

UNIVERSIDAD NACIONAL DE INGENIERIA
FACULTAD DE INGENIERIA ECONOMICA Y
CIENCIAS SOCIALES



“La emisión de Bonos Soberanos y su efecto en el desarrollo del mercado local de bonos en Nuevos Soles de empresas privadas. Caso: Emisión de Bonos Soberanos en el marco de los programas Creadores de Mercado 2003 y 2004”.

INFORME DE SUFICIENCIA

PARA OPTAR EL TITULO PROFESIONAL DE:

INGENIERO ECONOMISTA

**POR LA MODALIDAD DE ACTUALIZACIÓN DE
CONOCIMIENTOS**

ELABORADO POR:

ALFREDO PRADO GARCÍA

LIMA - PERU

2005

A mis padres, Pascual y Antonia

A mis siete hermanos

A mis profesores de la Facultad de Ingeniería
Económica de la Universidad Nacional de
Ingeniería

INFORME DE SUFICIENCIA

INDICE

	Pág.
INTRODUCCIÓN	
I. DEFINICIONES GENERALES	
A. Mercado de valores	9
1 Definición	9
2 Participantes	10
B. Mercado de bonos	10
1 Bono	11
2 Tasa de interés y maduración	11
3 Clases de bonos	11
4 Bonos por tipo de tasas de interés	13
5 Papeles comerciales o instrumentos de corto plazo	13
C. Curva de rendimientos	14
1 Definición	14
2 Construcción de una curva de rendimientos	14
3 Formas que adopta la curva de rendimientos	14
II. MARCO TEÓRICO	
A. Efecto de la emisión de Bonos Soberanos en moneda local en el mercado deuda pública y privada	18
B. Importancia del desarrollo del mercado de capitales	19
1 Reduce el riesgo del sistema financiero	19
2 Contribuye al manejo de la política monetaria	19
III. MARCO LEGAL	
A. Estrategia de colocaciones y operaciones de manejo de deuda pública	21
B. Programa de Creadores de Mercado de Bonos Soberanos	23
1 Definición	23
2 Diseño del programa Creadores de Mercado	23
C. Letras del Tesoro Público	23
IV. MERCADO DE RENTA FIJA EN MONEDA NACIONAL ANTES DEL PROGRAMA CREADORES DE MERCADO	
A. Introducción	28
B. Mercado primario	28
1 Sector privado	28
2 Sector público	29
C. Mercado Secundario	31
D. Estructura de tipo de instrumentos de renta fija en Nuevos Soles	32

E. Emisiones de Certificados de Depósito del BCR	32
V. EMISION Y NEGOCIACIÓN DE BONOS SOBERANOS DENTRO DE LOS PROGRAMAS CREADORES DE MERCADO 2003 Y 2004	
A. Introducción	34
B. Mercado primario	34
1 Colocaciones de Bonos Soberanos efectuados entre 2003 y 2004	34
2 Exceso de demanda en la colocación de Bonos Soberanos	37
C. Mercado secundario	38
1 Primer y segundo nivel del mercado secundario	39
2 Bonos Soberanos mas negociados por los inversionistas	41
3 Aumenta volumen negociado en la parte larga de la curva de Bonos Soberanos	43
4 Análisis del spread y tasas de interés de Bonos Soberanos	44
VI. EFECTO DE LOS PROGRAMAS CREADORES DE MERCADO 2003 Y 2004 EN EMISIONES EN NUEVOS SOLES DE EMPRESAS PRIVADAS	
A. Tasas de Bonos Soberanos como referencia de tasas de colocaciones privadas	49
B. Evolución del spread entre bonos privados y Bonos Soberanos	52
C. Efecto de las emisiones de Bonos Soberanos en las tasas de interés de emisiones privadas	53
D. Efecto de las emisiones de Bonos Soberanos en plazos de colocaciones de bonos privados	54
E. Efecto de las emisiones de Bonos Soberanos en montos de bonos en Nuevos Soles de empresas privadas	55
VII. MERCADO DE RENTA FIJA EN NUEVOS SOLES LUEGO DEL PROGRAMA CREADORES DE MERCADO 2003 Y 2004	
A. Mercado primario de renta fija	56
1 Emisiones realizadas en los últimos años	56
2 Saldo de emisiones de papeles en Nuevos Soles	58
3 Emisiones en Nuevos Soles como porcentaje del total de emisiones de renta fija	59
B. Mercado secundario	61
C. Algunas características actuales del mercado de valores de renta fija	62
1 Liquidez del mercado	63
2 Exceso de demanda de instrumentos	64
3 Aparición de nuevos emisores	65
4 Concentración de emisores	66
VIII. CONCLUSIONES Y PERSPECTIVAS	
A. Conclusiones	68
B. Perspectivas	70
BIBLIOGRAFÍA	

INTRODUCCIÓN

El saldo de la deuda pública total del Perú de mediano y largo plazo al cierre del año 2002 ascendió a US\$ 24,541 millones. De este monto, US\$ 3,826 millones correspondió a deuda interna (con organismos o instituciones locales) y US\$ 20,715 millones correspondió a obligaciones externas; Del total de las obligaciones externas, el Club de París y los organismos multilaterales concentraron el 75%.

La deuda externa enfrenta, entre otros, significativos riesgos de mercado (variaciones de tipo de cambio y de tasas de interés), por haber sido pactada en monedas distintas al dólar americano (moneda de referencia) y a tasas de interés variables. Así, al cierre del ejercicio 2002 el saldo de deuda externa, como ya se mencionó, ascendió a US\$ 20,715 millones lo que implicó un incremento de US\$ 1,748 millones frente al saldo de deuda externa registrado al cierre del año 2001 (US\$ 18,967 millones). Del monto total incrementado en el 2002 sólo US\$ 808 millones se debió al aumento neto de deuda, mientras que US\$ 940 millones se debió a la variación del tipo de cambio (riesgo de mercado).

Para enfrentar de manera responsable los riesgos asociados al tipo de cambio y las tasas de interés a los que está expuesta la deuda pública total – y fundamentalmente la deuda externa-, y mejorar el perfil de su servicio de deuda, el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) instituyó, en el año 2003, el programa de Creadores de Mercado de Deuda Pública Interna en Nuevos Soles, como parte de una estrategia de sustitución gradual de deuda externa por interna.

El programa de Creadores de Mercado (CM), puesto en funcionamiento en marzo del 2003 con la participación de cinco importantes bancos privados (Banco de Crédito BCP, BBVA

Banco Continental, Banco Wiese Sudameris e Interbank), constituye una de las principales reformas de mercado efectuadas por el actual Gobierno.

El mencionado programa de CM tiene dos objetivos básicos y un objetivo marginal. Primer objetivo, consiste en mantener un perfil de endeudamiento público total con niveles de riesgos aceptables, aumentando la participación de deuda interna o disminuyendo la deuda pública en otras monedas. Para esto se está emitiendo, por un lado, Letras del Tesoro (LT) en Nuevos Soles a plazos menores a un año, para administrar la estacionalidad de la caja fiscal y, por otro, Bonos Soberanos (BS) en Nuevos Soles a plazos mayores a un año.

Segundo, estimular la expansión y profundización del mercado doméstico de capitales en Nuevos Soles, mediante el desarrollo de una curva de rendimientos (tasas de interés) en el mercado de deuda pública interna, que sirva de referencia (benchmark) al sector privado para emitir deuda en la misma moneda local, reduciendo su riesgo cambiario y combatiendo la dolarización de la economía.

Y el objetivo marginal es, mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria, permitiendo que las tasas interbancarias de muy corto plazo (influenciadas por el Banco Central de Reserva del Perú - BCRP) generen movimientos similares en las tasas de mediano y largo plazo, que son las que influyen en el gasto privado de inversión doméstica.

El presente trabajo, entonces, se centra en la evaluación del logro del segundo objetivo del programa CM. En ese sentido **el tema a desarrollar es:** La emisión de Bonos Soberanos y su efecto en el desarrollo del mercado local de bonos en Nuevos Soles de empresas privadas. Caso: Emisión de Bonos Soberanos en el marco de los programas Creadores de Mercado 2003 y 2004.

El mercado de instrumentos de renta fija en moneda nacional hasta fines del 2002 mostraba cierto rezago, por ejemplo, frente al crédito en Nuevos Soles del sistema financiero al sector privado. En efecto, el saldo en circulación de instrumentos de renta fija en moneda nacional a diciembre del 2002 (S/. 4,092 millones) representaba sólo el 29% del crédito en Nuevos Soles

del sistema financiero al sector privado (S/. 17,107 millones); en el caso particular de instrumentos financieros de renta fija en Nuevos Soles de empresas privadas (S/. 2,969 millones) este representaba sólo 17% del crédito en moneda nacional del sistema financiero al sector privado.

Tras dos años de aplicación del programa CM conviene formularse las siguientes preguntas sobre la emisión de Bonos Soberanos en Nuevos Soles:

- ¿En cuánto ha mejorado la negociación de bonos públicos en Nuevos Soles en el mercado local de capitales?.
- ¿Está fomentando mayor emisión y negociación de bonos en Nuevos Soles de empresas privadas?.
- ¿Ya se ha establecido una curva de rendimientos de BS y ésta ya se está siendo tomada por agentes privados para ofertar títulos valores?.
- ¿En qué medida ha influido en el comportamiento de las tasas de interés de emisión de bonos de empresas privadas entre los años 2003 y el 2004?.
- Está permitiendo la incorporación de nuevos emisores privados al mercado?.
- ¿Está contribuyendo con la desdolarización del mercado local de bonos?.

En síntesis, **el problema de investigación del presente trabajo es:** ¿Cual ha sido el efecto de la emisión de BS en Nuevos Soles en el marco de los programas CM 2003 y 2004 en el mercado local de bonos en Nuevos Soles de empresas privadas?.

El **objetivo general** del presente trabajo es determinar el impacto de las emisiones de BS en Nuevos Soles, en el marco de los programas CM 2003 y 2004, en la dinamización (profundización) del mercado local de bonos en Nuevos Soles.

El **objetivo específico** que se busca es : Cuantificar el impacto de las emisiones de BS en Nuevos Soles en la emisión de bonos en Nuevos Soles de empresas privadas en el mercado local.

Mientras que el **objetivo marginal** es: Estimar el diferencial de tasas (spread) entre las tasas de interés de colocación de bonos en Nuevos Soles de empresas privadas y las tasas de interés de BS en el mercado secundario, en los periodos 2003 y 2004.

En función a los objetivos propuestos, la **hipótesis a probar es**: La emisión de BS en Nuevos Soles ha fomentado una mayor emisión de bonos en Nuevos Soles de empresas privadas en los periodos 2003 y 2004.

Justificación

Como ya mencionamos, uno de los objetivos centrales de la estrategia de colocación de BS en Nuevos Soles en el mercado interno es la de impulsar el mercado local de capitales mediante el establecimiento de curvas de rendimiento (tasas de interés) en nuevos soles para que los agentes privados, a su vez, emitan bonos en nuestra moneda.

En ese sentido, el presente trabajo parte de la inquietud de que si en efecto y transcurrido dos años de la puesta en marcha del programa de CM, las emisiones de BS ya estaría o no generando mayor dinamismo en el mercado de bonos emitidos en Nuevos Soles y en específico en el mercado de bonos en Nuevos Soles de empresas privadas.

En la medida que se esté cumpliendo con ese objetivo, el esfuerzo económico y técnico que implicó estructurar el programa de CM y los esfuerzos actuales de entidades públicas y privadas (MEF, bancos y otros) en la ejecución de dicho programa, estarán justificados. Entonces podremos decir que este programa del Gobierno no sólo es un mero instrumento de endeudamiento público que desplazan las fuentes de financiamiento externa a interna, sino que también es un instrumento para profundizar (dinamizar) el mercado local de capitales, sobretodo el mercado de bonos en Nuevos Soles.

En cuanto a la **metodología** empleada, la comprobación de la hipótesis planteada se realizó mediante el método inductivo en la descripción analítica de las estadísticas obtenidas.

Respecto al **contenido del trabajo**, en el primer capítulo se desarrolla algunas definiciones generales referidas al mercado de valores, mercado de bonos y sobre curva de rendimientos.

En el segundo capítulo, se trata el marco teórico del presente trabajo y la importancia del desarrollo del mercado de capitales en economías como la nuestra.

En el capítulo tercero, se examina el marco legal del programa CM elaborado por un grupo de entidades públicas y privadas, presentado por el MEF; Asimismo, se detalla la estrategia de colocación y operaciones de manejo de deuda pública.

En el cuarto capítulo, se expone sobre la situación del mercado de renta fija en Nuevos Soles antes del programa CM, tanto del mercado privado como el público, el mercado primario y secundario.

En el quinto capítulo, se detalla la emisión y negociación de BS dentro de los programas CM de los años 2003 y 2004; asimismo, se muestra la evolución del mercado primario y secundario de BS, los bonos más negociados y se fija la curva de rendimiento de BS que sirve de referencia a los agentes privados para emitir instrumentos de deuda a largo plazo (bonos).

En el sexto capítulo, se evalúa el efecto de los programas CM 2003 y 2004 en las emisiones de empresas privadas en Nuevos Soles; aquí se demuestra la hipótesis de que, efectivamente, las empresas privadas ya están utilizando la curva de rendimiento de BS como referencia para emitir papeles en Nuevos Soles y esas emisiones se han incrementado en los últimos años. También se expone sobre el efecto de la emisión de BS en las tasas de interés y plazos de colocación en Nuevos Soles de empresas privadas.

En el séptimo capítulo, se cuantifica el mercado de renta fija en Nuevos Soles luego de los programas CM 2003 y 2004; Asimismo se señala los avances y características actuales del mercado de renta fija en el Perú.

En el octavo capítulo, se expone las conclusiones y perspectivas; en las conclusiones se menciona, entre otros, que la hipótesis ha sido verificada en el sentido de que las emisiones de instrumentos del Gobierno en el mercado local (BS) ha generado un efecto positivo en el mercado local de capitales.

I. DEFINICIONES GENERALES

A. MERCADO DE VALORES

1. DEFINICIÓN

El mercado de valores, también denominado mercado de capitales¹, es el mercado donde se negocian los instrumentos financieros que pueden ser de renta variable (acciones y ADSs listados en Nueva York) o de renta fija (bonos, papeles comerciales, certificados de depósito del BCR, etc.). El mercado de valores está constituido por el mercado primario y mercado secundario tanto, de renta variable (que proporciona rendimiento variable) como de renta fija (que proporciona una rentabilidad fija).

