



CIENCIA CONTABLE: VISIÓN Y PERSPECTIVA

5 años de
de la PUCP



Capítulo 13

Libro homenaje
de la Facultad de Ciencias C



Óscar Alfredo Díaz Becerra
José Carlos Dextre Flores
Editores

BIBLIOTECA NACIONAL DEL PERÚ
Centro Bibliográfico Nacional

657 Ciencia contable: visión y perspectiva / Óscar Alfredo Díaz Becerra, José Carlos Dextre Flores,
C4 editores.-- 1a ed.-- Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Fondo Editorial, 2017
(Lima: Tarea Asociación Gráfica Educativa).
405 p.: il., diagrs.; 24 cm.

«Libro homenaje por los 85 años de la Facultad de Ciencias Contables de la PUCP».
Incluye bibliografías.

D.L. 2017-15495
ISBN 978-612-317-308-1

1. Contabilidad - Ensayos, conferencias, etc. 2. Contabilidad - Normas 3. Contadores - Ética profesional 4. Auditoría - Normas 5. Finanzas públicas - Contabilidad 6. Contabilidad tributaria I. Díaz Becerra, Óscar Alfredo, 1962-, editor II. Dextre Flores, José Carlos, 1944-, editor III. Pontificia Universidad Católica del Perú

BNP: 2017-2877

Ciencia contable: visión y perspectiva

Libro homenaje por los 85 años de la Facultad de Ciencias Contables de la PUCP

Óscar Alfredo Díaz Becerra y José Carlos Dextre Flores, editores

© Pontificia Universidad Católica del Perú, Fondo Editorial, 2017

Av. Universitaria 1801, Lima 32, Perú

feditor@pucp.edu.pe

www.fondoeditorial.pucp.edu.pe

Diseño, diagramación, corrección de estilo
y cuidado de la edición: Fondo Editorial PUCP

Primera edición: noviembre de 2017

Tiraje: 500 ejemplares

Prohibida la reproducción de este libro por cualquier medio, total o parcialmente,
sin permiso expreso de los editores.

Hecho el Depósito Legal en la Biblioteca Nacional del Perú N° 2017-15495

ISBN: 978-612-317-308-1

Registro del Proyecto Editorial: 31501361701192

Impreso en Tarea Asociación Gráfica Educativa
Pasaje María Auxiliadora 156, Lima 5, Perú

PRÉSTAMOS SINTÉTICOS EN DÓLARES EN EL MERCADO PERUANO

Alberto Liu Ly

En los últimos años, la banca peruana viene ofreciendo a sus clientes préstamos sintéticos en dólares a fin de competir con los bancos extranjeros. Esta estrategia consiste en tomar (i) un préstamo tradicional en soles, más (ii) un swap de divisas mediante el cual la empresa recibe un flujo en soles y paga un flujo en dólares, con lo cual, a su vez, logra obtener un menor costo de fondeo. El origen de estas menores tasas a partir de esta estrategia es el diferencial de tasas en soles y en dólares del swap de divisas que recibe la empresa.

Palabras clave: préstamos sintéticos, derivados, swap.

En los últimos ocho años, como consecuencia de los estímulos monetarios en la mayoría de los países desarrollados, las tasas de interés han alcanzado niveles inusualmente bajos. Esto generó, aunque con algunas intermitencias, un flujo importante de capitales hacia países emergentes, entre ellos el Perú. Bancos estadounidenses, europeos y japoneses han estado compitiendo con los bancos locales colocando préstamos bancarios en el mercado peruano a tasas muy atractivas. Para poder competir en este entorno, los bancos locales están haciendo uso de una serie de estrategias para llegar con niveles de tasas atractivas para sus clientes. Una de estas estrategias es ofrecer los préstamos sintéticos en dólares. Esta estrategia no puede ser ofrecida por los bancos extranjeros, pues se requiere tener fondeo en moneda nacional.

