

L A VERSATILIDAD de los Certificados de DEPÓSITO DEL BCRP

MANUEL TAPIA* Y GERMÁN TORRES**

A lo largo de las últimas décadas, el Banco Central de Reserva del Perú ha mostrado una alta versatilidad en la creación de instrumentos de política que han servido de forma efectiva en distintos escenarios económicos. En este artículo, se describe las distintas variedades de Certificados de Depósitos que se han utilizado durante los últimos años, así como el entorno económico en el que fueron usados.



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



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

El objetivo principal de los bancos centrales es preservar la estabilidad monetaria del país procurando tener una inflación baja y estable, que está influenciada por la tasa de interés y el tipo de cambio (en países con altos niveles de dolarización). Ambas variables dependen de diferentes factores internos y externos que impulsan la creación y el manejo de nuevos instrumentos que ayuden a abordar un factor específico por parte de los bancos centrales.

HISTORIA DEL CD BCRP

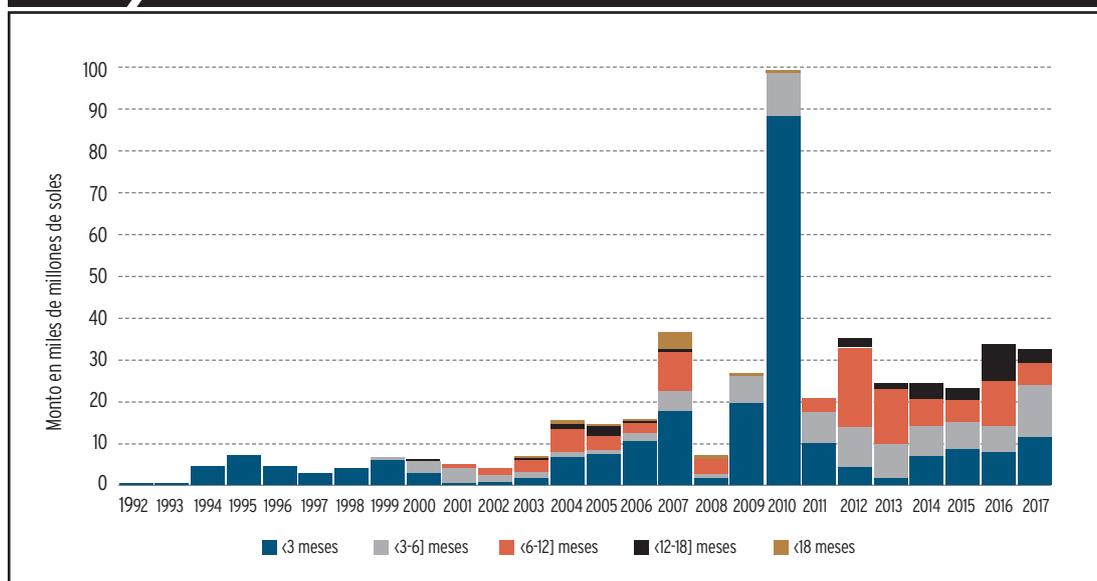
Para mantener la estabilidad de precios de la economía o cumplir con otros objetivos, los bancos centrales manejan la política monetaria a través de la tasa de interés de referencia, tasas de encaje y la intervención en el mercado interbancario mediante operaciones de mercado abierto. Por eso, en mayo de 1992, con el fin de regular la liquidez en moneda nacional del sistema financiero, el Directorio del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) autorizó la emisión en moneda nacional de “Certificados de Depósito del Banco Central de Reserva del Perú” o “CD BCRP”, instrumento que puede ser negociado libremente por sus titulares en el mercado secundario.

El certificado de depósitos del BCRP (CD

“El certificado de depósitos del BCRP (CD) es un valor denominado en soles que ofrece un rendimiento en soles y tiene como principal función retirar la liquidez excesiva en moneda nacional del mercado interbancario”

BCRP) es un valor denominado en soles que ofrece un rendimiento en soles y tiene como principal función retirar la liquidez excesiva en moneda nacional del mercado interbancario, la cual puede presionar a la tasa interbancaria en soles a la baja. En función al plazo del instrumento y su manejo de liquidez, las instituciones financieras deciden hasta qué nivel de tasa de interés pujarán para que les sea adjudicado dicho instrumento

GRÁFICO 1 ■ Emisión de CD BCRP por plazo



FUENTE: BCRP.

