.

Sin embargo, durante el 2021, el BCRP retiró S/ 46 mil millones por venta de dólares en el mercado *spot* para reducir la volatilidad extrema del tipo de cambio ante el aumento del riesgo político. Pero, a diferencia del segundo periodo, las ventas no generaron presiones al alza sobre las desviaciones de la TIBO-TPM debido a la alta liquidez del sistema.

El 13 de agosto de 2021, el BCRP incrementó la TPM de 0,25 por ciento a 0,5 por ciento, dando inicio a un periodo de aumento de tasas que continuó hasta enero de 2023. Conforme amortizaban los préstamos del programa Reactiva Perú, la liquidez estructural del sistema disminuía. En marzo de 2022, se retiró S/ 12 mil millones del sistema por el pago anual por regularización del impuesto a la renta. Estos dos últimos factores terminaron por reactivar la demanda por liquidez y, por ende, el mercado interbancario.

Actualmente, las presiones en las desviaciones de la TIBO-TPM suelen ocurrir a inicios de mes, debido al avance de numerales de encaje, y a finales de mes, cuando la mayoría de las entidades ya ha cumplido con sus requerimientos de encaje.

COMENTARIOS FINALES

Un mercado de fondos interbancarios más robusto implica el desarrollo de operaciones colateralizadas que ayudan a reducir las fricciones del mercado producto de la concentración de fondos, movimientos abruptos de la liquidez de algún participante o límites por líneas de crédito.

En la medida en que el mercado interbancario continúe desarrollándose, las desviaciones de la TIBO respecto a la TPM serán de menor magnitud y frecuencia.