Los bancos locales vienen ofreciendo esta estrategia con nombres comerciales como «Préstamo rebajado» o «Préstamo mejorado», pero en esencia consiste en un préstamo sintético en dólares. Esta estrategia implica tomar (i) un préstamo tradicional en soles, más (ii) un swap de divisas mediante el cual la empresa recibe un flujo en soles y paga un flujo en dólares (vende dólares a futuro).

El origen de estas menores tasas a partir de esta estrategia es el diferencial de tasas en soles y en dólares del swap de divisas que recibe la empresa. En períodos en los que la tasa en soles del swap es significativamente mayor que la tasa en dólares del swap, este diferencial puede ser muy importante y genera ahorros en la tasa final para la empresa.

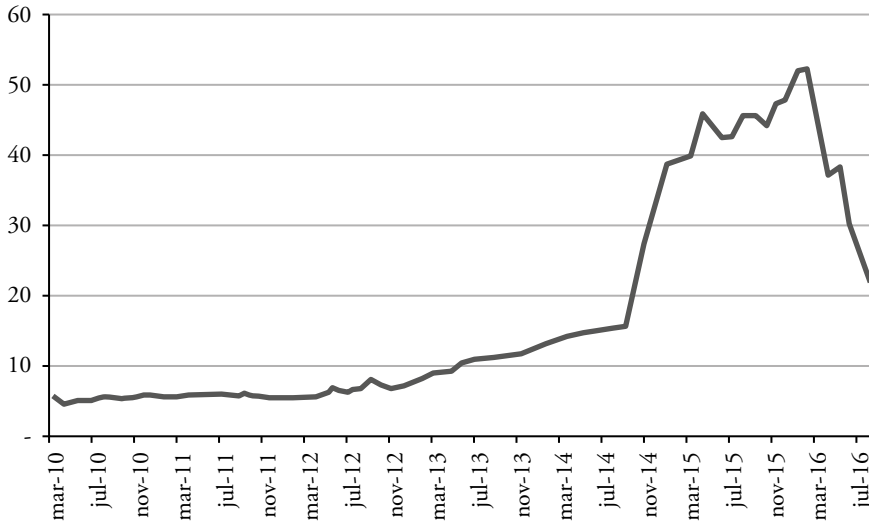
1. ¿QUÉ ES SWAP DE DIVISAS O *CROSS CURRENCY SWAP*?

Según John C. Hull, en su forma más sencilla, este swap (CCS, por sus siglas en inglés) consiste en intercambiar el principal y los pagos de intereses en una moneda por el principal y los pagos de intereses en otra moneda. Un acuerdo de swap de divisas requiere que el principal se especifique en cada una de las dos monedas. Por lo general, los montos del principal se intercambian al inicio y al final de la vida del swap. Comúnmente, los montos de principal se eligen, de modo que sean aproximadamente equivalentes si se usa la tasa de intercambio al inicio del swap (Hull, 2009).

A nivel mundial, el uso swap de divisas está ampliamente difundido desde hace décadas. El primer swap de divisas se pactó en Londres en 1979 entre el Banco Mundial e IBM, y fue estructurado por Salomon Brothers (Hong Kong Monetary Authority, 2014). Sin embargo, en el mercado local su uso es más reciente y su existencia comercial data del año 2007. A pesar de que solo dos bancos locales concentran el grueso de las operaciones de swap de divisas entre domiciliados —el BCP, con el 46% del mercado, seguido del BBVA Continental con el 38%—, este mercado es muy competitivo, con márgenes muy reducidos, debido a la participación cada vez más frecuente de bancos internacionales.

En este entorno, el stock de operaciones de swaps de divisas en los balances de los bancos locales viene creciendo explosivamente: al cierre de 2015 llegó a alcanzar S/. 43 526 millones, un incremento de 621,35% en cinco años, como consecuencia principalmente de los swaps cambiarios ofrecidos por el Banco Central —aunque en la actualidad estos instrumentos no existen en el mercado, debido a que la menor presión devaluatoria del sol hace innecesario su uso por parte del Banco Central—. El siguiente gráfico muestra la evolución del swap de divisas en el mercado local.

