

S

waps de tasas de interés del Banco Central en el marco de Operaciones Condicionadas a la EXPANSIÓN DEL CRÉDITO A LARGO PLAZO

CARLO BARRIGA* Y ALDO DELGADO**

En diciembre de 2020, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) decidió incluir dentro de sus instrumentos de política monetaria a las Operaciones Condicionadas a la Expansión del Crédito a Largo Plazo. Dentro de ellas, se encuentra el *swap* de tasas de interés. El artículo explicará el funcionamiento de este instrumento y cómo puede fortalecer la transmisión de la política monetaria expansiva del BCRP.



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



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

A partir de la crisis generada por la expansión del COVID-19, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) ejecutó diversas medidas orientadas a promover el correcto funcionamiento de los mercados. Entre ellas resaltaron las operaciones de reporte con garantía estatal (Reactiva Perú), que implicó una inyección de liquidez a la economía de S/ 52,2 mil millones, equivalente al 7,3% del PBI.

El programa Reactiva logró con éxito expandir el crédito en soles al sector privado, con un crecimiento mensual superior al 8% en mayo. Sin embargo, los desembolsos de los fondos de Reactiva terminaron en diciembre de 2020 y el mayor impacto de estos se dio en mayo (ver Gráfico 1). Es por ello que se observa un menor dinamismo en el crecimiento del crédito, llegándose a registrar un crecimiento negativo de 0,4% en diciembre de 2020 (ver Gráfico 2).

Frente a este contexto de desaceleración del crédito al sector privado, el BCRP aprobó las Operaciones Condicionadas a la Expansión del Crédito a Largo Plazo. El objetivo de este programa es apoyar la política expansiva del BCRP, al buscar reducir las tasas de interés de plazos mayores y mantener el crecimiento del crédito, especialmente a plazos mayores a 3 años.

Dentro de este programa se incluyó Operaciones de Reporte con plazos de hasta 3 años a una tasa de 0.50%, lo que le permite a las entidades financieras (EF) obtener fondos a una tasa baja. Con ello se busca incentivar los créditos de plazos largos, así como menores tasas de interés al reducir el costo de fondeo.

Además, se incluyó un nuevo instrumento: el *swap* de tasas de interés (STI BCRP). El presente artículo se centrará en explicar este instrumento y sus implicancias como parte de la política monetaria del BCRP.

¿QUÉ ES UN SWAP DE TASAS DE INTERÉS?

Un *swap* de tasas de interés (STI) es un contrato financiero derivado pactado entre dos partes donde se comprometen a hacer un intercambio futuro de flujos de dinero o pagos. Estos intercambios tienen una periodicidad específica y se realizan durante un plazo determinado. Además, al inicio del contrato no se realiza ningún pago.

El STI más común¹ es aquel donde se intercambia un flujo calculado a partir de una tasa fija (pago fijo) y otro a partir de una tasa variable (pago variable), ambos denominados en la misma moneda. Para determinar la cantidad de cada flujo, se utiliza un monto referencial fijado en el contrato, llamado monto nominal.

En estos contratos, la tasa fija se determina el día del pacto y no cambia durante la vida del

GRÁFICO 1 ■ Desembolsos de fondos de Reactiva (Millones de soles)



FUENTE: BCRP.

GRÁFICO 2 ■ Evolución del crédito en soles (Variación %)



FUENTE: BCRP.

contrato. Por otro lado, la tasa variable dependerá del valor de una tasa de referencia (por ejemplo, la Libor) al inicio de cada periodo de pago de intereses. Típicamente, en las fechas de pago, se hace un neteo entre ambos flujos, de tal manera que la parte con el mayor monto pague la diferencia a su contraparte en el contrato.

STI BCRP

El STI BCRP² es un *swap* de tasas de interés donde el BCRP paga una tasa variable y la EF paga una tasa fija, ambos flujos calculados sobre el monto nominal definido en el contrato. La periodicidad de pagos es trimestral. El plazo del contrato podrá ser de entre 3 y 7 años.

La tasa variable será calculada como la capitalización del Índice Interbancario *Overnight*

¹ Este tipo de STI generalmente es conocido como *plain vanilla swap*.

² En este artículo se describe el STI BCRP normado en la Circular 0035-2020-BCRP (19/12/2020).

(ION). El ION es igual a la capitalización acumulada³ de la tasa de interés interbancaria *overnight* (TIBO)⁴. Este tipo de STI es llamado *Overnight Indexed Swaps* (OIS), y a diferencia de los STI comunes, la tasa variable utilizada para calcular el flujo variable recién se conoce al final del periodo de pago de intereses. Actualmente existen otros OIS que utilizan, por ejemplo, la *Euro Overnight Index Average* (EONIA) o la *Effective Federal Funds Rate* (EEFR) para calcular la tasa variable.