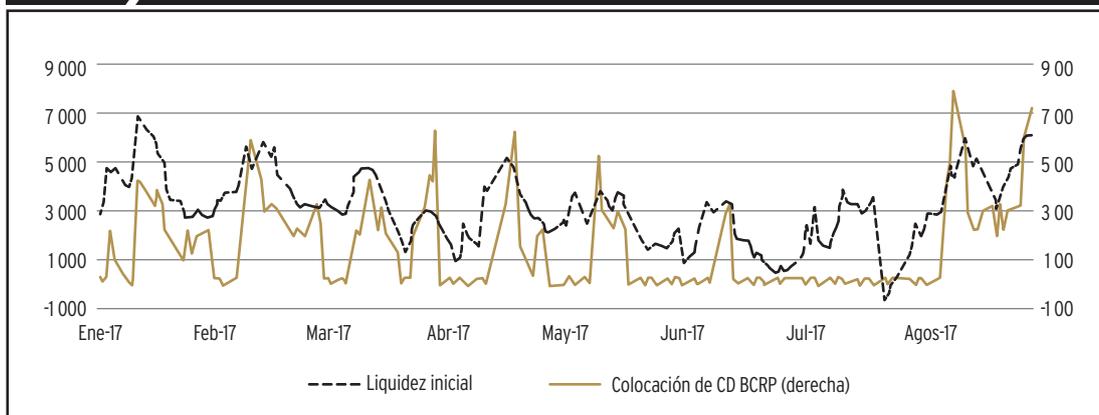
CUADRO 1 ■ Plazos máximos colocados de CD BCRP

Periodo	Plazo de emisiones ¹	Periodo	Plazo de emisiones ¹	Periodo	Plazo de emisiones ¹
[1992 - 1994]	2 meses	[2000 - 2002]	1 Año	[2009]	9 Meses
[1995 - 1998]	3 meses	[2003 - 2007]	3 Años	[2010-2011]	1 Año
[1999]	4 meses	[2008]	18 Meses	[2012-2017]	18 meses

¹ LOS PLAZOS INDICADOS MUESTRAN EL PLAZO MÁXIMO EMITIDO EN LOS PERIODOS MENCIONADOS.

FUENTE: BCRP

GRÁFICO 2 ■ Liquidez inicial del sistema y emisión de CD BCRP (Monto en millones de soles)



FUENTE: BCRP.

en la subasta. Cuando se adjudica a una institución un CD BCRP por medio de dicho mecanismo, se carga el monto asignado de la cuenta que la entidad mantiene en el BCRP.

En su primera década fue emitido hasta por un plazo menor a 1 año, luego, en 2003, se amplió hasta por 3 años. Desde el año 2012, el CD BCRP se ha emitido por un plazo no mayor a 18 meses pero el Banco Central podría colocarlo a un plazo mayor de hasta 3 años. El Cuadro 1 muestra los plazos colocados del instrumento desde su inicio.

La emisión del CD BCRP depende de la coyuntura del mercado monetario en soles, el cual se afecta por emisión de deuda del gobierno, vencimiento de deuda soberana, intervención en el mercado cambiario por parte del BCRP, entre otros. En el Gráfico 1 se muestra la cantidad emitida de CD BCRP desde 1992; no se considera los CD BCRP emitidos a plazo *overnight* ya que cumplen la misma funcionalidad que una subasta