El mercado primario, para el caso de los instrumentos de renta variable, está formado por las inscripciones y cotizaciones de nuevas acciones en la Bolsa de Valores de Lima (BVL). Mientras que para el caso de instrumentos financieros de renta fija, el mercado primario está formado por las emisiones primarias de papeles que realizan los agentes deficitarios de recursos; La subasta de papeles de renta fija generalmente se lleva a cabo a través del sistema electrónico de la BVL (ELEX).

Por otro lado, el mercado secundario, para el caso de renta variable, está formado por todas las transacciones de acciones o ADSs que se realizan en la rueda de bolsa de BVL o fuera de ella. En cambio, en el caso de instrumentos de renta fija, el mercado secundario está formado por la negociación de los papeles después de la adjudicación primaria, y se desarrolla por

¹ En el lenguaje de los analistas de mercado suele llamarse mercado de capitales al mercado de valores, a pesar de que el mercado de capital implica financiarse bajo otras modalidades diferentes a la de emisión de valores

medio del sistema centralizado de negociación (BVL); El mercado secundario de renta fija, en la medida que sea líquido y profundo, permite la adecuada formación de precios y de la curva de rendimientos.

2. PARTICIPANTES

Entre los principales participantes del mercado de valores tenemos². Emisor, es la persona que crea títulos jurídicos transferibles representativos de derechos patrimoniales. Bolsa de Valores, facilita la negociación de valores para lo cual provee servicios, sistemas y mecanismos adecuados de intermediación. Agentes de intermediación (Sociedades Agentes de Bolsa), son aquellos que por cuenta ajena realizan operaciones de compra, venta, colocación, corretaje y negociación de valores. Institución de Compensación y Liquidación de Valores, entidad que compensa y liquida valores, por ejemplo, CAVALI. Empresas clasificadoras de riesgo, categorizan el riesgo tanto de la empresa que emite que emite instrumentos financieros como al instrumento mismo. Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV), órgano estatal que regula el mercado de valores. Los inversionistas, son agentes superavitarios que adquieren los títulos valores.

B. MERCADO DE BONOS

Debido a su importancia y el volumen de colocación primaria y negociación secundaria, el mercado de bonos es uno de los más importantes dentro del mercado de renta fija. El mercado de bonos es aquella plaza en la que un agente deficitario de recursos coloca dichos papeles para que un agente superavitario invierta y reciba por ellos un rendimiento (tasa de interés); posteriormente el tenedor de bonos (inversionista) podrá transferir, si lo desea, a otro interesado antes que llegue la fecha de vencimiento de dicho título valor. La dinámica de este mercado depende de la estructura de la economía y del interés de los agentes en participar en él.

² Véase Manual Sobre la Legislación del Mercado de Valores en el Perú, estudio Muñiz-Forsyth-Ramirez-Pérez-Taiman & Luna Victoria, pág. 55.

1. BONO

Los bonos son valores representativos de deuda pactadas a plazo mayor a un año y pueden ser emitidos por cualquier persona jurídica de derecho privado³. También son promesas de pago futuro, documentadas en un papel que determina el monto, tasa de interés, plazo de vencimiento (maduración), moneda y secuencia de pagos.

2. TASA DE INTERÉS Y MADURACIÓN

2.1. Tasa de interés

Es el costo del dinero ajeno. El periodo de tiempo para su pago es diferente, pueden ser pagaderos mensualmente, trimestralmente o anualmente, siendo éstas las formas de pago más comunes. Cabe anotar que los intereses en la gran mayoría de los países son pagados a su vencimiento

2.2. Maduración

La maduración de un bono se refiere a la fecha en la cual el capital o principal será pagado. Maneja un rango entre un día y treinta años, y son descritos de este modo: Corto plazo (maduración hasta tres años); Plazo intermedio (más de tres años hasta siete años); Largo plazo (de ocho años en adelante).

3. CLASES DE BONOS

3.1 Bonos del Gobierno

Son títulos emitidos por el Gobierno o personas jurídicas de derecho público, con la finalidad de financiar inversiones o refinanciar obligaciones ya contraídas. En el caso de los Bonos Soberanos, son títulos de deuda interna de la República del Perú representados por el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF).

³ Las personas jurídicas que forman parte del sistema financiero deben sujetarse a lo dispuesto en la Ley General de ese sector (Ley General del Sistema Financiero N° 26702) para realizar emisiones de bonos.

3.2 Bonos emitidos por sociedades u otras personas jurídicas

a. Bonos corporativos u ordinarios

Son los títulos valores que representan una acreencia contra la entidad emisora de él. El inversionista que adquiere el bono obtiene pagos periódicos de intereses y cobra su valor nominal en la fecha de vencimiento, mientras que el emisor recibe recursos financieros líquidos al momento de la colocación.

b. Bonos convertibles

Son aquellos que, a pesar de representar una deuda que el emisor asume frente a su tenedor (inversionista), pueden convertirse en acciones, de modo que el tenedor puede llegar a ser accionista y ser partícipe de la sociedad (empresa) emisora.

c. Bonos subordinados

Es un mecanismo de captación de fondos de las empresas bancarias, sin las ventajas y privilegios que se confieren a sus ahorristas y depositantes que entregan sus fondos y cuentan con la garantía del Fondo de Seguro de Depósito y, en casos de liquidación de la empresa bancaria, gozan de privilegiado orden para la devolución de sus ahorros con los activos de la empresa liquidada.

d. Bonos leasing

Son aquellos bonos que emiten las empresas autorizadas para realizar operaciones de arrendamiento financiero, con la finalidad de captar fondos para ser destinados a financiar dichas operaciones (leasing).

e. Bonos titulizados

Son aquellos instrumentos que permiten aislar el riesgo de la emisión del riesgo del originador, lo cual facilita desarrollar un instrumento de alta calidad y buena aceptación en el mercado.

4. BONOS POR TIPO DE TASA DE INTERÉS

4.1 Bonos a tasa de interés fija

Son aquellos cuyos rendimientos son fijos o constantes, y pueden dividirse en bonos cupón y bonos cupón cero.

a. Bonos con cupón⁴

Son papeles mediante los cuales el emisor se compromete a pagar al inversionista o tenedor del bono una suma fija, denominada cupón, en los períodos señalados en el prospecto de emisión del título y un valor final denominado principal (o valor facial) al momento del vencimiento. La tasa cupón equivale al valor del cupón sobre el valor facial (es la tasa de interés que el emisor acuerda pagar cada período).

b. Bonos con cupón cero

Los bonos cupón cero, identifican aquellos títulos mediante los cuales se pacta un solo pago final sin ningún pago periódico intermedio, que incluye capital e interés.

4.2 Bonos a tasa de interés variable

Son aquellos bonos cuyos rendimientos están sujetos a alguna variable, por ejemplo, inflación, tipo de cambio, etc. Así, si bien los Bonos Soberanos dentro del programa Creadores de Mercado serán preferentemente a tasa fija, también pueden ser indexados a la inflación o al tipo de cambio.

5. PAPELES COMERCIALES O INSTRUMENTOS DE CORTO PLAZO

Son valores representativos de deuda emitidos a plazo no mayor a un año⁵. Entre esos papeles tenemos: Papeles comerciales, certificados de depósito negociable, etc.

⁴ Véase documento: I Simposio de Docentes de Finanzas “Construcción de la Curva Cupón Cero: Caso Colombiano”.

⁵ Según lo dispuesto por el artículo 100° de la Ley de Mercado de Valores (LMV), para la emisión de instrumentos de corto plazo los bancos y demás entidades financieras que operen en el país se sujetarán a las disposiciones de la Ley General.

C. CURVA DE RENDIMIENTOS

1. DEFINICIÓN

La curva de rendimientos es una representación gráfica que muestra la relación, en una fecha determinada, entre los rendimientos⁶ de una clase particular de títulos valores y el tiempo que falta para su vencimiento. Es decir, la estructura por plazos de los rendimientos. Es necesario que los títulos a los que se refiere la curva de rendimientos posean las mismas características en cuanto al riesgo, la liquidez y aspectos impositivos, pues se desea aislar aquellos otros factores distintos al plazo de vencimiento que producen diferencias en las tasas de interés.

2. CONSTRUCCIÓN DE UNA CURVA DE RENDIMIENTOS

Las curvas de rendimientos se construyen con base en los precios a que se negocian los títulos en un momento dado, a partir de los cuales se calculan los rendimientos correspondientes a títulos específicos para los diferentes plazos de vencimiento. La información necesaria (rendimientos y plazos) se representa gráficamente de forma que se muestren en el eje vertical los rendimientos y en el eje horizontal los períodos que faltan para el vencimiento de los títulos.

3. FORMAS QUE ADOPTA LA CURVA DE RENDIMIENTOS

En general, se distingue cuatro formas básicas de curvas de rendimientos⁷.

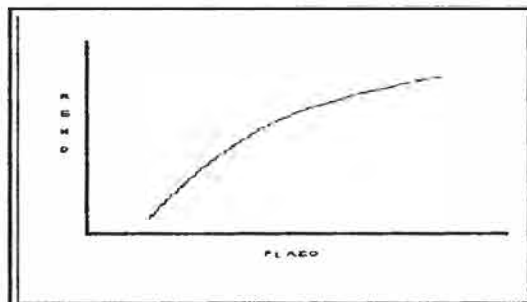
3.1 Curva ascendente

Por lo general, la curva de rendimientos tiene esta forma, lo que indica que los inversionistas requieren mayores rendimientos para vencimientos de más largo plazo, es decir, que los rendimientos varían directamente con los plazos (véase Gráfico N° 1, pág. 15).

⁶ El rendimiento es el retorno anual de un título valor calculado como un porcentaje de su precio actual de mercado.

⁷ Véase Hernández, Carlos (1992) "Estructura por plazos de las tasas de interés".

Gráfico N° 1

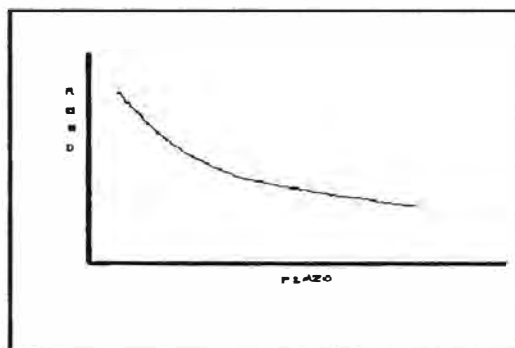


Esta forma puede deberse al hecho de que los inversionistas no están seguros de los movimientos futuros de las tasas de interés y desean ser compensados por la mayor incertidumbre implícita en las inversiones con vencimientos a mayor plazo; así como, por la renuncia al consumo presente. Se da generalmente cuando las tasas de interés son bajas y la política monetaria es expansiva.

3.2. Curva descendente

Indica que las tasas disminuyen a medida que aumentan los plazos (véase Gráfico N° 2)

Gráfico N° 2

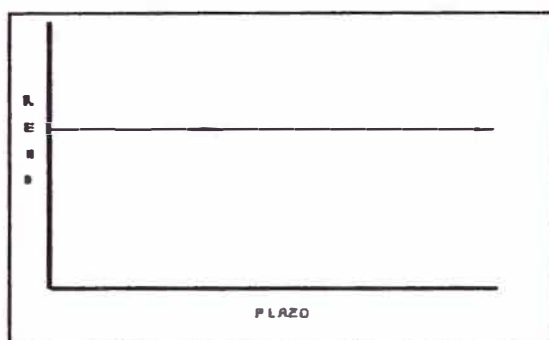


Esta forma se observa durante períodos de expansión económica y cerca de picos en la actividad real. Puede interpretarse como que los inversionistas esperan que las tasas de interés se reduzcan, y que las de corto plazo se reduzcan más que las de largo plazo.

3.3. Curva horizontal

Indica que los rendimientos son los mismos, independientemente del plazo de vencimiento. Para períodos muy largos, todas las curvas de rendimientos tienden a aplanarse. Si no existe incertidumbre entre los participantes en el mercado y los inversionistas saben que las tasas de corto plazo permanecerán constantes en el futuro, las tasas actuales de largo plazo deben ser iguales a las de corto plazo, de forma que la curva de rendimientos será perfectamente plana (véase Gráfico N° 3).

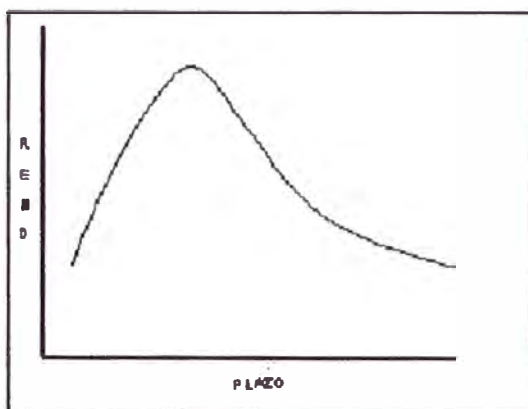
Gráfico N° 3



3.4 Curva creciente y luego decreciente

Es reflejo de una situación en la que al principio las tasas de corto plazo crecen, para descender en forma decreciente y aplanarse luego en períodos largos. Si los inversionistas esperan que las tasas de interés se mantengan al alza por un período corto y luego caigan fuertemente, la curva de rendimientos tendrá una curvatura, con pendiente positiva en los plazos cortos, un pico hasta la fecha en que se espera que decline la tasa y pendiente decreciente para el rango posterior, tal y como se muestra en el Gráfico N° 4.

Gráfico N° 4



Las curvas con esta forma son frecuentes antes de que inicie una recesión económica, presumiblemente porque las tasas de interés tienden a caer agudamente durante las recesiones.

Las curvas pueden adoptar muchas otras formas complicadas. En general, la curva de rendimientos existente en cualquier momento proporciona a los participantes en el mercado financiero una buena representación visual de los rendimientos disponibles a diversos plazos, con lo cual pueden evaluar a qué plazos deben invertir, y en el caso de los emisores, a qué plazo deben emitir los instrumentos financieros (pues la curva actúa como Benchmark - referente).

