

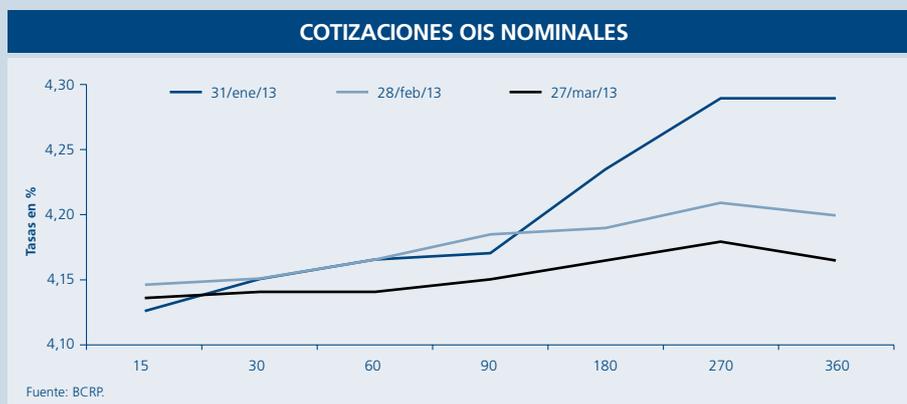
### Recuadro 6 EXPECTATIVAS DE TASA DE INTERÉS Y *OVERNIGHT INDEXED SWAP*.

El *Overnight Indexed Swap* (OIS) es un *swap* de tasas de interés donde la tasa variable se determina por la capitalización de una tasa *Overnight*, en lugar de la cotización de una tasa a plazo (por ejemplo la LIBOR USD al plazo de un mes), como en los *swaps* de tasas convencionales. El OIS es utilizado para administrar el riesgo de tasas de interés y especular sobre la dirección de la tasa de interés de referencia y los cambios en la curva de rendimientos, sin incurrir en inversión inicial. El cálculo de la tasa variable considera el Índice *Overnight* que calcula y publica diariamente el BCRP en base a las transacciones registradas en el mercado interbancario.

La banca local decidió lanzar este producto en mayo de 2012, en lugar de los *swaps* de tasas convencionales, debido a que la negociación en el mercado interbancario local es básicamente *overnight* y a la inexistencia de una tasa de referencia a plazo mayor<sup>75</sup>. En este mercado participan 3 bancos locales y, esporádicamente, algunos bancos no residentes. Los bancos cotizan la tasa fija en términos nominales, como se acostumbra en el mercado internacional. Los plazos van desde 2 semanas hasta 1 año. Los OIS son cupón cero para plazos hasta 11 meses, mientras que para plazos a 12 meses se intercambian cupones semestrales.

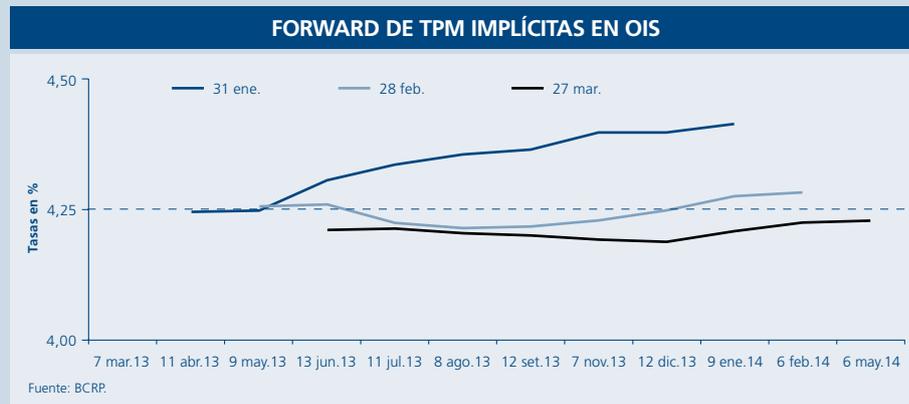
Debido a que la tasa variable de los OIS es determinada por la capitalización de la tasa *overnight* y que ésta a su vez es determinada por la tasa de política monetaria (TPM) del BCRP, las cotizaciones de los OIS reflejan las expectativas sobre el futuro de la TPM. Para extraer las expectativas de TPM, primero se debe construir una curva de tasas efectivas cupón cero en base a las tasas nominales cotizadas. Luego se calculan las tasas *forward* para las fechas de reunión de política del BCRP, que reflejan la trayectoria esperada de la TPM. Partiendo de la TPM actual y los *forward* de TPM, podemos construir un árbol de probabilidad para el nivel de la TPM para cada reunión de política, bajo el supuesto que el BCRP sólo puede incrementar o disminuir la TPM en 25 puntos básicos en cada oportunidad.