La tasa fija será determinada a través de una subasta⁵ en donde las EF propondrán la tasa que estarán dispuestas a pagar en el STI y el BCRP seleccionará las propuestas cuyas tasas sean mayores. A continuación, presentamos un ejemplo de un STI BCRP:

Una EF participa en una subasta de STI BCRP con las siguientes características:

- Monto Nocial: S/ 100 millones.
- Fecha de inicio: 31 de diciembre de 2018.
- Fecha de vencimiento: 31 de diciembre de 2025.
- Periodicidad del intercambio de flujos: Trimestral.
- Primer pago: 31 de marzo de 2019.
- Plazo: 7 años.
- Tasa Fija⁶: 2,90%
- Tasa variable: Capitalización del Índice Interbancario *Overnight* (ION).

El 31 de marzo de 2019 se dará el primer intercambio. Los pagos serán calculados de la siguiente manera:

$$\begin{aligned} \text{Pago Variable} &= N \times \left[\frac{ION_{T-1}}{ION_{t-1}} - 1 \right] \\ &= S/ 100\,000\,000 \times \left[\frac{139,7387}{139,7937} - 1 \right] \\ &= S/ 100\,000\,000 \times 0,6809\% \\ &= S/ 680\,900 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Pago Fijo} &= N \times r \times d/360 \\ &= S/ 100\,000\,000 \times 2,9\% \times 90/360 \\ &= S/ 100\,000\,000 \times 0,7250\% \\ &= S/ 725\,000 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Pago Neto} &= \text{Pago Fijo} - \text{Pago Variable} \\ &= S/ 725\,000 - S/ 680\,900 \\ &= S/ 44\,100 \end{aligned}$$

Donde:

- N = Monto Nocial.
- $\frac{ION_{T-1}}{ION_{t-1}}$ = Capitalización del ION.
- ION_{t-1} = ION de un día calendario anterior al fin del último periodo finalizado.
- ION_{T-1} = ION de un día calendario anterior al fin del periodo.
- r = Tasa Fija.
- d = Días durante el período de pago.

En este ejemplo, el 31 de marzo de 2019 el pago fijo es mayor al pago variable por lo que la EF deberá pagar al BCRP el monto de S/ 44 100. En caso el pago neto hubiese sido negativo, el BCRP habría tenido que realizar el pago a la EF. Este procedimiento se realizará cada fecha de pago de acuerdo con la periodicidad establecida hasta el fin del contrato.

Cabe resaltar que los STI pactados en el marco de las Operaciones Condicionadas a la Expansión del Crédito a Largo Plazo involucran un compromiso por parte de la EF de expandir sus créditos a largo plazo⁷ de modo que el incremento de éstos sea por lo menos equivalente a la suma del monto vigente de las Operaciones de Reporte, mencionadas previamente, y del monto nocial vigente de los STI BCRP.

RIESGO DE TASAS DE INTERÉS Y EL STI

Una EF, por lo general, suele obtener fondos tomando depósitos de corto plazo, por lo que pagan una tasa que irá variando en el tiempo conforme se renueven estos depósitos. Un depósito a 6 meses pactado hoy tendrá una tasa distinta a un depósito por el mismo plazo pactado dentro un año. Por lo que podríamos asimilar esta dinámica a un costo de fondeo a tasa variable para la EF.

Por otro lado, las EF utilizan parte de estos fondos captados para otorgar préstamos a mayores plazos, como los créditos hipotecarios, donde se pacta una tasa fija vigente durante la duración de la operación. Esto genera un descalce de tasas de interés (variable versus fija), que expone a la EF al riesgo generado por el cambio de tasas, conocido como riesgo de tasas de interés. Por este motivo, las EF tienen pocos incentivos para expandir su crédito a largo plazo en el contexto actual, donde la tasa de interés del BCRP se encuentra en mínimos históricos.

Una EF puede aminorar el riesgo de tasas de interés si comienza a tomar depósitos a mayor plazo con tasa fija, calzando plazo y tipo de tasa de interés entre la fuente de fondeo y el préstamo otorgado. Sin embargo, los depósitos no suelen constituirse a

³ El valor del ION comienza en 100 el día 31 de diciembre de 2009.

⁴ La TIBO es igual a la tasa de interés promedio ponderada a la que se realizan los préstamos en moneda nacional entre los bancos privados al plazo de un día hábil, sin colateral, con fondos mantenidos en sus cuentas corrientes en el BCRP en un día en específico.

⁵ También se podrán realizar colocaciones directas en cuyo caso la tasa fija es determinada por el BCRP.

⁶ El cálculo de la tasa fija está fuera del objetivo de este artículo.