**Gráfico 1. Stock de swaps de divisas en el sistema bancario peruano
(en miles de millones de soles)**



Fuente: SBS (2016)

En el Perú, estos derivados se pactan a través de los contratos marco de Asbanc y sus contratos complementarios, los cuales son una adaptación local de los contratos ISDA que se utilizan entre contrapartes internacionales. Normativamente, pactar un swap de divisas por parte de una empresa no financiera no requiere ninguna aprobación, salvo que los órganos directivos al interior de la empresa, como la junta de accionistas o el directorio, así lo establezcan. Situación diferente se da en las entidades financieras reguladas por la SBS, las cuales, según Resolución SBS 8182-2012, deben de tramitar una autorización que puede ser (i) con fines de negociación o (ii) con fines de cobertura.

Las empresas peruanas que pactan swap de divisas lo hacen en su gran mayoría a través de préstamos sintéticos y, en menor medida, para fines estrictamente de cobertura. Para el primer caso y considerando que los importantes ahorros financieros se dan al pactar préstamos sintéticos en dólares, los principales participantes son empresas que buscan financiamiento estructural de largo plazo en dólares para la adquisición o construcción de activos fijos.

2. ¿CÓMO SE LOGRA ESTRUCTURAR ESTE PRÉSTAMO SINTÉTICO EN UNA MONEDA ESPECÍFICA PARA OBTENER ESTE IMPORTANTE AHORRO FINANCIERO?

Para estructurar un préstamo sintético, es necesario definir lo que es un instrumento financiero sintético. Este instrumento consiste en un portafolio que replica exactamente el flujo de caja y el valor de mercado (*mark-to-market*) de un instrumento financiero en particular. Así, por ejemplo, es posible replicar sintéticamente un swap de divisas compra sol-dólar tomando un activo en dólares que genere un flujo (ingreso) de caja en dicha moneda y un pasivo en soles que genere un flujo (egreso) de caja en dicha moneda, de tal manera que ambos flujos sean iguales en valor presente en el momento de su creación.

Análogamente, es posible replicar un préstamo tradicional en dólares siguiendo estos pasos:

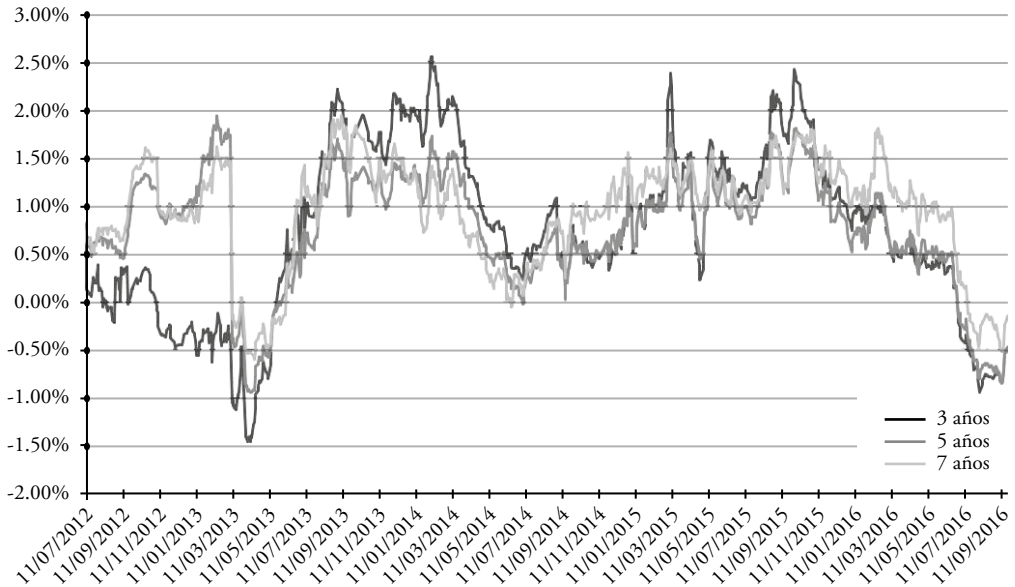
1. Obtención de un financiamiento en soles;
2. Adquisición de dólares con los soles obtenidos del financiamiento;
3. Pacto de un swap de divisas sol-dólar, mediante el cual se reciben soles y se paga en dólares. El cronograma del flujo en soles del swap debe permitir cancelar exactamente el cronograma del flujo del préstamo.