II. MARCO TEÓRICO

A. EFECTO DE LA EMISIÓN DE BONOS SOBERANOS EN MONEDA LOCAL EN EL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA Y PRIVADA

Entre el mercado de capitales privado y el mercado de deuda pública hay una relación estrecha⁸. De acuerdo a la experiencia internacional y en países donde el mercado de capitales es incipiente⁹, la expansión del mercado de títulos de deuda pública mediante la emisión de Bonos Soberanos en moneda local (BS), constituye un factor de impulso o estímulo para el desarrollo de mercado de instrumentos de deuda del sector privado. Esto es así, porque la expansión de bonos públicos en moneda local permite el surgimiento de una curva de rendimientos libre de riesgo, que constituye una referencia de tasas de interés para el sector privado que incentiva a emitir deuda en la misma moneda, reduciendo el riesgo cambiario. Esta es una de las principales razones por la que el desarrollo del mercado de deuda pública no hace competencia ni desplaza a los intermediarios o al sector privado (*crowding out*), pues al contrario, favorece a los emisores privados porque proporciona referencia permanente bajo el supuesto de una presencia constante del Gobierno en el mercado.

⁸ Véase documento “Estrategia de Colocación y de Operaciones de Manejo de Deuda Pública”, promulgado el 21 de marzo del 2003 en el diario oficial El Peruano.

⁹ Argentina ejecutó el programa Creadores de Mercado entre 1996-2000 emitiendo letras del Tesoro (Letes) y bonos del Tesoro (Bontes) lo que le ha permitido profundizar su mercado de capitales en pesos, pero esto que fue afectado por la crisis a inicios del nuevo siglo. También Colombia, a mediados de los 90, comenzó a emitir deuda local denominados títulos de tesorería (TES). De igual modo en ese periodo, España diseñó la estrategia de operaciones y colocaciones de deuda pública interna, impulsando el mercado de valores de ese país

B. IMPORTANCIA DEL DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES

1. REDUCE EL RIESGO DEL SISTEMA FINANCIERO

El desarrollo de un mercado doméstico de capitales en moneda local en países emergentes contribuye a la solución de los problemas que ponen en riesgo el sistema financiero¹⁰. En primer lugar, porque reduce la vulnerabilidad del sistema financiero, tanto por ayudar al calce entre activos y pasivos de las empresas del sector privado, como también por facilitar la mejor cobertura de riesgo y la transparencia de información de los mercados.

En segundo lugar, porque hace posible diversificar los riesgos y, por ello, permite reducir el impacto de la recesión sobre la solvencia de sistema bancario. Con la recesión muchas empresas endeudadas con los bancos entran en ‘default’ e incumplen sus obligaciones.

En tercer lugar, se debe considerar que en economías semi dolarizadas (como la nuestra), donde la eficacia de la política monetaria se debilita, el desarrollo del mercado de títulos en moneda local (Nuevos Soles), favorece la solarización, al mismo tiempo que reduce la propensión a invertir en el exterior (salida de capitales) por ausencia de títulos atractivos para algunos inversionistas institucionales.

2. CONTRIBUYE AL MANEJO DE LA POLÍTICA MONETARIA

Otro de los efectos favorables del desarrollo del mercado de títulos privados y públicos en moneda local en economías semi dolarizadas es que fortalece la transmisión de la política monetaria del Banco Central de Reserva hacia el gasto agregado.

En efecto, el canal de transmisión de tasa de interés que supone la política monetaria en economías como la nuestra (el Banco Central de Reserva del Perú – BCR, maneja la política

¹⁰ Véase documento “Estrategia de Colocación y de Operaciones de Manejo de Deuda Pública”.

monetaria bajo el esquema de **meta de inflación explícita**¹¹) opera con efectividad, si la tasa interbancaria de muy corto plazo (influida por el banco central y correspondiente al mercado de dinero) genera movimientos similares en las tasas de mediano y largo plazo, pues son estas últimas tasas las que influyen en la demanda o gasto agregado de la economía. Ahora, sin un mercado de títulos privados y públicos en moneda local, es muy difícil que las tasas interbancarias en moneda propia se extiendan a plazos mayores o que los préstamos en moneda local sean una porción importante del total. La influencia de la tasa interbancaria sobre las tasas de mediano y largo plazo no es posible si no hay un mercado local de capitales desarrollado. Con una curva de rendimientos en moneda local se permite a los agentes privados arbitrar (negociar) a lo largo de distintos plazos, e integrar así el mercado de dinero (de corto plazo) con el mercado de capitales (de mediano y largo plazo).

¹¹ Desde el año 2002 el BCR sigue un esquema de meta explícita de inflación: 2.5% de inflación anual, con un rango de 1.5% a 3.5%. Para alcanzar esta meta se regula la liquidez (cuenta corriente de la banca en el BCR) y la tasa de interés interbancaria, tomando en cuenta la evolución del nivel de actividad. Los instrumentos de manejo monetario son las operaciones de mercado abierto (compra y venta de Certificados de Depósito del BCR) y las ventanillas que permiten a los bancos depositar en el BCR a una tasa de interés o prestarse del BCR con garantías (papeles del BCR o bonos del tesoro) a otra tasa de interés, siempre a iniciativa de los propios bancos privados.

III. MARCO LEGAL

A. ESTRATEGIA DE COLOCACIONES Y OPERACIONES DE MANEJO DE DEUDA PÚBLICA

En el marco del Proyecto de Desarrollo del Mercado de Deuda Pública Doméstica en Nuevos Soles –aprobado por la Resolución Ministerial N° 106-2003-EF/75¹²- el Ministerio de Economía y Finanzas efectúa colocaciones internas de Bonos Soberanos (BS) bajo el esquema de un programa de Creadores de Mercado (CM), para lo cual, con la colaboración del Banco Central de Reserva del Perú (BCR), Banco de la Nación, CONASEV, Superintendencia de Banca y Seguros (SBS), Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE), elaboró el documento “Estrategia de Colocaciones y Operaciones de Manejo de Deuda Pública”.

Según dicho documento, la elaboración de estrategias para la emisión de deuda pública interna y la ejecución de operaciones de manejo de deuda pública, tiene como una de las finalidades impulsar el mercado local de capitales en Nuevos Soles manteniendo un perfil de endeudamiento óptimo con niveles de riesgo aceptables.

Además, en ese documento se expone el diseño de mercado local de deuda pública, en el que se colocarán títulos mediante la modalidad de subasta y programa de CM. Dicho programa constituye el elemento central en la estrategia de desarrollo del mercado doméstico de deuda pública; el dinamismo, tamaño y rumbo que tome este mercado dependerá de la conducta transparente y de la capacidad competitiva de los creadores del mercado.

¹² Publicado el viernes 21 de marzo del 2003 en el diario oficial El Peruano.

En una primera etapa –según el mencionado documento- se colocará, a través del programa de CM, títulos de deuda pública de corto y mediano plazo (año y medio, dos, tres y cinco años), en Nuevos Soles y a tasa de interés fija. La frecuencia de emisiones será mensual a fin de evitar la saturación del mercado. Una vez consolidado el programa de CM se pasará a una segunda etapa, en que se seguirá emitiendo en plazos de año y medio, a cinco años y, adicionalmente, se emitirán bonos en Nuevos Soles a tasa fija a plazos de siete, diez y quince años. El inicio de la tercera y última etapa se dará una vez que el mercado haya revelado claramente sus preferencias por los títulos más líquidos, los cuales serán elegidos como Benchmarks¹³.

Pero, el documento, precisa que en la primera etapa, junto a los bonos cuyos plazos de colocación son de año y medio a cinco años, se colocarán algunos bonos indexados a la inflación o al tipo de cambio con plazo de vencimiento mínimo de siete años.

Asimismo, señala que a principios de cada año se anunciarán montos mínimos mensuales de colocación, para asegurar la presencia del Gobierno en el mercado. Así, al comenzar el año el mercado conocerá el rango del monto anual a emitir. El tope anual estará determinado por la Ley del Endeudamiento del Sector Público –Ley que establece el monto máximo que se puede endeudar el Estado en el mercado interno en un determinado año- y el monto mínimo por la suma de los mínimos mensuales. Según la Ley del endeudamiento para el año 2003, el tope máximo a emitir fue de S/. 2,100 millones; mientras que, para el año 2004 el monto máximo a emitir fue de S/. 1,950 millones.

Además, el documento menciona que, a parte de los BS, se emitirán las Letras del Tesoro en Nuevos Soles (LT) con plazos iguales o menores a un año, con el propósito de cubrir el tramo corto de la curva de rendimientos, administrar la estacionalidad de la caja fiscal y eliminar los sobregiros del Tesoro Público.

¹³ Bono Benchmark, es el bono tomado como referencia y es el que presenta la mayor liquidez en el mercado

B. PROGRAMA DE CREADORES DE MERCADO DE BONOS SOBERANOS

1. DEFINICIÓN

El programa de CM, que se inició a fines de marzo del 2003, es un conjunto de actividades orientadas a desarrollar el mercado de deuda pública interna, con el objeto, como ya se mencionó, no sólo de asegurar el financiamiento del presupuesto público, sino también de estimular el desarrollo del mercado privado de capitales. Participan en el desarrollo del programa, la Unidad Responsable y entidades seleccionadas para dicho fin. La Unidad Responsable, encargada de la implementación y desarrollo del programa CM, es el MEF a través del a Dirección General de Crédito Público (DGCP).

2. DISEÑO DEL PROGRAMA CREADORES DE MERCADO¹⁴

2.1 Participantes del programa CM

El programa CM está conformado por las entidades designadas como creadores de mercado y por aspirantes a creadores de mercado. Estas entidades pueden ser Bancos, Financieras y Sociedades Agentes de Bolsa (SAB).

a. Creador de mercado

Según la norma, el creador de mercado es la entidad que realiza la comercialización (cotización diaria, compra, venta y operaciones financieras autorizadas) de BS, con el fin de desarrollar el mercado secundario de dichos bonos. A cambio de ello, tiene una serie de prerrogativas, entre las cuales destaca el derecho de participar en las primeras y segundas vueltas del mercado primario. En el año 2003 actuaron como creadores de mercado los bancos: BCP, BWS, Interbank, Citibank Perú y BBVA Continental; mientras que en el 2004 actuaron todos menos Interbank.

¹⁴ Fue reglamentado mediante el Decreto Supremo N° 037-2003-EF

b. Aspirante a creador de mercado

Asimismo la norma señala que un Aspirante es la entidad que realiza la comercialización (cotización diaria, compra, venta y operaciones financieras autorizadas) de BS, con el fin de desarrollar el mercado secundario de dichos bonos. También tiene algunas prerrogativas entre las cuales se destaca (desde el 2004), el derecho de participar en las primeras vueltas del mercado primario.

2.2. Mercado primario de BS

Es el mercado en el que se realiza el procedimiento de subasta entre las entidades seleccionadas como creadores de mercado para participar en la adjudicación o suscripción primaria de títulos y el MEF, a través de la Unidad Responsable (DGCP) que administra las emisiones. Las subastas se llevan a cabo a través del Sistema Electrónico de la BVL (ELEX) u otros sistemas que determine el MEF. Para las subastas, a decir de la norma, la DGCP previamente determinará las características del tipo de instrumento a subastar, el monto máximo y la fecha de subasta.

a. Proceso de subasta

- **Primera vuelta** : Es el proceso de subasta de BS en el mercado primario, que realiza la DGCP, hasta por el monto anunciado para esta primera vuelta. El MEF (DGCP) ingresa al ELEX el monto autorizado a subastar y recibe ofertas de adquisición de entidades creadores de mercado. Al cierre de la subasta, el MEF determina la tasa o precio de corte y adjudica el total o una parte de todas las ofertas. Los participantes (creadores de mercado) cuyas propuestas ha sido adjudicadas, pagarán el mismo precio, y obtendrán el rendimiento correspondiente a la tasa o precio de corte (este tipo de subasta también es llamado subasta holandesa).

- **Segunda vuelta** : Según el reglamento, se da cuando en la primera subasta (primera vuelta) se presenta una sobre demanda¹⁵. Los participantes de la segunda vuelta serán los creadores de mercado que se adjudicaron en la primera vuelta y el monto a adjudicarse

¹⁵ Si el exceso de demanda en la primera vuelta es superior al 100%, en la segunda vuelta se subastará el 50% del monto subastado en la primera vuelta; si el exceso está entre 25% y 100% el monto subastado será de 25% y; si el exceso es menor a 25%, no habrá segunda vuelta.

será proporcional al de la primera vuelta. Las condiciones de tasa y precio será similar al de la primera vuelta.

2.3 Mercado secundario de BS

Es el mercado en el que se negocian los BS después de la adjudicación primaria de dichos títulos, y se desarrolla por medio del sistema centralizado de negociación aceptados por la DGCP. El mercado secundario está compuesto por los mercados de primer nivel y segundo nivel.

a. Primer nivel de mercado de BS

Es aquel en el que se realizan transacciones de compra y venta de BS sólo entre los creadores de mercado y aspirantes de mercado, y se desarrolla a través del sistema centralizado de negociación (Datatec, mercado abierto de la BVL, etc.) autorizado por la DGCP. El primer nivel del mercado secundario debe ser ciego, tanto en la negociación como en el cumplimiento de las operaciones¹⁶.

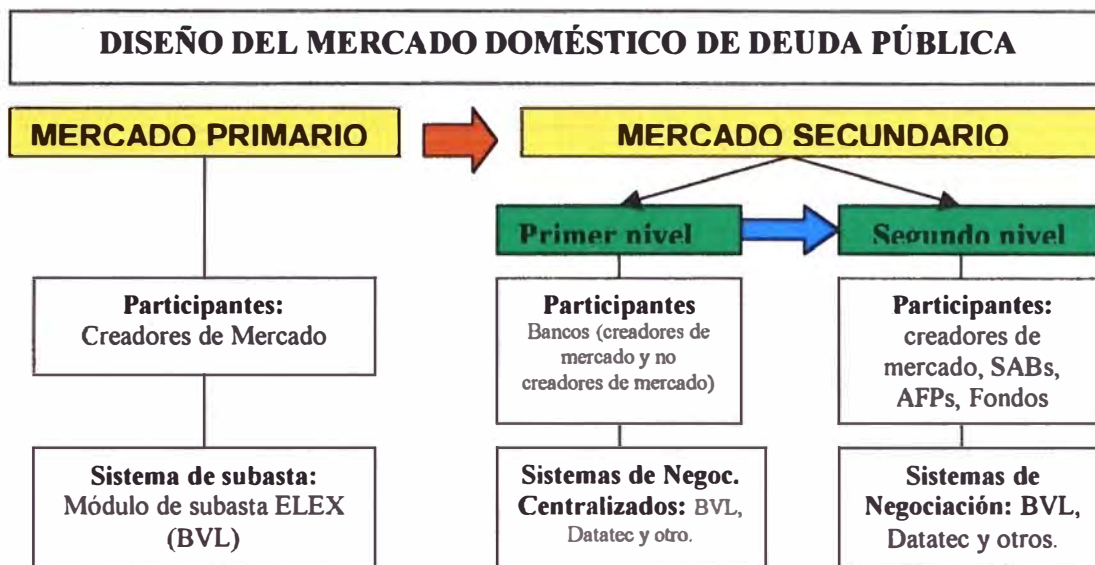
b. Segundo nivel de mercado de BS

Es aquel en el cual se realizan operaciones de compra y venta de BS entre los creadores de mercado, aspirantes a creadores de mercado y todos los inversionistas en general (AFPs, compañías de seguros, empresas del Estado, fondos mutuos, pequeños y medianos inversionistas, etc.); y se desarrolla por medio del sistema centralizado de negociación (Datatec, rueda de bolsa, mercado abierto de la BVL, etc) aceptado por la DGCP. En la medida en que este mercado que sea líquido y profundo se permite la adecuada formación de precios y de las curvas de rendimientos.