Por ejemplo, al cierre de enero de 2013 las cotizaciones OIS reflejaban expectativas alcistas sobre la TPM debido al crecimiento de la demanda interna y la persistencia de la inflación. Sin embargo, durante febrero y marzo la curva OIS se aplanó luego de la publicación de datos de actividad e inflación menores a lo esperado y las declaraciones del BCRP sobre la posibilidad de reducir la TPM.

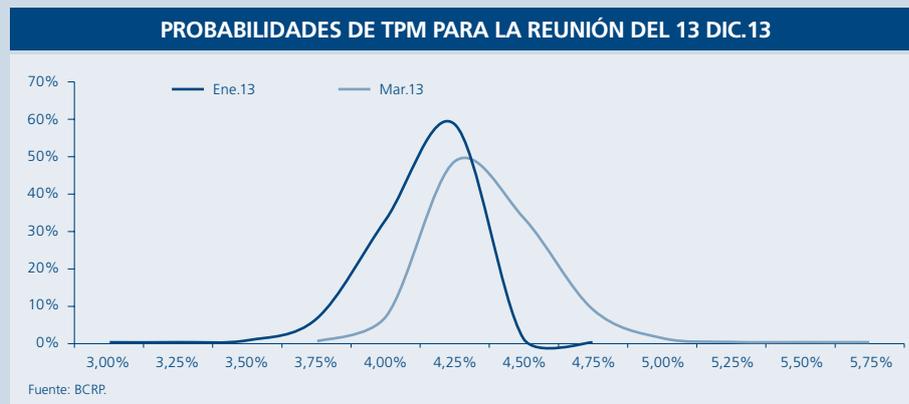


75 Cabe resaltar que, debido a problemas similares a los del Perú, el mercado de *swaps* de tasas de Chile, Brasil y Colombia están dominados por los OIS.





Al cierre de marzo, las cotizaciones OIS mostraban una probabilidad del 40% que la TPM se encuentre debajo del 4,25% actual para la reunión del 13 de diciembre de 2013 (mayor al 7% al cierre de enero). Como se aprecia en el siguiente gráfico, la distribución de probabilidad de la TPM de diciembre pasó de tener un coeficiente de simetría positivo en enero a negativo en marzo, reflejando el cambio de expectativas.



Sin embargo, el mercado local es aún ilíquido (sólo se ha negociado S/. 45 millones) y el diferencial *bid-ask* es de 20 puntos básicos en promedio. Esto se debe a que sólo tenemos tres participantes regulares y a la expectativa de que la TPM se mantendrá estable en el futuro previsible. Es importante el desarrollo de este mercado debido a su rol en la redistribución del riesgo de tasas de interés y porque refleja las expectativas del mercado sobre la TPM.

A pesar de la poca liquidez de este mercado, las expectativas extraídas de los OIS son válidas siempre que se usen cotizaciones *mid* en firme, es decir, disponibles para ser transadas. Si las cotizaciones no reflejaran las expectativas del mercado se generarían oportunidades de arbitraje. Por ejemplo, si la tasa OIS a 6 meses es 3,75% y el consenso del mercado es que la TPM se mantenga en 4,25% en dicho periodo, un banco podría financiarse a 6 meses a una tasa de 3,75%. Para esto, el banco debe pedir prestado soles en el mercado interbancario *overnight* y renovar la posición todos los días durante los 6 meses. Al mismo tiempo, el banco debe pactar un OIS donde paga la tasa fija y recibe la variable. De esta forma los pagos variables se compensan, quedando sólo el pago de la tasa fija.