Con estos pasos, hemos logrado recrear sintéticamente los flujos de un préstamo en dólares. Esta estrategia es el préstamo sintético en dólares.

Es importante señalar que el derivado pactado en el tercer punto debe cumplir con los requisitos para ser considerado como un instrumento financiero derivado para fines de cobertura contable, lo cual requiere cumplir con una prueba de efectividad y, en el caso de empresas con moneda funcional soles, se precisa de ingresos suficientes en dólares para cubrir los egresos en dólares que exige el swap pactado.

A la fecha de cierre del presente artículo, las tasas finales de los préstamos sintéticos en dólares son mayores a las de los préstamos tradicionales, con excepción de los plazos cortos. Cabe anotar que han habido ventanas de oportunidad en el pasado a través de las cuales las empresas podían obtener importantes ahorros con esta estrategia. El gráfico 2 muestra la evolución de los ahorros en la tasa de los préstamos sintéticos en dólares para una empresa corporativa a plazos de tres, cinco y siete años. Como se puede apreciar, en febrero de 2014, abril de 2015 y noviembre de 2015, una empresa que hubiera pactado un préstamo sintético en dólares a tres años habría obtenido un ahorro de aproximadamente 250 pbs, comparado con un préstamo tradicional.

Gráfico 2. Ahorro en tasas: diferencia entre las tasas de un préstamo tradicional en USD y un préstamo sintético en USD



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

A continuación, presentamos un ejemplo de cómo se aplica este préstamo (tasas y cotizaciones referenciales a marzo de 2016). Una empresa con ingresos en dólares requiere financiar un proyecto a un plazo de siete años con una amortización de tipo hipotecario (pago de amortizaciones de principal e intereses iguales en cada período de pago). Para ello, podría tomar un financiamiento tradicional en dólares directamente, con lo cual la tasa de interés aplicable sería de 4,61%. Sin embargo, tiene la posibilidad de tomar un préstamo sintético en dólares. Para obtener este financiamiento, la empresa debe primero tomar un préstamo en soles a un plazo de siete años con una amortización de tipo hipotecario. La tasa de este financiamiento en soles sería de 7,80% y el importe sería el siguiente:

$$\text{Importe del préstamo en soles} = N.S$$

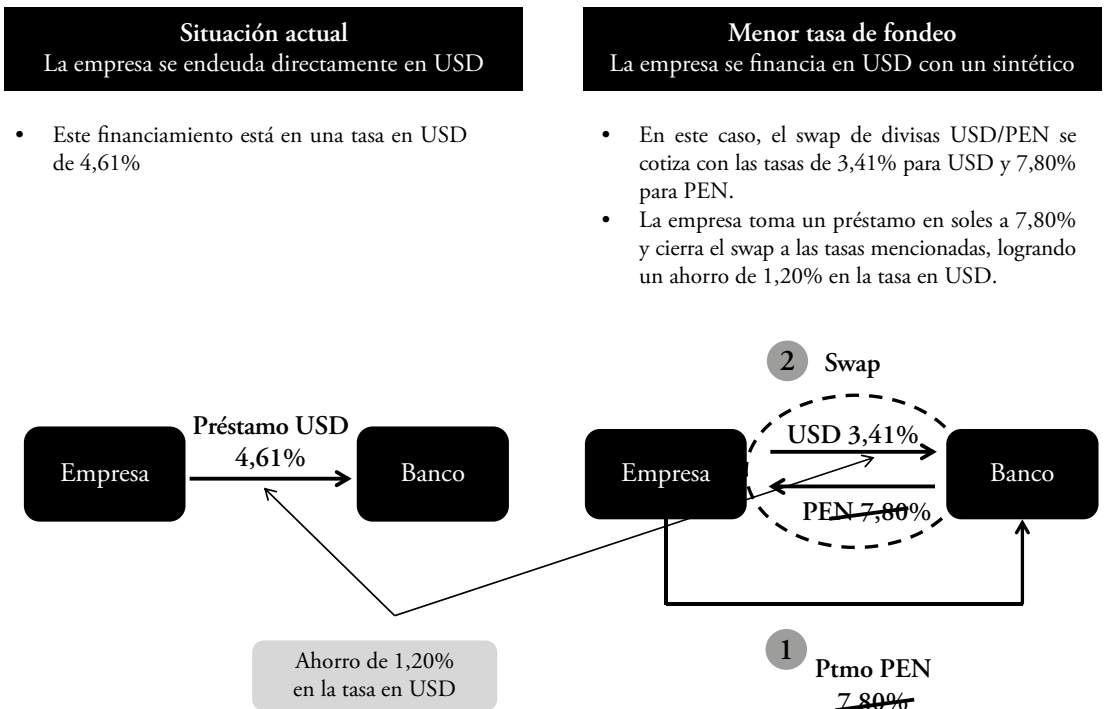
En esta fórmula, N es el importe del requerimiento de fondeo en dólares de la empresa y S es el precio *spot* del dólar en la fecha de pacto del derivado.

Una vez que la empresa recibe los fondos del préstamo, procede a comprar los dólares y aplicar esos dólares a los usos aprobados en el financiamiento, en este ejemplo,

la implementación de un proyecto puntual. Simultáneamente, al cierre del financiamiento, la empresa deberá pactar un swap de divisas en el que recibe un flujo en soles y paga un flujo en dólares. El importe a pactar por el swap sería de N dólares, mientras que la tasa en soles del swap sería de 7,80% (similar a la del préstamo); y la tasa en dólares del swap, de 3,41%. El cronograma del flujo en soles del swap deberá coincidir con el cronograma del préstamo en soles, de tal manera que, en cada fecha de pago del préstamo, la empresa recibirá de parte del proveedor del swap el mismo importe requerido para el préstamo y, en contrapartida, la empresa deberá pagar una cuota en dólares considerando un cronograma de amortización de tipo hipotecario con una tasa de 3,41% en dólares.

Para fines prácticos, la combinación de préstamo en soles con el swap de divisas es como haber pactado un préstamo en dólares, en que el flujo en soles del préstamo se cancela con el flujo en soles del swap, por lo cual la empresa tiene que pagar únicamente el flujo en dólares del swap. En dicho flujo, la tasa aplicable es de 3,41%, menor en 120 pbs con respecto un préstamo tradicional en dólares (ver gráfico 3):