En el siguiente esquema se muestra el diseño del mercado doméstico de deuda pública (véase Esquema N° 1).

¹⁶ Una operación es ciega cuando las contrapartes no se identifican previamente entre sí, lo que genera mayor transparencia en la formación de precios.

Esquema N° 1



C. LETRA DEL TESORO PÚBLICO

Sólo a modo de referencia y para mayor entendimiento, podemos señalar que en la actualidad la Dirección General de Crédito Público (DGCP) sigue una política de sobregiros automáticos con el Banco de la Nación (BN) para el financiamiento de sus operaciones corrientes¹⁷.

Esta política se aplica como resultado de las transacciones diarias de las operaciones correspondientes a la caja fiscal, obteniendo al final del día el saldo de la posición neta de la cuenta del Tesoro Público (TP). Esta posición neta se obtiene después de descontar los saldos de la cuenta principal del TP en el BN con los saldos de otras cuentas de TP en dicho banco. De acuerdo con esto, en caso de presentar una posición neta deudora (sobregiro), se computan los intereses correspondiente a las posiciones diarias de dicho sobregiro, los que, luego de finalizado el mes, son cargados a la cuenta principal del TP el último día útil del mes.

Por esos saldos netos sobre posición deudora, la DGCP paga al BN altas tasas de interés (14% efectiva anual). Frente a ello el MEF, dentro de la estrategia de manejo de deuda pública, ha

¹⁷ Publicado en el diario Gestión, 31 de marzo del 2003, sección Finanzas y Negocios

decidido emitir Letras del Tesoro (LT), cuyo plazo de vencimiento deberá ser menor a un año. La LT tiene la finalidad de contribuir a un manejo más adecuado de la estacionalidad financiera de las finanzas públicas, pero también, generar curva de rendimientos a plazos cortos (menores a un año) completando de este modo, el MEF, la generación de curvas de corto (LT) y de largo plazo (Bonos Soberanos).

A largo plazo, el objetivo del MEF es que las LT reemplacen a los Certificados de Depósito del BCR como instrumento de política monetaria. Este es el caso, tanto en la realidad como en el libro de texto. Los casos paradigmáticos son la economía norteamericana y la canadiense, mientras entre los casos raros, donde el Banco Central hace operaciones de mercado abierto con papeles que él mismo emite, se da en Perú y en Chile.

IV. MERCADO DE RENTA FIJA EN MONEDA NACIONAL ANTES DEL PROGRAMA CREADORES DE MERCADO

A. INTRODUCCIÓN

El mercado de renta fija en moneda nacional, antes de la emisión de Bonos Soberanos (BS) en el marco del programa Creadores de Mercado (CM), muestra poco desarrollo. Así, al cierre del año 2002, el saldo total de instrumentos colocados en el mercado de renta fija en moneda nacional (que incluye al Gobierno y a las empresas privadas) ascendió a S/. 4,902 millones, cifra que representó el 42.5% del saldo total de instrumentos de renta fija, en Nuevos Soles y en dólares (S/. 11,532 millones), existentes a esa fecha.

Asimismo, el mencionado saldo en circulación de instrumentos de renta fija en moneda nacional a diciembre del 2002, representaba sólo el 29% del crédito en Nuevos Soles del sistema financiero al sector privado (S/. 17,107 millones). En el caso particular de instrumentos financieros en moneda nacional de empresas privadas (S/. 2,969 millones) éste representaba sólo 17% del crédito en Nuevos Soles del sistema financiero al sector privado.

B. MERCADO PRIMARIO

1. SECTOR PRIVADO

Las emisiones de empresas privadas en Nuevos Soles, en los años previos al inicio del programa CM muestran poco dinamismo. Del total de instrumentos de renta fija (tanto en Nuevos Soles como en dólares) colocados en el 2001, que fue de S/. 3,924 millones, el 48.6%

(S/. 1,907.6 millones) fueron instrumentos en Nuevos Soles, de los cuales los bonos –que incluye bonos subordinados, titulizados, de arrendamiento financiero y corporativos– representaron el 53% (S/. 995.4 millones).

Cuadro N° I

Total de emisiones de instrumentos en Nuevos Soles				
Valores	2001		2002	
	En miles de S/.	%	En miles de S/.	%
Acciones	52,579	3%	0	0%
Bonos Subordinados	0	0%	50,000	4%
Bonos Titulizados	125,000	7%	37,000	3%
Bonos de Arrendamiento Financiero (BAF)	0	0%	10,000	1%
Bonos Corporativos	870,445	46%	321,125	25%
Certificado de Depósito Neg.	215,000	11%	385,496	30%
Instrumentos de Corto Plazo	644,560	34%	494,275	38%
Total	1,907,584	100%	1,297,896	100%

Fuente: CONASEV

Asimismo, del monto total colocado en el año 2002 (S/. 2,900 millones), el 45% (S/. 1,297.9 millones) fueron instrumentos emitidos en Nuevos Soles de los cuales los bonos fueron el 33% (S/. 418.13 millones) (véase Cuadro N° I).

1.1 Concentración

No obstante un ligero incremento de las emisiones privadas en Nuevos Soles en el 2002, se aprecia un altísimo grado de concentración en pocos emisores. En efecto, en el año 2002, el total de emisiones de papeles -tanto en Nuevos Soles como en dólares- fueron realizadas sólo por 23 emisores. En lo que respecta sólo a las emisiones de papeles en Nuevos Soles, éstas fueron realizadas sólo por 12 empresas emisoras, siendo las empresas del sector financiero y de servicios las que tuvieron mayor participación.

2. SECTOR PÚBLICO

En lo concerniente al sector público, antes del año 2003, éste tampoco ha tenido una participación activa en el mercado local de capitales, a pesar de que en esos años se

registraron aumentos de emisiones pero de bonos con carácter específico (con la finalidad de implementar diversos programas de apoyo y reestructuración del sistema financiero y para atender determinados compromisos) y varios de ellos eran no negociables. Del total de bonos emitidos con carácter específico, los bonos en dólares fueron por US\$ 1,358.6 millones, mientras que los bonos en Nuevos Soles fueron por S/. 1,045.3 millones.

Recién a partir de marzo del 2001 se inició una estrategia de emisión de bonos denominados Soberanos, que ha sido el primer ensayo de emisión de bonos en Nuevos Soles en el mercado local, pero con características no tan agresivas como el programa CM puesta en marcha desde el año 2003¹⁸.

El total de emisiones efectuadas de BS en 2001-2002 ascendió a S/. 1,933.2 (véase Cuadro N° II).

Cuadro N° II

Programa de emisión de Bonos Soberanos 2001-2002 (En mlls. de S/.)	
Denominación	Monto Colocado
Bonos Soberanos (BS) Marzo 2003	200
BS Junio 2003	105
BS Junio 2004	295
BS Setiembre 2003	600
BS 2002/ 18ENE2004	160
BS 2002/ 18ENE2005	314
BS 2002/ 10ABRIL2003	80
BS 2002/ 22MAY2004	80
BS 2002/ 10ENE2004	50
BS 2002/ 09AGO2009 (Valor Adquisitivo Constante - VAC)	49.2
Total	1,933.2

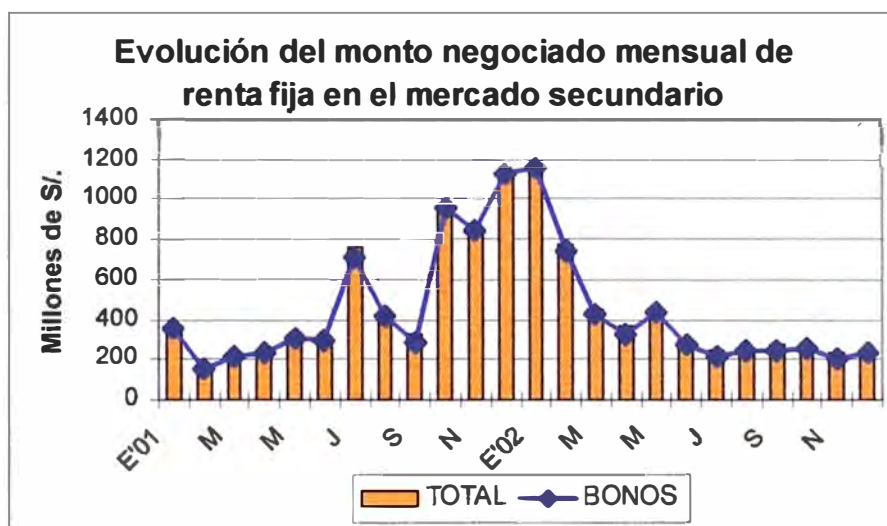
Fuente MEF

¹⁸ El anterior programa de emisión de Bonos Soberanos (2001-2002), si bien tenía la intención también de sustituir la deuda externa por interna y contribuir con el desarrollo del mercado de deuda en Nuevos Soles, no era tan sofisticado y exigente, pues no había agentes obligados a crear mercado por lo que su efecto en el mercado de capitales ha sido poco relevante.

C. MERCADO SECUNDARIO

En lo que respecta al mercado secundario de instrumentos de renta fija en Nuevos Soles, tanto de empresas privadas como del Gobierno, podemos mencionar que, antes del año 2003, este mercado reportaba un bajo monto negociado (véase Gráfico N° 5).

Gráfico N° 5



Fuente: CONASEV

Sólo a manera de ejemplo, podemos señalar que, en el año 2002, el movimiento diario de renta fija (en Nuevos Soles y en dólares)¹⁹ fue de sólo S/. 18 millones, para un saldo de papeles en circulación de aproximadamente S/. 9,500 millones, lo que evidenciaba la existencia de un mercado secundario poco profundo.

¹⁹ No hay un registro diferenciado, en el mercado secundario, de montos negociados de renta fija en Nuevos Soles y dólares disponible. Por ello, al referirnos a los montos negociados en este mercado siempre nos referiremos al monto negociado total (en Nuevos Soles y en dólares).

D. ESTRUCTURA DE TIPO DE INSTRUMENTO DE RENTA FIJA EN NUEVOS SOLES

Como consecuencia de las emisiones efectuadas hasta el año 2002, el saldo de instrumentos de renta fija colocados en Nuevos Soles ascendió a S/. 4,902 millones. De este total, S/. 1,933 millones (39%) correspondió a BS emitidos en los programas 2001 y 2002; S/. 1,498 millones (31%) corresponde a emisiones de bonos corporativos privados; S/. 598 millones (12%) de instrumentos de corto plazo privados (papeles comerciales y otros instrumentos de corto plazo); 7% eran bonos de COFIDE y; 11% otros tipos de bonos de empresas (véase Cuadro N° III).

Cuadro N° III

Instrumentos de deuda en Nuevos Soles a diciembre del 2002 (En mls. de Nuevos Soles)		
Tipo	Saldo	Participación
Bonos Soberanos	1,933	39%
Bonos Corporativos	1,498	31%
Instrumentos de Corto Plazo	598	12%
Bonos de COFIDE	341	7%
Bonos Subordinados	248	5%
Bonos de Arrendamiento Financiero	159	3%
Bonos Titulizados	125	3%
Total	4,902	100%

Fuente: CONASEV

E. EMISIONES DE CERTIFICADOS DE DEPÓSITO DEL BCR

Sólo a modo de mención, debemos señalar que el Banco Central de Reserva del Perú (BCR) también viene colocando, en el mercado local, Certificados de Depósito (CDs) como un instrumento de política monetaria y, en los últimos años, con la finalidad de esterilizar la inyección de Nuevos Soles en la economía como consecuencia de las compras de dólares que viene realizando en el mercado de cambios²⁰.

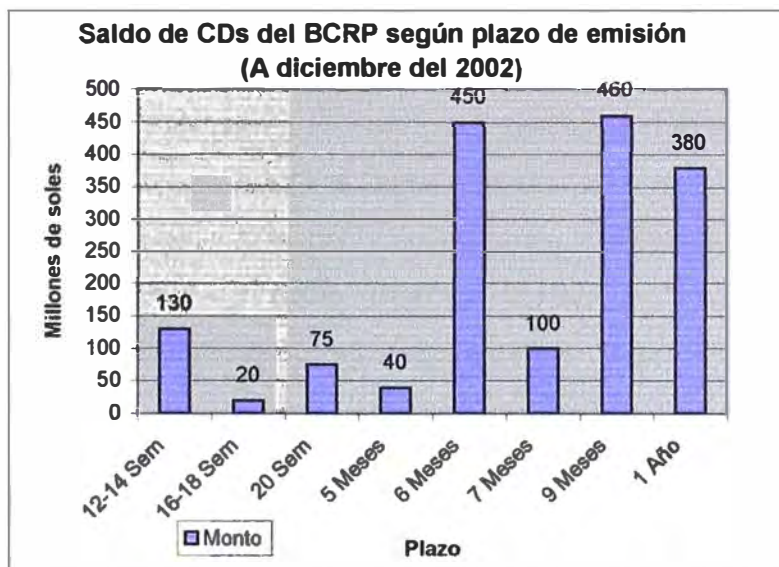
²⁰ El año 2003 el BCR compró US\$ 1,050 millones en el mercado de cambios, el año 2004 compró más de US\$ 2,340 millones y en los primeros cuatro meses del 2005 acumula compras de US\$ 1,300 millones. Estas

Los CDs del BCR, en principio, tenían plazos de vencimientos menores a un año que, sin embargo, fueron extendidos a mayores plazos (hasta tres años) para evitar que los vencimientos cortos afecten la liquidez de la moneda local. El monto de CDs colocado en el año 2000 fue de S/. 6,096 millones, en el 2001 de S/. 4,795 millones y S/. 4,035 millones en el 2003.