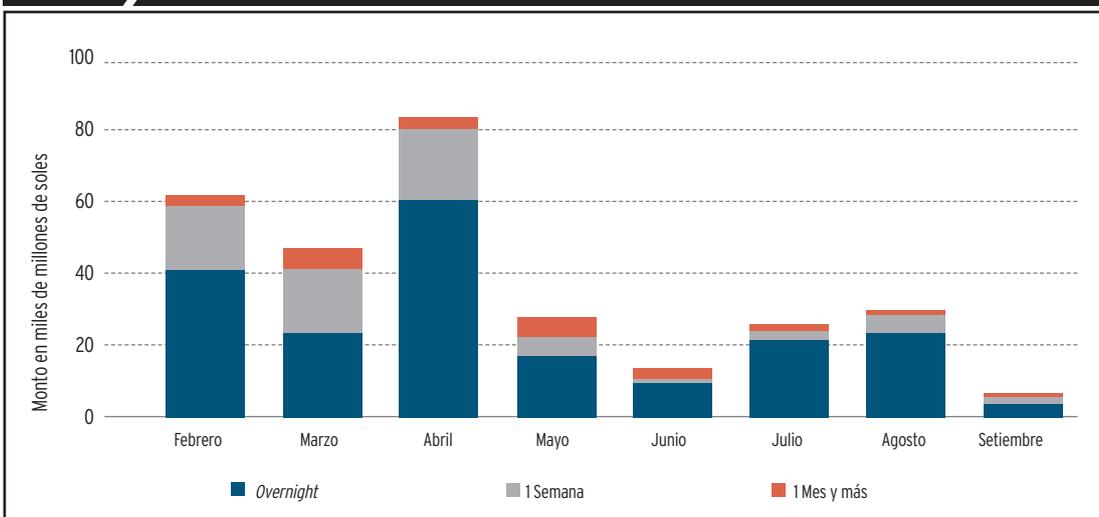
de depósitos a plazo, autorizado desde 2008. A diferencia del CD BCRP, el depósito a plazo no es negociable.

FUNCIONES Y VARIANTES DEL CD BCRP

Como valor emitido por el BCRP, el CD BCRP ha cumplido múltiples funciones: desde retirar la liquidez excesiva en soles hasta reducir las presiones de oferta y demanda de moneda extranjera a través de variantes como el CDR, CDLD o CD con pago en dólares, las cuales incluyen al tipo de cambio en su estructura mediante la indexación en el pago y/o liquidación del instrumento.

Adicionalmente, el CD BCRP sirve como medio para rentabilizar los fondos en soles de las instituciones financieras o como colateral para participar en subastas de Repo de Valores y de esta forma satisfacer necesidades futuras de liquidez que le permita cumplir con sus requerimientos¹. El Gráfico 2 muestra la relación existente entre la

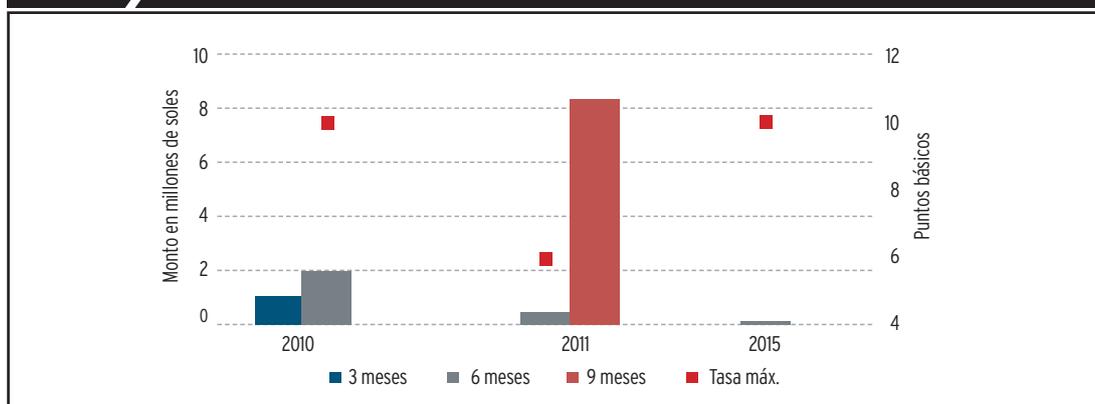
GRÁFICO 3 ■ Emisión de CD BCRP – NR en 2008



FUENTE: BCRP.

¹ Requerimientos por temas regulatorios o para atender flujo de clientes.