⁷ La expansión de créditos a largo plazo es equivalente al saldo vigente de los nuevos créditos a empresas e hipotecarios en moneda nacional con plazo mayor o igual a 3 años otorgados por la EF partir del 1 de enero de 2021.

GRÁFICO 3 ■ Ejemplo del uso del STI BCRP para calzar fuente de fondeo y flujos recibidos por los créditos hipotecarios



ELABORACIÓN: PROPIA.

plazos similares a los créditos hipotecarios. Por otro lado, también existe la posibilidad de que una EF realice emisión de deuda de largo, pero debido a la crisis generada por la pandemia y el ruido político, las emisiones a plazos largos en moneda nacional se han visto desfavorecidas.

Es así que una alternativa para reducir el riesgo de tasas de interés sería hacer uso de derivados, tales como un STI. Sin embargo, actualmente el mercado de STI en moneda nacional es inexistente. Es por ello que el BCRP puede actuar como contraparte en los contratos de STI BCRP y fomentar el crecimiento del crédito a largo plazo. Para entender cómo el STI puede impulsar el crecimiento del crédito a largo plazo se propone el siguiente ejemplo:

Ejemplo del uso del STI BCRP para calzar fuente de fondeo y flujos recibidos por los créditos hipotecarios (ver Gráfico 3).

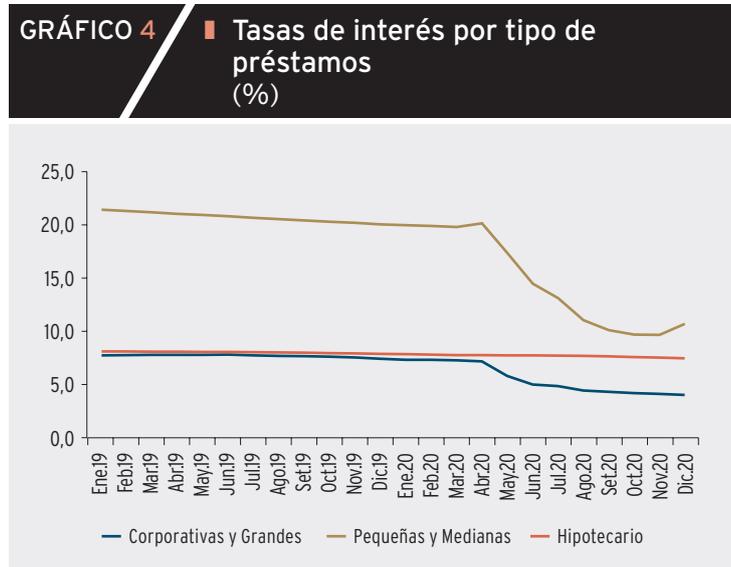
Fondeo: El banco capta depósitos de corto plazo a una tasa equivalente a la TIBO.

Colocación: El banco utiliza los fondos conseguidos para colocar créditos hipotecarios a plazos de 7 años⁸, por los que recibe una tasa fija.

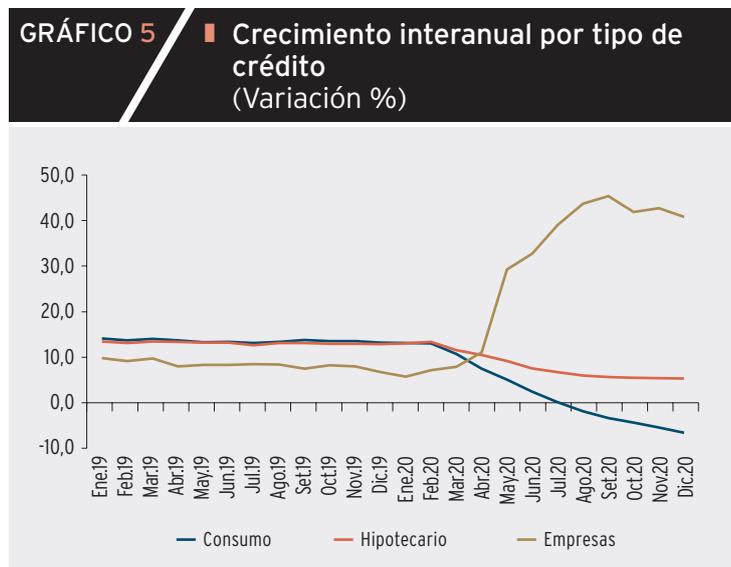
Bajo el esquema presentado, el banco se encuentra expuesto al riesgo de tasas de interés debido a que su fuente de fondeo, a la tasa TIBO, puede encarecerse por aumentos futuros de las tasas de interés de corto plazo. Mientras que, los créditos hipotecarios le otorgan al banco una fuente de ingresos constantes por los flujos recibidos del crédito al estar pactados a una tasa fija.