Gráfico 3. Préstamo tradicional en USD versus préstamo sintético en USD

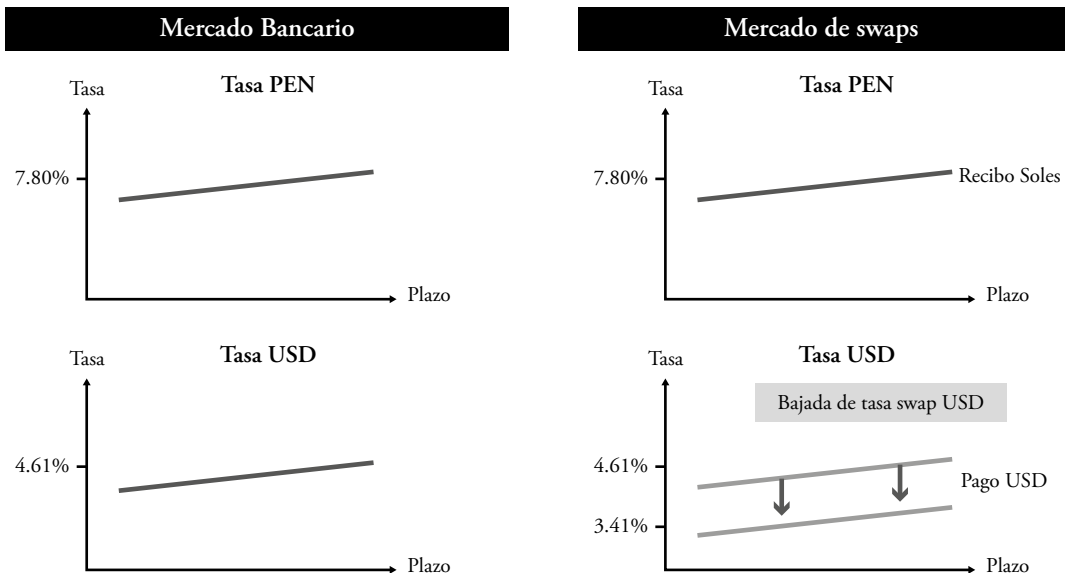


En el ejemplo anterior, la empresa logró un ahorro importantísimo al ejecutar el préstamo sintético en dólares. ¿Cómo se logra este significativo ahorro? Para responder a esta pregunta, hay que considerar dos mercados: el mercado bancario y el mercado de swaps de divisas. En ambos mercados se cotizan tanto tasas en dólares como tasas en soles, ya sea para préstamos o para operaciones de derivados. En condiciones de equilibrio y con costos de transacción relativamente reducidos, las tasas de ambos mercados deberían ser iguales o similares. Si se presenta esta condición de equilibrio, no existiría un ahorro al pactar el préstamo sintético en dólares. No obstante, si las tasas de ambos mercados difieren, este ahorro se puede dar. Específicamente, cuando el diferencial entre las tasas en soles y dólares del mercado bancario se reduce, o el diferencial entre las tasas en soles y dólares del mercado de derivados de tipo de cambio se incrementa, se genera el ahorro utilizando esta estrategia. Es de esperarse que todo arbitraje —el préstamo sintético es un arbitraje— sea temporal y de corto plazo, pero, en este caso, las condiciones para estos ahorros en el costo de financiamiento pueden ser más prolongados. Esto se debe a una serie de factores, como mayores encajes aplicables en los depósitos en dólares que en los depósitos en soles, exoneraciones tributarias en los bonos soberanos en soles que afectan las tasas en soles del mercado bancario, entre otros.

Gráfico 4. Arbitraje en los préstamos sintéticos en dólares generados por diferencias de tasas en el mercado bancario y el mercado de swaps

En nuestro ejemplo el ahorro en Préstamo Sintético en USD se daría por:

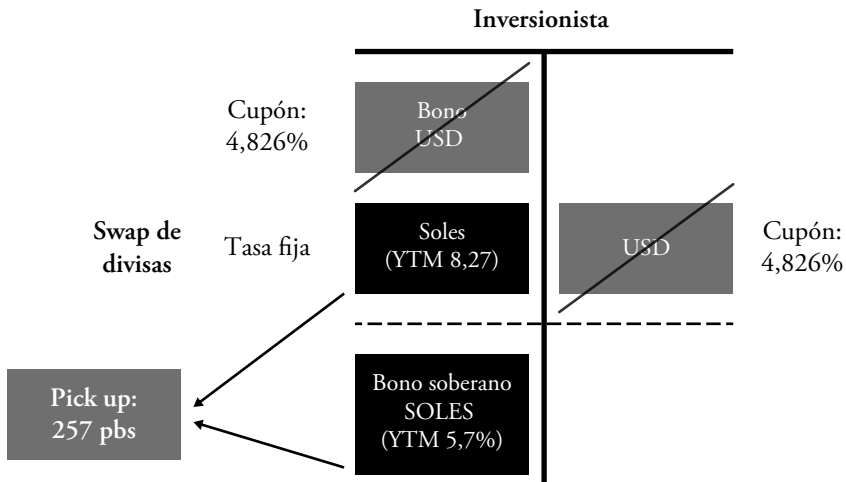
- Mercado bancario: Bajada de tasa en PEN y/o subida de la tasa USD
- Mercado de swaps: Subida de tasa en PEN y/o bajada de la tasa USD