Antes del 2003, los CDs eran considerados los instrumentos más seguros por el mercado, pues honran sus compromisos en su debido tiempo, por lo que también eran tomados como referente para las emisiones privadas de corto plazo (menores a un año).

Al cierre del 2002, el saldo de CDs ascendió a S/. 1,635 millones. De este total, S/. 715 millones eran CDs cuyos plazos de vencimiento eran menores o iguales a seis meses, mientras que la diferencia (S/. 920 millones) tenían plazos mayores a seis 6 meses pero menores a un año.

Gráfico N° 6



Fuente: BCR

intervenciones del ente emisor de dan como consecuencia de una sobreoferta de dólares en el mercado de cambios, fruto, entre otros, del incremento de nuestras exportaciones y aumento de remesas de peruanos residentes en el exterior.

V. EMISIÓN Y NEGOCIACIÓN DE BONOS SOBERANOS DENTRO DE LOS PROGRAMAS CREADORES DE MERCADO 2003 Y 2004

A. INTRODUCCIÓN

El 27 de marzo del 2003 el Gobierno puso en marcha el programa de Creadores de Mercado (CM) con la participación de cinco bancos (Banco de Crédito BCP, BBVA Banco Continental, Banco Wiese Sudameris, Interbank y Citibank).

Recordemos que, con el programa CM²¹, el Gobierno tiene, entre uno de sus objetivos principales, impulsar el crecimiento del mercado doméstico de capitales con la expansión del mercado de deuda pública interna en Nuevos Soles, mediante el desarrollo de una *curva de rendimientos* que sirva de referencia al sector privado para emitir deuda en ésta misma moneda, reduciendo su riesgo cambiario y combatiendo la dolarización de la economía. El actual capítulo es, precisamente, el punto de partida para evaluar, a la luz de los resultados de los dos primeros años del programa CM, el cumplimiento o no de ese objetivo.

B. MERCADO PRIMARIO

1. COLOCACIONES DE BONOS SOBERANOS EFECTUADAS ENTRE 2003 Y 2004

Según la Ley de Endeudamiento del Sector Público para el 2003, el Gobierno podía financiarse en el mercado interno, mediante emisión de Bonos Soberanos internos (BS), hasta

²¹ El programa CM 2003 fue reglamentado mediante el Decreto Supremo N° 037-2003-EF.

por S/. 2,100 millones (pero después dieron a saber que sus requerimientos reales eran sólo por S/. 1,550 millones). Asimismo, para el 2004 la autorización de endeudamiento con emisión de BS fue hasta por S/. 1,950 millones²².

La primera operación con BS en Nuevos Soles en el mercado interno, dentro del programa CM 2003, que tuvo lugar en marzo del 2003, consistió en la colocación del BS denominado BS Junio 2004, a plazo de vencimiento de 15 meses (1.2 años); el monto colocado fue de S/. 150 millones, la demanda fue por S/. 356.5 millones y la tasa de interés de colocación ha sido de 5.89%.

Cuadro N° IV

Colocaciones primarias de Bonos Soberanos bajo el programa Creadores de Mercado del año 2003						
Colocación 2003	Bono	Fecha de emisión	Plazo (años)	Demandado (Mils de S/.)	Colocado (Mils de S/.) 1/	Tasa corte (%) 2/
Primera	BS 21JUN04	27-Mar-03	1.2	356.5	150.0	5.890
Segunda	BS 08OCT04	07-Abr-03	1.5	277.0	150.0	5.898
Tercera	BS 08OCT04	12-May-03	1.4	185.0	75.0	5.700
	BS 18ENE05	13-May-03	1.7	256.2	150.0	6.090
Cuarta	BS 10JUN10	10-Jun-03	7.0	192.0	75.0	6.70+VAC 3/
	BS 11JUN05	11-Jun-03	2.0	316.0	150.0	5.890
Quinta	BS 11JUN05	07-Jul-03	1.9	220.5	147.0	4.690
	BS 9JUL08	08-Jul-03	5.0	112.5	75.0	9.470
Sexta	BS 12AGO06	11-Ago-03	3.0	252.0	150.0	4.980
Séptima	BS 9JUL08	09-Sep-03	5.0	268.0	150.0	6.880
Octava	BS 12AGO06	06-Oct-03	3.0	125.0	72.0	4.740
	BS 9OCT07	07-Oct-03	4.0	164.0	110.8	5.940
Novena	BS 12AGO06	11-Nov-03	3.0	124.0	75.0	4.920
	BS 9OCT07	12-Nov-03	4.0	101.0	71.0	6.200
Décima	BS 9JUL08	11-Dic-03	5.0	57.5	36.0	6.630
	BS 11DIC13	11-Dic-03	10.0	146.0	75.0	5.80+VAC 3/
TOTAL				3,153.2	1,711.8	

1/: A valor nominal

2/: Tasas estimadas a la fecha de liquidación

3/: Tasa cupón

Fuente: MEF - Dirección General de Crédito Público

En el 2003, en total se realizaron 16 subastas, colocándose un monto total de S/. 1,711.75 millones (véase Cuadro N° IV)²³, superando con creces las expectativas de financiamiento del

²² En el marco de la Ley de Endeudamiento del Sector Público (N° 28130), mediante el D.S. N° 015-2004-EF.

²³ www.mef.gob.pe

Gobierno Central. Del total de subastas en el 2003, nueve (9) fueron reaperturas de bonos colocados tanto en los años anteriores como en el 2003, mientras que la diferencia (siete) fueron nuevas colocaciones.

Cuadro N° V

Colocaciones primarias de Bonos Soberanos bajo el programa Creadores de Mercado de año 2004						
Colocación 2004	Bono	Fecha de emisión	Plazo (años)	Demandado (Mils de S/.)	Colocado (Mils de S/.) 1/	Tasa corte (%) 2/
Primera	BS9JUL08	28-Ene-04	5.0	159.5	104.2	6.450
	BS30ENE14	29-Ene-04	10.0	167.5	106.9	VAC+5.8%
Segunda	BS12AGO06	09-Feb-04	3.0	197.5	125.0	4.980
	BS11FEB09	10-Feb-04	5.0	95.5	61.6	7.250
Tercera	BS11FEB09	08-Mar-04	5.0	151.0	124.5	7.450
	BS10MAR10	09-Mar-04	6.0	92.3	62.2	8.610
Cuarta	BS9OCT07	12-Abr-04	4.0	146.5	74.6	5.740
	BS14ABR16	13-Abr-04	12.0	286.9	150.0	VAC+5.9%
Quinta	BS9OCT07	11-May-04	3.4	0.0	Desierta	n.d.
	BS12MAY11	12-May-04	7.0	0.0	Desierta	n.d.
Sexta	BS8JUN16	08-Jun-04	12.0	101.0	80.4	6.840
	BSJUL08	09-Jun-04	4.1	75.5	30.0	9.000
Séptima	BS13JUL19	12-Jul-04	15.0	71.5	49.8	VAC+7.4%
	BS9OCT07	13-Jul-04	3.0	31.0	22.0	8.460
	BS9JUL08	13-Jul-04	4.0	33.5	23.1	9.300
Octava	BS9JUL08	09-Ago-04	3.9	75.5	30.0	8.990
	BS10AGO11	09-Ago-04	7.0	33.5	25.0	12.250
	BS11FEB07	10-Ago-04	2.5	98.7	45.0	7.200
Novena	BS7MAR06	06-Sep-04	1.5	80.2	45.0	5.150
	BS10AGO11	06-Sep-04	7.0	75.5	45.0	11.310
	BS11FEB07	07-Sep-04	2.4	163.0	75.0	6.570
	BS10MAR10	07-Sep-04	5.5	61.0	30.0	9.490
Décima	BS9OCT07	11-Oct-04	3.0	95.0	62.5	6.580
	BS10AGO11	11-Oct-04	7.0	61.5	45.0	9.970
	BS10MAR10	12-Oct-04	5.4	79.3	45.0	8.700
	BS13OCT24	12-Oct-04	20.0	125.5	73.0	VAC+6.84%
Décimo primera	BS11FEB07	08-Nov-04	2.3	92.6	45.0	5.900
	BS10AGO11	08-Nov-04	7.0	45.0	37.3	9.730
	BS30ENE14	09-Nov-04	9.2	87.2	59.9	VAC+6.0%
	BS13OCT24	09-Nov-04	20.0	84.5	62.5	VAC+6.6%
Décimo segunda	BS11FEB07	06-Dic-04	2.2	117.0	60.0	6.290
	BS30ENE14	06-Dic-04	9.2	64.5	42.0	VAC+6.15%
	BS10AGO11	07-Dic-04	6.8	88.0	30.0	9.710
	BS13JUL19	07-Dic-04	14.8	40.5	19.5	VAC+6.6%
TOTAL				3,177	1,891	

1/: A valor nominal

2/: Tasas estimadas a la fecha de liquidación

Fuente: MEF – Dirección General de Crédito Público

Asimismo, en el ejercicio 2004 se desarrollaron 34 subastas, colocándose un monto total de S/. 1,891 millones (10.5% más que el año anterior) (véase Cuadro N° V, pág. 36)²⁴. Del total de subastas en el 2004, veintidós (22) fueron reaperturas de subastas anteriores, mientras que la diferencia (12) fueron nuevas subastas. Cabe mencionar que la quinta subasta del 2004 se declaró desierta, porque había incertidumbre política y una tendencia al alza de las tasas de interés en el internacional, lo que generó que los creadores de mercado exigiesen tasas de interés más altas que las que el Gobierno estaba dispuesto a pagar .

Debemos señalar que, en la medida que se llevaban a cabo las subastas de BS, los plazos de colocación también iban en franco aumento. Esto porque gradualmente los creadores de mercado y los demandantes de instrumentos de renta fija en el mercado secundario mostraban cierta preferencia por los BS.

2. EXCESO DE DEMANDA EN LA COLOCACIÓN DE BONOS SOBERANOS

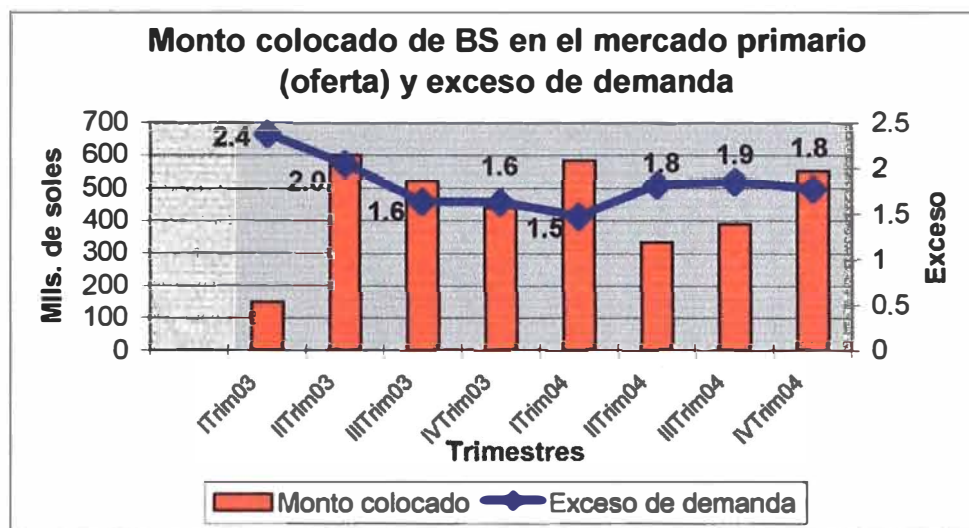
Una de las características que se ha notado en el mercado primario de BS es que, en cada subasta realizada, la demanda por esos papeles ha sido bastante alta. En efecto, del monto total subastado en el ejercicio 2003 (S/. 1,711.8 millones), en más del 85% de los casos se registraron excesos de demanda (por encima del 100%), lo que obligó a realizar segundas vueltas por el máximo monto estipulado en el Reglamento del Programa CM (véase Capítulo III, pág. 24). De igual modo, en las subastas realizadas en el 2004, en alrededor del 54% de dichas subastas se registraron excesos de demanda (por encima del 100%), lo que obligó también a realizar segundas vueltas por el máximo monto estipulado en el Reglamento. Esta mayor demanda que han experimentado los BS sería reflejo, entre otros, del fortalecimiento del nuevo sol, del incremento de recursos en el mercado –por ejemplo los recursos de las Administradoras de Fondos de Pensiones que aumentan constantemente- y las atractivas tasas de interés ofrecidos por los BS.

En el Gráfico N° 7 podemos constatar ese exceso de demanda de BS en el mercado primario. Estos excesos de demandas trimestrales del 2003 y 2004, al ser comparados con las ofertas de

²⁴ www.mef.gob.pe

BS correspondientes, nos muestran que los excesos de demanda superaron a las ofertas por lo menos en 1.5 veces.