Como se ha explicado previamente, una forma de neutralizar el riesgo de tasas de interés es calzando el plazo y tipo de tasa de interés entre la fuente de fondeo y el crédito otorgado. En este caso, el banco tendría que sustituir los depósitos que capta a corto plazo, por un fondeo al plazo de 7 años y con una tasa fija. Debido a que esta fuente

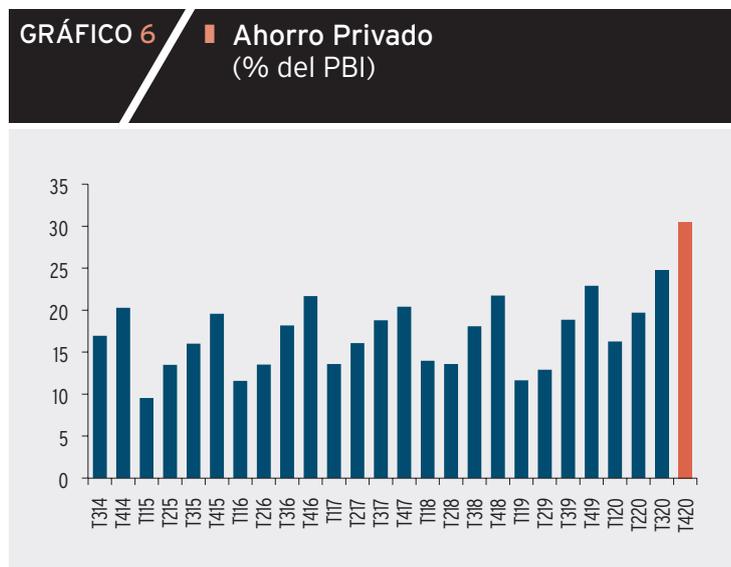
⁸ Si bien el plazo de los créditos hipotecarios generalmente es mayor, se utiliza este ejemplo para fines explicativos. Cabe resaltar que este análisis podría utilizar medidas de riesgo de tasas, como la duración modificada o Macaulay, bajo las cuales instrumentos con distintos plazos serían comparables; sin embargo, ello estaría enfocado a una publicación más especializada.



FUENTE: BCRP.



FUENTE: BCRP.



FUENTE: BCRP.

de fondeo no es usual en el mercado, el banco puede entrar en un contrato STI BCRP con plazo de 7 años, para así obtener un fondeo equivalente al plazo de sus créditos hipotecarios, conocido también como fondeo sintético.

Una vez pactado el STI BCRP, el banco tendrá que pagar una tasa fija al BCRP, mientras que recibirá la capitalización del ION, equivalente a la tasa TIBO. De esta forma, el banco puede cubrir su costo de fondeo de corto plazo con los flujos que recibe del BCRP, anulando el riesgo de posibles incrementos en las tasas de interés. En consecuencia, el banco tendrá que pagar la tasa fija al BCRP mientras que recibe los flujos del crédito hipotecario, ambos contratos al mismo plazo, consiguiendo así el fondeo sintético.

Assumiendo que el banco ya conoce la posibilidad de entrar a un contrato STI BCRP, esto le permitir mitigar el riesgo de tasas de interés y con ello reducir el requerimiento de capital por el menor riesgo tomado. Por este motivo, el banco encuentra incentivos en ofrecer tasas más atractivas para la colocación de sus créditos hipotecarios u otros de largo plazo. De esta forma, el BCRP puede expandir su alcance de política monetaria, mediante el crecimiento del crédito a largo plazo a tasas menores y sin mayores riesgos para el sistema financiero. De forma adicional, se desarrolla el mercado de STI.

COMENTARIOS FINALES

En un contexto de desaceleración del crecimiento del crédito, el BCRP inició con las Operaciones Condicionadas a la Expansión del Crédito a Largo Plazo. En el marco, se incluyó al STI BCRP con el fin de que sea utilizado para mitigar el riesgo de tasas de interés al permitir que se cubra el riesgo de obtener fondos a una tasa variable y utilizar estos fondos para colocar préstamos a una tasa fija.

En particular, será importante evaluar el impacto que este instrumento tendrá en el mercado de créditos hipotecarios. A diciembre de 2020, estos créditos muestran un crecimiento interanual menor al de periodos previos y las tasas de interés no se han reducido de manera significativa (ver Gráficos 4 y 5).

Además, al cierre de 2020 se registró una tasa de ahorro privado de 30,5%, el nivel más alto en las últimas dos décadas (ver Gráfico 6), explicado por el gasto no realizado por las medidas de inmovilización social, así como los retiros de fuentes de ahorro privado, previamente intangibles, como los fondos de pensiones y la CTS. En ese sentido, las EF podrían utilizar los STI y canalizar el exceso de liquidez de los hogares para la cuota inicial de una vivienda mediante créditos hipotecarios, reduciendo el riesgo de tasa de interés.