GRÁFICO 4 ■ Emisión de certificados de depósito variable



FUENTE: BCRP.

liquidez de mercado y la colocación de subastas de CD BCRP, la cual es positiva:

El coeficiente de correlación entre la liquidez del mercado y el monto emitido de CD BCRP es de +0,65, lo cual indica que se emiten más certificados BCRP cuando la liquidez de mercado es mayor. Además del certificado de depósito, el BCRP subasta depósitos a plazo *overnight* para retirar liquidez inmediata.

De otro lado, el CD BCRP funciona como vehículo de inversión para inversionistas locales y no residentes. Cuando el ingreso de los no residentes al mercado peruano aumenta por temas fundamentales y/o especulativos en la moneda nacional, ellos buscan invertir estos excesos de soles en instrumentos de renta fija de corto y mediano plazo. Por ello, el CD BCRP se convirtió en uno de sus instrumentos preferidos.

Ante ello, durante el año 2008 el BCRP empezó a emitir el **CD BCRP con Negociación Restringida (CD BCRP – NR)**, con lo que buscó restringir la negociación entre las instituciones autorizadas a participar en la colocación primaria. Con ello, se logró reducir el apetito de los inversionistas por el instrumento, quienes aprovecharon el exceso de moneda nacional obtenido por tomar posiciones especulativas en el Sol. Esto también permitió evitar presiones a la tasa de rendimiento del instrumento, las cuales distorsionaban la curva de rendimientos de los CD BCRP.

El CD BCRP – NR fue emitido durante febrero y setiembre de 2008 a los plazos entre *overnight* y 18 meses. En el Gráfico 3 se detalla la emisión del Certificado con Negociación Restringida.

Otra variante del CD BCRP es el **certificado de depósito con tasa variable (CDV BCRP)**, que tiene la misma función que el Certificado de Depósito (retirar el exceso de liquidez de moneda nacional existente en el mercado) y, además, permite al inversionista cubrir el riesgo de tasas de interés del valor.

“ El certificado de depósitos reajustables (CDR) es un valor denominado en soles que ofrece un rendimiento en dólares acompañado de un factor de reajuste por la variación del tipo de cambio ”

El CDV BCRP está sujeto a un reajuste en función de la tasa de política monetaria (TPM) o la capitalización del Índice interbancario *overnight* (ION)², según lo determinado por el BCRP al inicio de la subasta. Este refleja las expectativas sobre la TPM y las necesidades de liquidez.

Dentro de las variantes del CD BCRP sin vínculo al tipo de cambio, el CDV BCRP ha sido el valor con menor cantidad emitida. Su primera emisión se dio en 2010 en un escenario de expectativas inciertas de tasas de interés de política. El rango en el que el *spread* sobre la TPM ha oscilado en el CDV BCRP estuvo entre 0 y 10 puntos básicos, con el cual los adjudicatarios eliminaron el riesgo de tasas de interés.