Gráfico N° 7



Fuente: MEF

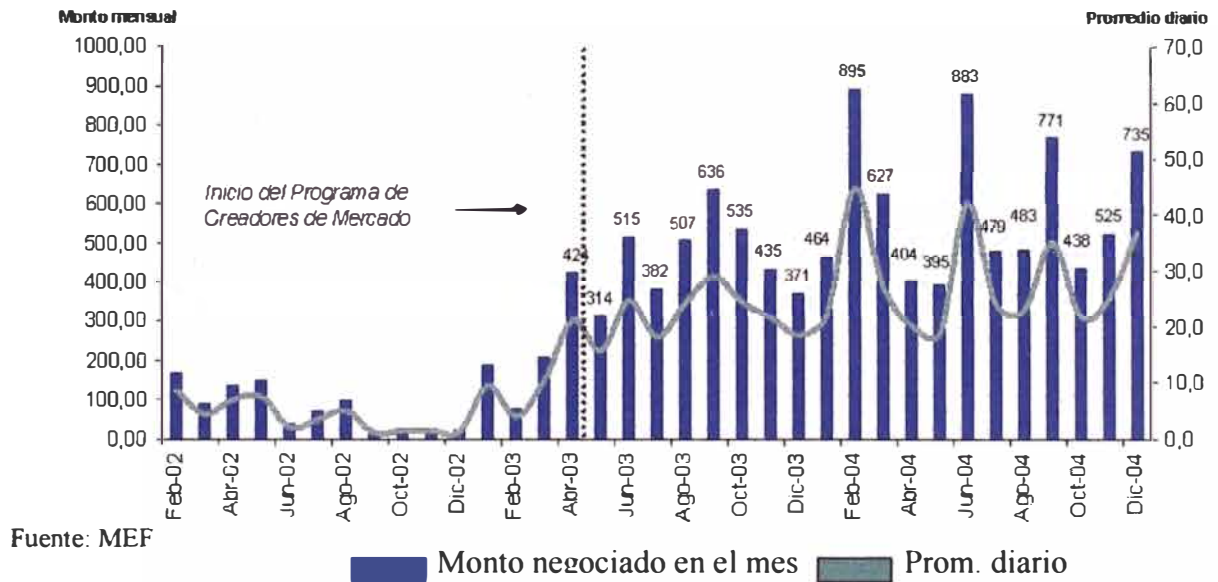
C. MERCADO SECUNDARIO

En lo que respecta a la negociación de los BS en el mercado secundario, podemos mencionar que como consecuencia del programa CM, desde abril del 2003, los montos transados han sido substancialmente superiores a los registrados en los años anteriores (véase Gráfico N° 8).

En efecto, en el año 2003, en el mercado secundario se han negociado BS por S/. 4,600 millones. Asimismo, en el 2004 se han negociado en este mercado BS por S/. 7,100.1 millones, lo que implica un promedio diario de negociación de S/. 28.4 millones, monto significativamente superior al registrado antes del programa CM (S/. 2.6 millones). Estos incrementos están sustentados, precisamente, por mayores montos de emisión BS en el mercado primario, tal como hemos visto a inicios del presente capítulo.

Gráfico N° 8

LIQUIDEZ DE LOS BONOS SOBERANOS EN EL MERCADO SECUNDARIO
Datos mensuales; En S/. MM

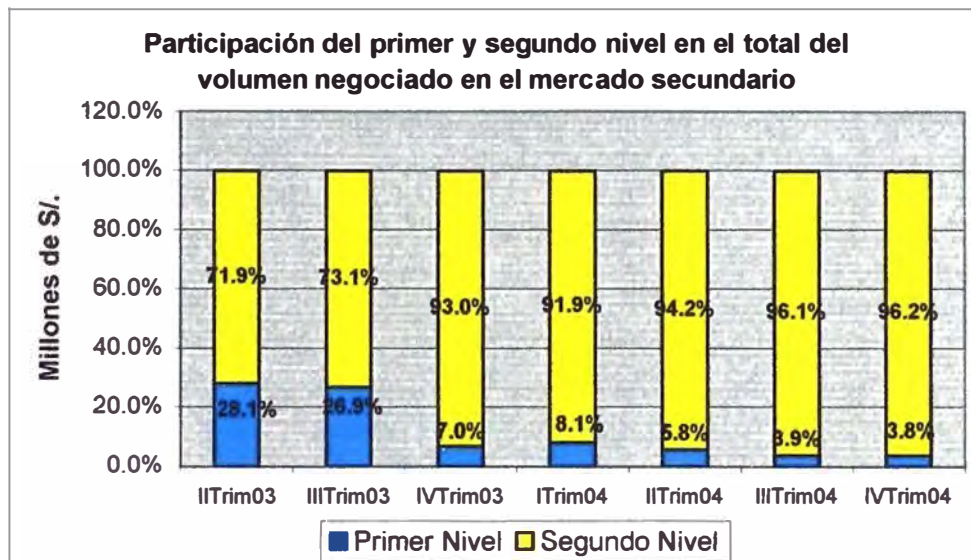


1. PRIMER Y SEGUNDO NIVEL DEL MERCADO SECUNDARIO

Si bien, en conjunto, el mercado secundario ha estado dinámico, pero, dentro de éste, el primer y segundo nivel (véase el Capítulo III, pág. 25) ha tenido su propia dinámica. Así, el primer nivel del mercado, cuyo monto negociado como porcentaje del total de mercado secundario fue ligeramente alto (26.9%) hasta el tercer trimestre del 2003, se fue diluyendo paulatinamente. En efecto, de los 5.8 y 6.7 millones de Nuevos Soles que negociaba diariamente en el segundo y tercer trimestre del año 2003, al tercer y cuarto trimestre del 2004 se redujeron a 1.1 y 0.8 millones de Nuevos Soles, respectivamente.

Por el contrario, en la medida que se emitían más BS, la participación del segundo nivel sobre el total del volumen negociado en el mercado secundario, ha ido en incremento. Por ejemplo, en el segundo y tercer trimestre del año 2003 la participación del segundo nivel en el monto total negociado fue de 71.9% y 73.1%, respectivamente; en cambio, en los últimos dos trimestres del año 2004, ese porcentaje fue de 96.1% y 96.2%, en cada caso (véase Gráfico N° 9).

Gráfico N° 9



Fuente: Banco Wiese Sudameris

La principal razón por la que se observan estas marcadas diferencias en las preferencias entre el primer y segundo nivel del mercado secundario, es el factor de liquidez de mercado. En el primer nivel sólo está permitido la participación de los creadores de mercado, en cambio, en el segundo nivel, se le permite el acceso a todos los inversionistas.

La mayor participación de los inversionistas en el segundo nivel permite al agente de mercado encontrar mayores opciones de compra y venta, haciéndose mucho más flexible el poder de negociación debido a la formación de precios en equilibrio.

Por otro lado, la menor preferencia por negociar en el primer nivel estaría directamente relacionada con los precios poco atractivos que brinda este mercado (puntas muy abiertas), lo cual hace difícil a los creadores de mercado obtener un diferencial adecuado al momento de renegociar dichos instrumentos.

Cuadro N° VI

Monto total negociado en el mercado secundario

Año	Nivel	Acumulado (Mlls. de S/.)	N° de Operaciones	Prom. por operac. (Mlls. de S/.)	Promedio diario (Mlls. de S/.)
2003	Primer Nivel	856	492	1.7	4.6
	Segundo Nivel	3,264	1,273	2.6	17.6
	Total	4,120	1,765	2.3	22.3
2004	Primer Nivel	375	225	1.7	1.5
	Segundo Nivel	6,725	2,339	2.9	26.9
	Total	7,100	2,564	2.8	28.4

Fuente: MEF

2. BONOS SOBERANOS MÁS NEGOCIADOS POR LOS INVERSIONISTAS

Los BS más negociados en el mercado secundario, en gran parte del 2003 y en los primeros trimestres del 2004, correspondieron a los BS cuya maduración es de corto plazo. Esto porque los inversores recién incorporaban en sus carteras, instrumentos de las características de BS (tasa de interés fija en Nuevos Soles) en un contexto en que estaba latente el riesgo cambiario (véase Cuadro N° VII, pág. 42).

Sin embargo, en la medida que se fortalece el mercado de bonos en Nuevos Soles, los inversionistas institucionales buscaran calzar, en plazos, sus ingresos (recursos administrados) con sus obligaciones (por ejemplo, el pago de pensión en caso de las AFPs) por lo que demandarán papeles con vencimientos largos

Un aspecto importante es que, los BS de mayor negociación fueron aquellos cuyos saldos vigentes en circulación (monto emitidos) son mayores, lo que demuestra también que en el mercado el inversionistas tiene preferencia por aquellos papeles que muestran mayor liquidez.

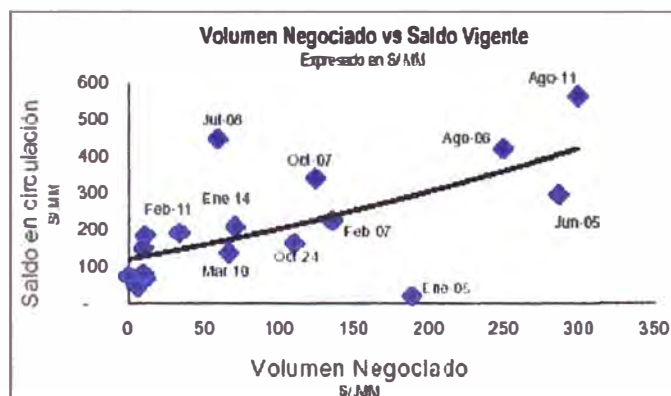
En ese sentido, en el Gráfico N° 10, los BS que muestran mayor negociación son aquellos cuyos montos emitidos son más elevados. Si bien el Gráfico muestra este comportamiento en el último trimestre del 2004, pero ello ya se observaba desde fines del 2003.

Cuadro N° VII

Montos negociados en el programa de Creadores de Mercado (Millones de Nuevos Soles)								
Pos.	Bono	2003			2004			
		II Trim-03	III Trim-03	IV Trim-03	I trim-04	II Trim-04	III Trim-04	IV Trim-04
1	BS 21jun03	6.3						
2	BS 25set03	152.1	57.9					
3	BS 10ene04	13.0		40.0				
4	BS 18ene04	82.5	33.0	95.0	5.0			
5	BS 22may04	2.0	14.5	3.0				
6	BS 21jun04	334.6	300.0	79.5	303.0	490.0		
7	BS 8oct04	243.0	148.5	120.5	194.3	146.3	74.4	
8	BS 18ene05	282.0	181.0	150.6	265.7	260.8	269.0	168.5
9	BS 11jun05	83.5	198.5	102.8	258.8	83.0	304.0	151.0
10	BS 7mar06						37.0	1.0
11	BS 12ago06		198.4	301.4	347.5	101.9	218.0	224.9
12	BS 11feb07						140.3	118.6
13	BS 9oct07			210.5	50.0	152.3	139.9	125.6
14	BS 9jul08		333.7	106.7	219.8	134.8	227.1	43.0
15	BS 11feb09				180.5	116.2	44.0	11.3
16	BS 10mar10				59.5	18.0	63.0	62.0
17	BS 10jun10	30.0	60.0	60.0				
18	BS 20feb11						75.5	34.0
19	BS 10ago11						69.7	103.3
20	BS 11dic13			63.0	0.5	4.0	8.0	0.0
21	BS 30ene14				94.7	8.0	16.0	75.6
22	BS 14abr16					90.0	4.0	10.0
23	BS 8jun16					77.2		10.0
24	BS 13jul19						41.0	11.5
25	BS 13oct24							93.3
	Total	1,229.0	1,525.5	1,333.0	1,979.3	1,682.5	1,730.9	1,243.6
	PCM	973.1	1,420.1	1,195.0	1,974.2	1,682.5	1,730.9	1,243.6

(*): Primer bono en PCM
Fuente: MEF

Gráfico N° 10

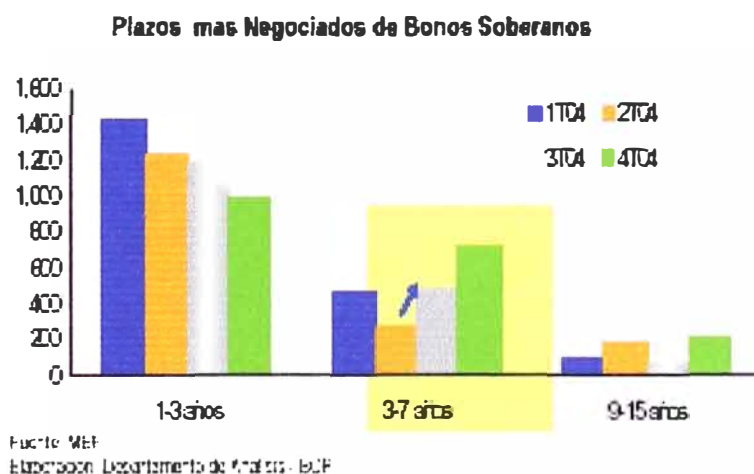


3. AUMENTA VOLUMEN NEGOCIADO EN LA PARTE LARGA DE LA CURVA DE BONOS SOBERANOS

Como hemos observado en el Cuadro N° VII (véase pág. 42), el mayor monto negociado en el mercado secundario durante el 2003 y parte del 2004 ha estado concentrado en papeles cuyos vencimientos eran de corto plazo (menores a tres años); sin embargo, desde el segundo trimestre del año 2004 esta situación fue revertiéndose gradualmente y hay, actualmente, mayor preferencia por papeles de vencimiento entre tres a siete años. Así, la concentración del monto negociado en papeles de corto plazo en septiembre del 2003 fue de 87%, mientras que al cierre del 2004 se redujo a 67%.

Este mayor volumen negociado en la parte media-larga de la curva de BS por plazos observado durante el año 2004 (véase Gráfico N° 11), estuvo influenciado por una mayor oferta de BS de parte del Gobierno a plazos más largos, hecho que generó que los volúmenes en estos plazos se incrementen a consecuencia de: Traspasos de BS de los creadores de mercado hacia los inversionistas institucionales (al día siguiente de la subasta) y; por reacomodo de cartera de parte de los inversionistas institucionales hacia posiciones más largas (largo plazo), tomando en cuenta las bajas expectativas sobre la inflación y la devaluación, para los años siguientes²⁵.

Gráfico N° 11



²⁵ División de Mercado de Capitales del Banco de Crédito del Perú (BCP), reporte trimestral: "Programa Creadores de Mercado, evolución cuarto trimestre del 2004".

4. ANÁLISIS DEL SPREAD Y TASAS DE INTERÉS DE BONOS SOBERANOS

4.1 Evolución de las tasas de interés de los principales BS

La evolución de las tasas de interés de los BS en el mercado secundario, si bien han tenido una dinámica propia, constantemente han estado afectada por diversos factores, entre ellos: la liquidez en el mercado de capitales, el tipo de cambio, la evolución de las tasas de interés internacionales, el déficit fiscal local, la evolución de los bonos corporativos de empresas privadas con calificación de riesgo AAA (triple A)²⁶.

Al inicio, de la ejecución del programa CM 2003, las tasas de interés de BS en el mercado secundario se fijaba en función a la tasa de colocación de bonos triple A (AAA) en Nuevos Soles de empresas privadas. Así, en junio del año 2003, tras la colocación de los bonos corporativos de Telefónica del Perú por S/. 70 millones a dos años de plazo y a una tasa de interés de 5.25% -ésta tasa de colocación ha sido menor en 1.25 puntos porcentuales a lo registrado hace tres meses por similar monto y plazo-, las tasas de interés de BS en el mercado secundario también corrigen a la baja (véase Gráfico N° 12).