3. OTRAS APLICACIONES DEL SWAP DE DIVISAS

Así como es posible obtener un préstamo sintético en dólares a través de un préstamo en soles más un swap venta, también, es posible lograr una rentabilidad mayor que aquella que brindan las alternativas tradicionales de inversión usando este swap venta. Esto se logra a través de una estrategia llamada *asset swap*. Esta estrategia permite un inversionista obtener una rentabilidad en soles mediante la compra un bono en dólares, y, simultáneamente, el pacto de un swap venta mediante el que paga el flujo en dólares, similar al flujo del bono, y se recibe un flujo en soles. Este último flujo en soles es mayor al que el inversionista hubiera obtenido tomando un bono en soles directamente. A modo de ejemplo, si al 27 de octubre de 2016 hubiéramos comprado el bono global colombiano en dólares con vencimiento 15 de febrero de 2027 (YTM: 4,826% en dólares) y convertimos su flujo en dólares a un flujo en soles a través de un swap venta, podríamos haber obtenido una rentabilidad en soles de 8,267%. Considerando que un bono soberano peruano en soles de similar plazo tiene un rendimiento al vencimiento de 5,70%, estaríamos obteniendo con esta estrategia una rentabilidad adicional (*Yield pick up*) de 257 pbs (ver gráfico).

Gráfico 5. Asset Swap: mayores rentabilidades en soles con swaps venta



Sin embargo, para que ambas rentabilidades sean comparables, al rendimiento de esta estrategia debemos restarle aproximadamente 50 pbs, debido a las diferencias de rating crediticio entre el riesgo soberano colombiano (BBB) y el riesgo soberano de Perú (BBB+).

4. CONCLUSIONES

Los préstamos sintéticos en dólares se presentan como una estrategia que puede permitir la reducción de costos financieros para aquellas empresas con ingresos en dólares que requieren un financiamiento estructural de largo plazo. Esto se logra gracias al swap incorporado en esta estrategia que brinda a la empresa que pacta el préstamo sintético un diferencial de tasas que abarata el costo de fondeo. Por otro lado, para los bancos locales, esta estrategia les permite competir exitosamente ante los bancos extranjeros que poseen fuentes de fondeo en dólares más baratos.

Finalmente, para que esta estrategia no sea limitada a un grupo de empresas corporativas, se requiere lo siguiente:

- Tener una legislación tributaria adecuada para el uso de derivados;
- Desarrollar activos y pasivos que repliquen el componente en soles de los swaps de divisas;
- Difundir y capacitar a los directivos de las empresas sobre el uso de los derivados de tipo de cambio.

BIBLIOGRAFÍA

- Hong Kong Monetary Authority (2014). Derivatives in plain words. <http://www.hkma.gov.hk/media/eng/publication-and-research/reference-materials/banking/ch05.pdf>. Consulta: 29/10/16.
- Hull, John (2009). Introducción a los mercados de futuros y opciones. En *Swaps* (pp. 170-171). Ciudad de México: Pearson.
- Superintendencia de Banca y Seguros y Administradoras de Fondos de Pensiones (2016). «Carpeta de Información del Sistema Financiero». http://www.sbs.gob.pe/app/stats_net/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.aspx?p=14#. Consulta: 16/11/16.