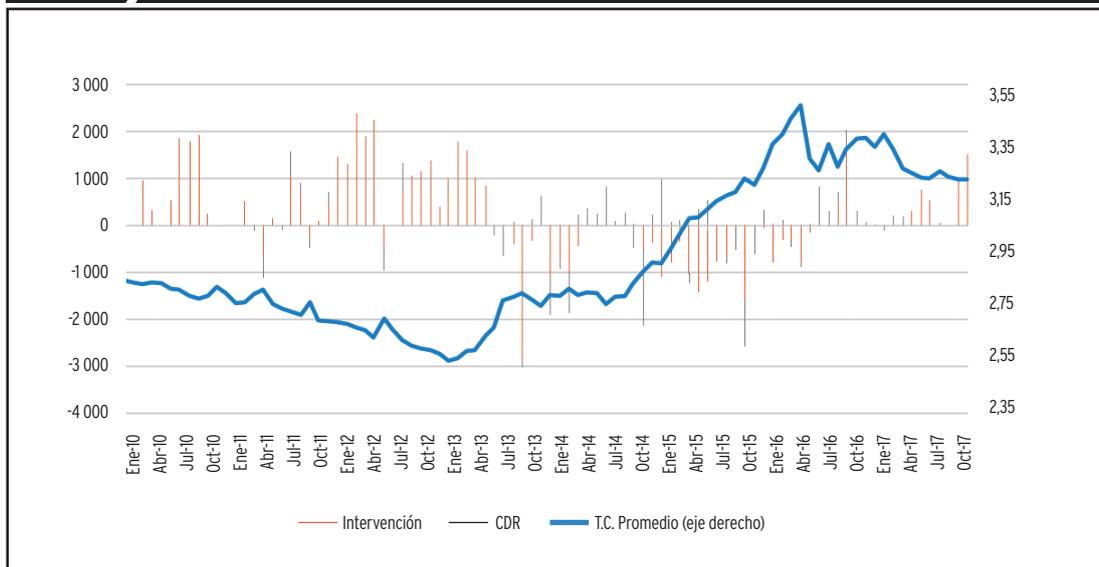
CD BCRP Y SU PARTICIPACIÓN EN EL MERCADO CAMBIARIO

Algunos instrumentos cambiarios que sirven al BCRP para reducir presiones de oferta y de demanda de dólares del mercado derivan del CD BCRP (CDR, CDLD y CD con pago en dólares).

Estos papeles pueden funcionar como activos en dólares (ayudan a reducir las presiones de demanda

² El ION refleja la tasa de interés interbancaria en moneda nacional negociada a plazo de un día.

GRÁFICO 5 ■ Intervención del BCRP: *Spot* y CDR*
(Monto en millones de USD)



* SIGNO POSITIVO INDICA COMPRA POR PARTE DEL BCRP.
FUENTE: BCRP.

de moneda extranjera) o como pasivos en dólares (ayudan a reducir las presiones de oferta). Una de las principales variantes de los CDBCRP que ayuda con el objetivo de disminuir las presiones de demanda cambiarias se denomina CDR.

CERTIFICADO DE DEPÓSITOS REAJUSTABLES (CDR)

El CDR es un valor denominado en soles que ofrece un rendimiento en dólares acompañado de un factor de reajuste por la variación del tipo de cambio, es decir, posee un rendimiento variable respecto al comportamiento del tipo de cambio al cual se ha emitido y al del vencimiento.

Este tipo de CD sirve para atender las presiones de demanda de las entidades financieras ya que ofrece un retorno en moneda extranjera y les da exposición al tipo de cambio a través de un factor de reajuste. Comprar un CDR es alternativo a comprar los dólares en el mercado *spot* ante la demanda de clientes o las expectativas sobre el tipo de cambio futuro. El efecto del CDR al inicio aumenta su exposición en moneda extranjera (incrementando la posición global de la banca a través de su posición contable)³, por lo que retira soles del mercado. Al vencimiento se devuelven los soles iniciales tomando en cuenta el retorno inicial requerido y el factor de reajuste sobre el tipo de cambio.

Este tipo de instrumento se utiliza en un contexto depreciatorio del Sol. En esta coyuntura, la demanda por dólares genera presiones al alza en el tipo de cambio y se utiliza el CDR como alternativa a la intervención *spot* (venta de moneda extranjera) del BCRP. Dicha demanda estuvo

asociada a la disminución de tenencias de deuda soberana por parte de los no residentes.

Cabe resaltar que si bien la finalidad del CDR es poder reducir la volatilidad en el tipo de cambio, sus efectos no son solo tangibles en el mercado cambiario sino que también repercute en el mercado monetario, porque se necesita la venta o compra de soles como contraparte al momento de comprar o vender dólares. En situaciones de estrés o poca liquidez en los mercados, la preferencia por uno u otro instrumento varía.

Por ejemplo, en caso el mercado presente presiones de demanda de dólares y la liquidez en moneda nacional se encuentre en niveles normales, el CDR podría ser preferido; sin embargo, en caso de que no exista suficiente liquidez en ambos mercados, es decir, demanda en moneda extranjera y poca liquidez en moneda nacional, el CDR no sería preferido ya que no existe la suficiente liquidez en soles para cubrir dicha necesidad de dólares, lo que presionaría a la tasa interbancaria en soles.