Debemos mencionar que la reducción de la tasa de interés de Telefónica se da, entre otros motivos, por la alta liquidez en el mercado de capitales, la estabilidad del tipo de cambio e indicadores positivos a nivel macroeconómico.

Sin embargo, en septiembre del año 2003 las tasas de interés de BS se corrigen al alza por toma de ganancia de tenedores de estos bonos, tras cuatro meses de caídas de tasas (incrementos de precio). Pero, a partir de octubre del 2003 a abril del 2004, tuvieron un comportamiento volátil.

²⁶ Calificación de riesgo, es el riesgo de incumplimiento de pago del préstamo más los intereses. Entre las principales compañías calificadoras de riesgo a nivel internacional están: Moody's Investors y Standard & Poor's (S&P). Para el caso de S&P, los bonos de mayor grado de calificación son designados por AAA, el siguiente grado superior es AA y tercer grado es A. Los siguientes tres grados son designados como BB, BB y B, respectivamente.

En la medida que los BS ya contaban con mayor liquidez en el mercado y eran a plazos de vencimiento superiores a los de los bonos privados en Nuevos Soles, sus tasas ya no dependían de los bonos privados, sino, de otros factores. En efecto, el ajuste al alza de la tasa de interés de BS registrado en abril del 2004 (véase Gráfico N° 13) evidencia ello, pues el incremento de tasas en aquel mes se debió a noticias relacionados a una probable subida de tasas de interés de la Reserva Federal de EE.UU. (FED) de 1% a 1.25% (éste hecho se concretó en junio del 2004) y la subida de la tasa de referencia del BCR de 2.25% a más; la tasa de referencia del Banco Central de Reserva del Perú (BCR) subió a 3%, entre julio y setiembre del 2004. En este contexto, como ya mencionamos a inicios de este capítulo, las subastas de BS de mayo del 2004 por S/. 150 millones, fueron suspendidas, porque los inversionistas exigieron tasas de interés demasiado altas que los que el Gobierno estaba dispuesto a pagar.

Gráfico N° 12

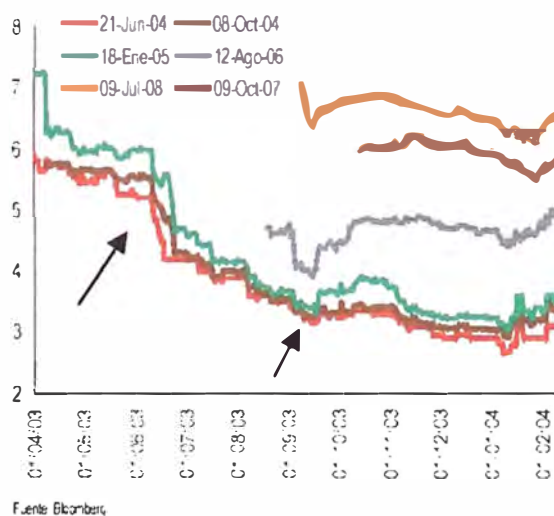
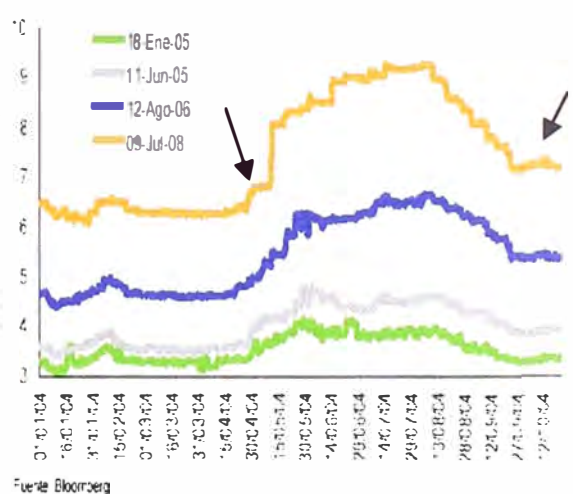


Gráfico N° 13



Finalmente, a partir de octubre del 2004, las tasas de BS se mantuvieron relativamente estables, debido a la estabilidad de la tasa de referencia del BCR (el ente emisor después de subir su tasa de referencia en setiembre a 3%, no ha subido más), no obstante la tendencia al alza de la tasa de la FED (desde junio del 2004 a diciembre del mismo año, la tasa de la Reserva Federal subió de 1% a 2.25%)²⁷.

4.2 Curva de rendimientos de BS

Como ya señalamos, la curva de rendimientos es una representación gráfica que muestra la relación que existe, en una fecha determinada, entre los rendimientos de una clase particular de títulos valores (en este caso de BS) y el tiempo que falta para su vencimiento.

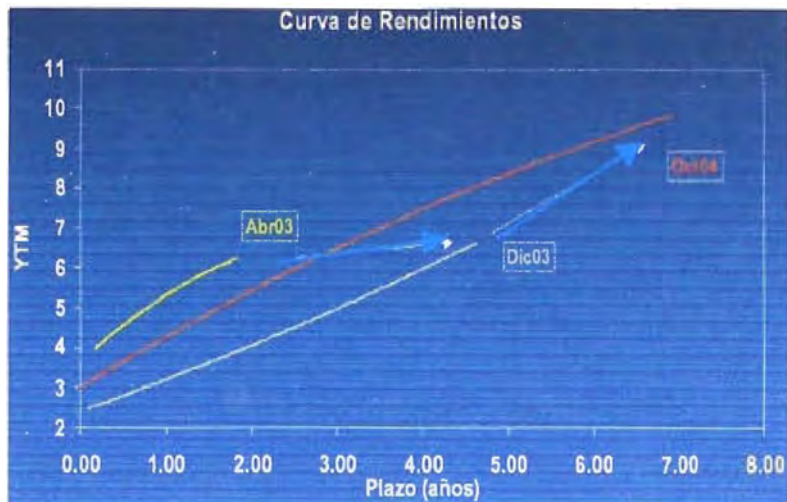
Para estructurar los rendimientos de BS por plazos, lo que se ha hecho es tomar los precios cierre de todos los BS en el mercado secundario con su respectivo plazo de vencimiento al cierre de abril del 2003, al cierre de diciembre del 2003 y a octubre del 2004, y con ellos graficar curvas suavizados (en los casos en que no ha habido cotizaciones de algunos bonos a esas fechas, se interpola para hallar la tasa aproximada al cierre).

Podemos observar dichas curvas en el Gráfico N° 14. En él se aprecia que, a abril del 2003, las curva de rendimientos de BS era aún incipiente, pues el mayor plazo de vencimiento era dos años, mientras que los rendimientos (tasas) para diversos plazos eran altos. En cambio, a diciembre del 2003 ya se observa una curva mejor formada a plazo de vencimiento de hasta cinco años; el desplazamiento (achatamiento) de ésta curva respecto a lo observado en abril del 2003, se debe precisamente a las razones ya expuestas en el punto anterior (caída de colocación de bonos privados AAA en Nuevos Soles, reflejo de estabilidad de indicadores

²⁷ El incremento de la tasa de la FED afecta a nuestra economía bajo tres canales: Canal financiero, canal cambiario y canal monetario; pero todos ellos guardan una estrecha relación. En el canal financiero, un incremento alza de la tasa de interés de la FED, genera que los inversionistas aumenten su exposición en bonos de bajo riesgo y mayor rentabilidad (fly to quality), lo que implica dejar bonos de países emergentes -que son vistas como de alto riesgo- afectando su tasa de interés e incrementando el riesgo país; afectando también las tasas de colocación en el mercado de capitales y el sistema bancario; Fly to quality significa “vuelo a la calidad” expresión utilizada para expresar la huida de capitales en busca de inversiones menos riesgosas. En el canal cambiario, un incremento de la tasa de interés en un contexto de la economía norteamericana al alza, fortalece el dólar frente al Nuevo Sol (se devalúa nuestra moneda) En el canal monetario, una subida de la tasa de la tasa de interés internacional, haría que el BCR eleve también sus tasas de interés de referencia, a fin de mantener el equilibrio en el mercado.

macroeconómicos, fortaleza del Nuevo Sol y tasas de interés estables en el mercado internacional.

Gráfico N° 14



Fuente: Datos Técnicos (Datatec)

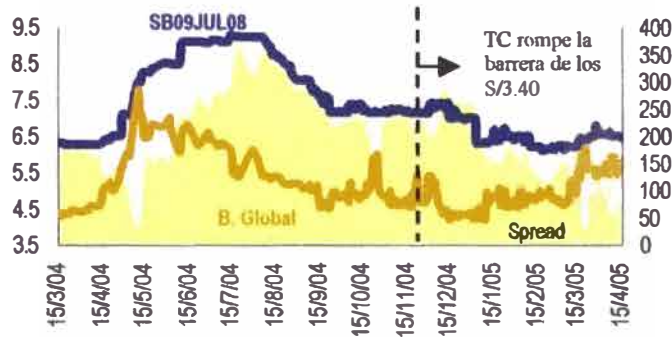
Asimismo, a octubre del 2004 ya percibimos una curva de rendimientos de bonos de plazo de vencimiento de hasta 7 años (resultado de emisiones a mayores plazos), pero con ligeras alzas de tasas tanto en corto como en mediano plazo respecto al cierre del diciembre del 2003, reflejo de los incrementos de tasas del BCR y de la FED de EE.UU..

4.3 Diferencial de tasas de interés entre BS JULIO2008 versus Bono Global 2008

El diferencial (spread) entre la tasa de interés de BS en Nuevos Soles y la tasa de interés de Bonos Globales en dólares, nos muestra la percepción que tienen los inversionistas internacionales sobre la calidad de los BS en Nuevos Soles. Como podemos apreciar en el Gráfico N° 15, a pesar de que hay un diferencial en los rendimientos, por ejemplo de los papeles BS julio 2008 y Bono Global 2008, ese diferencial ha venido gradualmente reduciéndose, en razón a: la reducción del riesgo país, la fortaleza de la moneda local y en general a los resultados macroeconómicos.

La tendencia del spread es a seguir reduciéndose. Lo cual es favorable, pues eso es señal de los papeles del Gobierno en Nuevos Soles es bien percibido por los inversionistas globales.

Gráfico N° 15



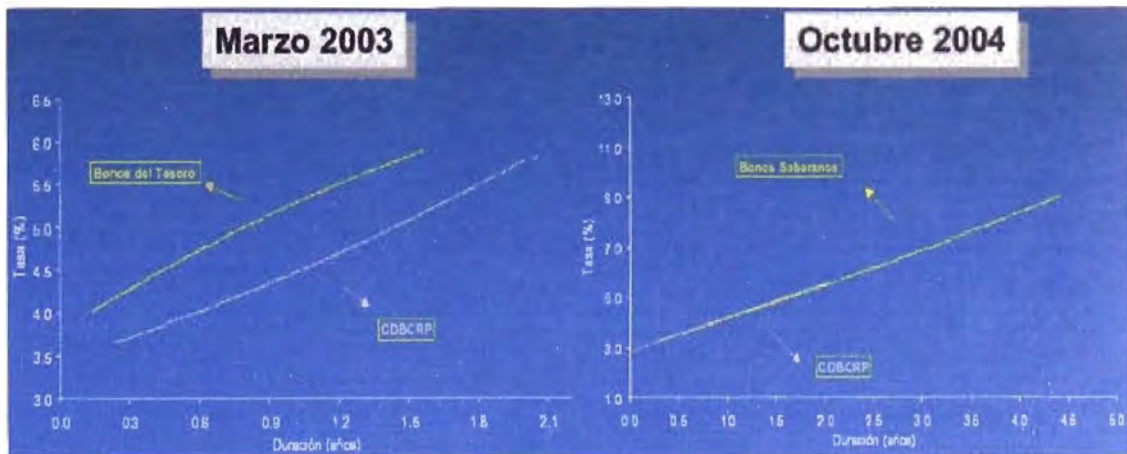
Fuente: División de Mercado de Capitales del BCP

4.4 Evolución de las curvas de rendimientos de BS y CDs del BCR

Como mencionamos anteriormente (véase Capítulo IV, pág. 33), los CDs del BCR eran, con frecuencia, los instrumentos utilizados por los emisores locales como referente para emitir papeles en Nuevos Soles. Sin embargo, en la medida que los BS mostraban mayor negociación y liquidez, las curvas de rendimientos de CDs y BS se fueron alineando.

En efecto, en el Gráficos N° 16, las curvas, que a abril del 2003 (inicio del programa CM) eran distantes, a octubre del 2004 ya no muestran ninguna diferencia. Esto también pone de manifiesto que la percepción de riesgo que tiene el inversionistas sobre los BS en Nuevos Soles es equivalente a los de CDs que emite el BCR (igual credibilidad y confianza).

Gráfico N° 16



Fuente: Datatec, BCR.

VI. EFECTO DE LOS PROGRAMAS CREADORES DE MERCADO 2003 Y 2004 EN EMISIONES EN NUEVOS SOLES DE EMPRESAS PRIVADAS

En paralelo al mayor dinamismo de las colocaciones de Bonos Soberanos (BS) efectuadas por el Gobierno, las colocaciones del sector privado también seguía su propia dinámica. En la medida que se establecían curvas de rendimientos de emisiones en Nuevos Soles (mediante la participación del Gobierno), éstos paulatinamente habrían sido incorporadas por los privados a efectos de emitir bonos en Nuevos Soles.

En los siguientes subtítulos evaluaremos la incidencia de las emisiones de BS en las decisiones de empresas privadas.

A. TASAS DE BONOS SOBERANOS COMO REFERENCIA DE TASAS DE COLOCACIONES PRIVADAS

La pregunta es: ¿Los privados ya están tomando en cuenta la curva de rendimientos de BS en Nuevos Soles a efectos de colocar instrumentos financieros de renta fija, en esta misma moneda?. Para responder tal interrogante, es necesario hacer un recuento de las emisiones de instrumentos financieros corporativos privados con calificación triple A (AAA) efectuadas en los últimos dos años, pues éstos papeles son los que, en teoría, por calidad y solvencia, tienen mayor similitud con las emisiones del Gobierno. En la medida que el diferencial de tasas de los papeles privados respecto a los BS (llamado también spread) sean mínimos a lo largo del tiempo (menos de 100 puntos básicos, que equivale a 1%), ésta será una muestra de que, en

efecto, el mercado ya toma en cuenta la curva de rendimientos de los bonos del Gobierno, para emitir papeles en Nuevos Soles de empresas privadas.