Por ello el BCRP decidió emitir un conjunto de instrumentos simultáneos que puedan ayudar a solventar ambos escenarios:

OPERACIÓN DE REPORTE ESPECIAL (REPO + CDR)

El Repo Especial es una operación combinada ya que involucra una operación de Reporte (Repo) y la emisión de un CDR a la vez. Esta tiene como finalidad atender la falta de liquidez en moneda nacional y las presiones de demanda de dólares de las entidades financieras, pues incluye un activo en dólares (CDR). El Repo garantiza la liquidez

³ Posición global: es la posición de cambio dentro de balance (activos menos pasivos en moneda extranjera) más posición neta en productos financieros derivados.

para la adquisición del CDR, por lo que la entidad participante obtiene exposición al tipo de cambio sin perder liquidez en soles. Es un instrumento que brinda un rendimiento en dólares con un pago en soles, similar al *swap* cambiario venta⁴, en el cual la institución financiera que compra el instrumento paga la tasa en soles del Repo y recibe la tasa en dólares del CDR. El mecanismo de subasta es simultáneo: primero se subasta un repo de valores en moneda nacional y se adjudica automáticamente un CDR por monto similar al del Repo, a una tasa determinada por el BCRP, que debe usarse como colateral del Repo. De esta manera, los soles recibidos por el Repo son utilizados únicamente para la compra del CDR.

Por otro lado, en un contexto de apreciación de la moneda local debido a oferta de dólares, el BCRP cuenta con instrumentos cambiarios para reducir la presión de oferta. El **Certificado de depósito liquidable en dólares (CDLD)** es un papel denominado en soles que ofrece un rendimiento en soles y sirve para poder atender las presiones de oferta de las entidades financieras, porque se liquida en dólares⁵ (tanto en la emisión como al vencimiento).

El tipo de rendimiento en el CDLD puede ser fijo o variable; en caso sea fijo, la entidad financiera recibe el rendimiento propuesto en la subasta (similar al CD pero se liquida en dólares); en el caso de un esquema variable, el rendimiento a recibir es la capitalización de la tasa de política monetaria del BCRP (TPM).

Otra variante del CD aplicada a un contexto depreciatorio del dólar es el **Certificado de depósito con pago en dólares (CD-dólar)**. Es un papel denominado en soles similar al CD que ofrece un rendimiento en soles, pero que en la emisión se paga solo en dólares y al vencimiento

“ **El CD BCRP** no solo sirve para regular la liquidez en moneda nacional sino que también para que el BCRP pueda reducir la volatilidad del tipo de cambio ”

se liquida en soles, a diferencia del CDLD. Este instrumento tuvo la finalidad de poder absorber la oferta de dólares, por parte de las AFP, ante una alta demanda de fondos en soles debido a la ley de retiro anticipado de jubilación de los aportantes de hasta el 95,5 por ciento⁶ aprobada en 2016.

Si bien la funcionalidad de las variantes de certificados de depósitos para la intervención en el mercado cambiario es diversa, presenta una participación moderada frente a las opciones de instrumentos como la intervención *spot* o *Swap* Cambiario, que dependen de la naturaleza de los flujos cambiarios y la situación de liquidez en ambas monedas.

En conclusión, el CD BCRP junto a sus variantes vienen siendo instrumentos muy activos en el manejo de política monetaria por parte del BCRP, que los creó de acuerdo a las necesidades y coyuntura que nuestra economía enfrentó. A través de ellas, el CD BCRP no solo sirve para regular la liquidez en moneda nacional sino que también para que el BCRP pueda reducir la volatilidad del tipo de cambio.

GRÁFICO 6 ■ Esquema de Repo Especial



FUENTE: BCRP.

⁴ El *swap* cambiario es un instrumento de intervención del BCRP para reducir la volatilidad cambiaria. En el caso de un *Swap* Cambiario Venta es equivalente a que el BCRP venda dólares al inicio del contrato, los recompre al finalizar el mismo y pague un interés en dólares por dicha compra.

⁵ Liquidación referida al pago en el momento de la emisión y vencimiento del valor.

⁶ Este efecto se debe a la promulgación de la Ley 30425 que modifica a las Administradoras de Fondos de Pensiones.