Cuadro N° VIII

Emisión de papeles corporativos en Nuevos Soles con calificación AAA (*)						
Empresa	Fecha	Monto (Mils S/.)	Plazo (años)	Tasa (%)	Spread (**)	Ref.
TdP	21-Ene-05	35.00	1.00	4.42	8	BS
TdP	11-Ene-05	68.30	2.00	5.58	25	BS
BBVA	16-Dic-04	53.00	0.34	3.72	18	BS
BBVA	16-Dic-04	7.50	0.25	3.59	50	BS
BBVA	07-Dic-04	16.00	0.09	3.28	1	BS
BBVA	07-Dic-04	80.00	0.25	3.75	11	BS
BBVA	09-Nov-04	15.80	0.50	4.00	3	BS
BBVA	09-Nov-04	18.50	1.00	4.59	-3	BS
TdP	19-Oct-04	60.00	1.00	4.48	12	BS
TdP	08-Jul-04	30.00	1.00	4.68	2	BS
TdP	28-Jun-04	30.00	3.50	8.13	-4	BS
CFI	25-Jun-04	50.00	3.00	7.33	-15	BS
Edegel	17-Jun-04	20.00	4.00	8.5	-35	BS
Edelnor	08-Jun-04	20.00	5.00	8.56	-78	BS
Luz del Sur	27-Abr-04	34.80	3.00	5.56	1	BS
TdP	19-Abr-04	30.00	3.00	5.31	1	BS
Luz del Sur	16-Abr-04	52.00	3.00	5.41	10	BS
Bco. Financ.	01-Abr-04	105.00	2.00	4.5	95	BS
Edegel	27-Feb-04	30.00	4.00	5.88	0	BS
Edelnor	16-Ene-04	30.00	4.00	5.78	13	BS
Edelnor	16-Ene-04	20.00	5.00	6.16	-15	BS
Luz del Sur	15-Ene-04	51.90	2.00	3.97	-5	BS
Edegel	12-Dic-03	50.00	3.00	4.75	0	BS
Luz del Sur	12-Dic-03	34.80	2.00	4.01	-6	BS
Luz del Sur	05-Nov-03	34.80	3.00	4.72	-1	BS
Luz del Sur	26-Nov-03	52.19	3.00	4.81	-1	BS
Edegel	30-Oct-03	100.00	3.00	4.88	15	BS
TdP	28-Oct-03	16.50	1.00	3.43	-7	BS
TdP	28-Oct-03	7.50	0.75	3.28	0	BS
TdP	28-Oct-03	18.00	0.33	3.08	8	BS
TdP	28-Oct-03	8.00	0.08	2.87	7	BS
Edelnor	11-Sep-03	40.00	4.00	4.47	-86	BS
Edegel	03-Sep-03	50	3.00	4.13	-26	BS
TdP	20-Ago-03	63.2	5.00	7.94	0	BS
TdP	17-Jul-03	26.8	1.00	3.83	-11	CD
TdP	17-Jul-03	9.5	0.58	3.64	-11	CD
TdP	17-Jul-03	70	2.00	5.19	-94	CD
Edegel	05-Jun-03	100	2.00	6.00	4	CD
TdP	09-May-03	7.6	0.99	4.49	-15	CD
TdP	21-Abr-03	15	2.00	6.19	-16	CD
TdP	14-Abr-03	40	0.75	4.13	17	CD
TdP	14-Abr-03	5.3	1.00	4.54	-8	CD

(*): AAA es el papel privado más seguro a nivel local

(**): Puntos básicos sobre la curva de instrumento de referencia.

Fuente: CONASEV, MEF y Bancos privados

En el Cuadro N° VIII (véase pág. 50) se muestra las colocaciones de papeles con calificación AAA realizadas en los últimos, la evolución de las tasas de interés y el correspondiente spread. En principio, la tasa de referencia para las emisiones en Nuevos Soles de empresas privadas era el Certificado de Depósito (CD) del BCR; sin embargo, en la medida que los BS mostraban mayor liquidez y solvencia, éstos se fueron constituyendo como instrumentos a tomar en cuenta al momento de emitir papeles en Nuevos Soles. Es así que, en **agosto del 2003**, la tasa de interés de colocación del papel de Telefónica del Perú (papel triple A) -por S/. 63.2 millones y a cinco años de plazo-, no muestra ninguna diferencia frente a la tasa de interés del BS de similar vencimiento en el mercado secundario, por lo que esa fecha es considerada **punto de inicio** en el que el mercado adopta a los BS como instrumentos de referencia.

Debemos señalar que, un mes antes de la colocación de papeles de Telefónica, el Gobierno había emitido BS por S/. 75 millones a tasa de interés fija y a cinco años de plazo; era la primera colocación del Gobierno a plazo de vencimiento igual o mayor a cinco años (véase Cuadro N° IV, pág. 35).

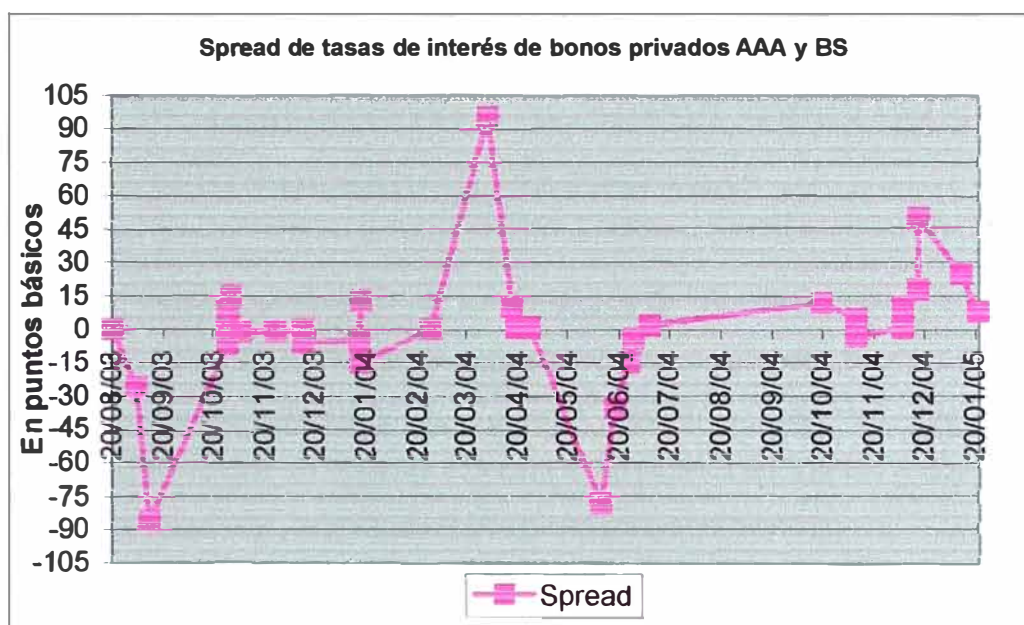
Entonces, desde agosto del 2003 hasta inicios del 2005, el spread entre bonos en Nuevos Soles de empresas privadas y BS se ha mantenido en sus niveles mínimos. **En consecuencia**, podemos decir que el mercado ya toma en cuenta la curva de rendimiento de BS para los papeles privados.

No obstante, a efectos de confirmar tal afirmación, se consultó sobre este tema a diversos participantes del mercado de capitales (Gerentes de Sociedades de Agentes de Bolsa, Gerentes de Fondos Mutuos, Gerentes de Inversión de AFPs y Gerentes de División de Mercado de Capitales de diversos Bancos) y la respuesta de todos ellos fue concluyente: “El mercado ya está tomando en cuenta los BS para colocar papeles privados en Nuevos Soles, sobre todo a plazos de vencimiento mediano y largo, pues son los únicos instrumentos en Nuevos Soles que tienen tasas de interés fija a éstos plazos”.

B. EVOLUCIÓN DEL SPREAD ENTRE BONOS PRIVADOS Y BONOS SOBERANOS

La evolución del diferencial de tasas de colocación de papeles privados respecto a los Bonos Soberanos (spread), se muestra en el Gráfico N° 17.

Gráfico N° 17



Fuente: CONASEV, MEF y bancos privados

Como vemos en el Gráfico anterior, en la mayor parte del tramo 2003-2004, las tasas de interés de las colocaciones de bonos privados han estado relativamente en línea con los rendimientos de los BS en el mercado secundario. Los sobresaltos negativos observados en septiembre del 2003 y junio del 2004, se debe a las emisiones de papeles efectuadas por Edelnor cuya calificación de riesgo²⁸ fue mejor que el de los BS a similar plazo de vencimiento (véase Cuadro N° VIII, pág. 50). En cambio, el salto positivo (spread positivo) observado en abril del 2004, se debe a la salida por primera vez del Banco Financiero con emisiones en Nuevos Soles.

²⁸ Los papeles de deuda de empresas eléctricas tienen una mejor calificación de riesgo, porque se caracterizan por tener ingresos estables, toda vez que los precios se establecen por un periodo fijo (se efectúan contratos de ventas con antelación y por periodos largos).

Debemos mencionar que, en general, las variaciones positivas entre las tasas de colocaciones de bonos privados y BS a períodos de vencimiento equivalentes, se debe a una prima por riesgo que cobran los inversionistas al emisor. Esta prima está directamente asociado a: el tipo de emisor; la confiabilidad crediticia percibida del emisor; el plazo o vencimiento del instrumento; provisiones que garanticen al emisor o al inversionista la opción de hacer algo; el nivel impositivo de los intereses recibidos por los inversionistas y; la liquidez esperada de la emisión²⁹.

C. EFECTO DE LAS EMISIONES DE BONOS SOBERANOS EN LAS TASAS DE INTERÉS DE EMISIONES PRIVADAS

Si bien es difícil cuantificar el efecto de las emisiones de Bonos Soberanos en las tasas de interés en Nuevos Soles de emisiones de empresas privadas (tampoco el objetivo central del presente trabajo consiste en ello); sin embargo, podemos mencionar que uno de los principales impactos es que las tasas de colocación de papeles en Nuevos Soles de empresas privadas han sido sinceradas, sobre todo las de plazos mayores a un año.

Antes de emisiones de BS en Nuevos Soles, los únicos referentes para las colocaciones de privados en soles y a tasa fija fueron los CDs del BCR, pero eran sólo para emisiones de corto plazo (menores a un año). Entonces, al no haber en el mercado instrumentos de referencia con vencimientos de medianos o largo plazo y a tasa fija en Nuevos Soles, los emisores privados locales no tenían tasas de referencia para sus colocaciones (de igual forma los inversionistas en estos papeles tampoco tenían referencias para exigir determinado retorno), por lo que pagaban tasas, a veces, demasiadas altas o en otras ocasiones demasiadas bajas, distorsionando de este modo el mercado de tasas.

Sin embargo, la existencia de curva de rendimientos de BS en Nuevos Soles estaría permitiendo superar esa distorsión de tasas en Nuevos Soles existente anteriormente.

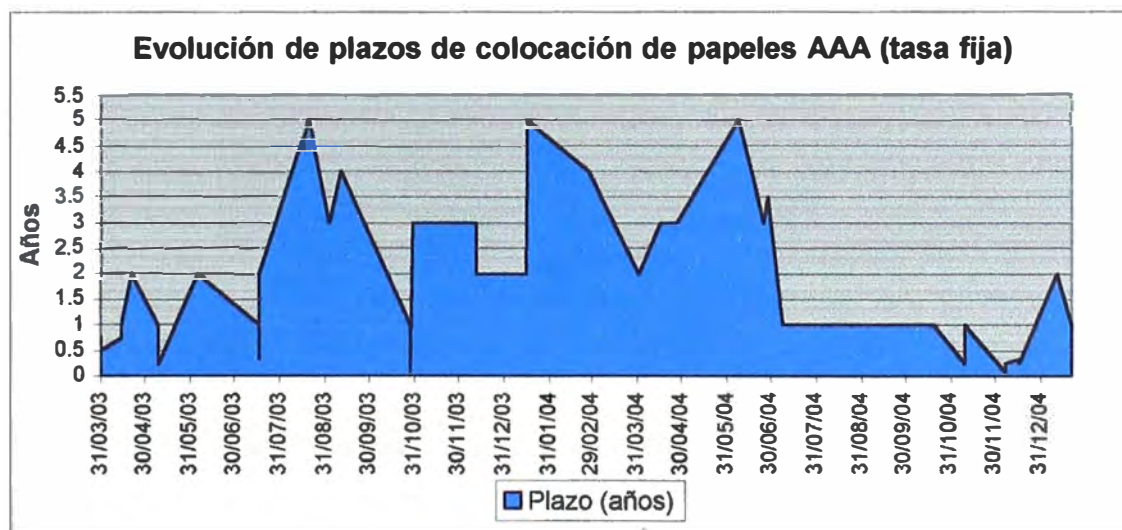
²⁹ Véase Fabozzi, Frank J.; Modigliani, Franco y Ferri Michael G.; “Mercados e Instituciones Financieras”, Prentice may Hispanoamericana, México, 1996, Cap.11, pág. 230.

D. EFECTO DE LAS EMISIONES DE BONOS SOBERANOS EN PLAZOS DE COLOCACIONES DE BONOS PRIVADOS

En la medida que las emisiones de BS, dentro del programa CM, se efectuaban a plazos medianos y largos, también los privados empezaron a emitir papeles en Nuevos Soles a esos plazos.

En efecto, en el Gráfico N° 18 observamos que los privados gradualmente incrementaron los plazos de vencimiento de sus colocaciones. La mayor cantidad de colocaciones a plazo de 5 años a tasa fija se efectuó entre el segundo semestre del 2003 y el primer semestre del 2004, aprovechando las tasas de interés bajas a nivel local e internacional. Además se efectuaron colocaciones en Nuevos Soles de hasta 25 años (caso Transportadora de Gas del Perú – Camisea, en agosto del 2004) pero a tasas ajustadas a la inflación o el tipo de cambio (tasa Nuevos Soles VAC -Valor Adquisitivo Constante).

Gráfico N° 18



Fuente: MEF, Dirección General de Crédito Público.

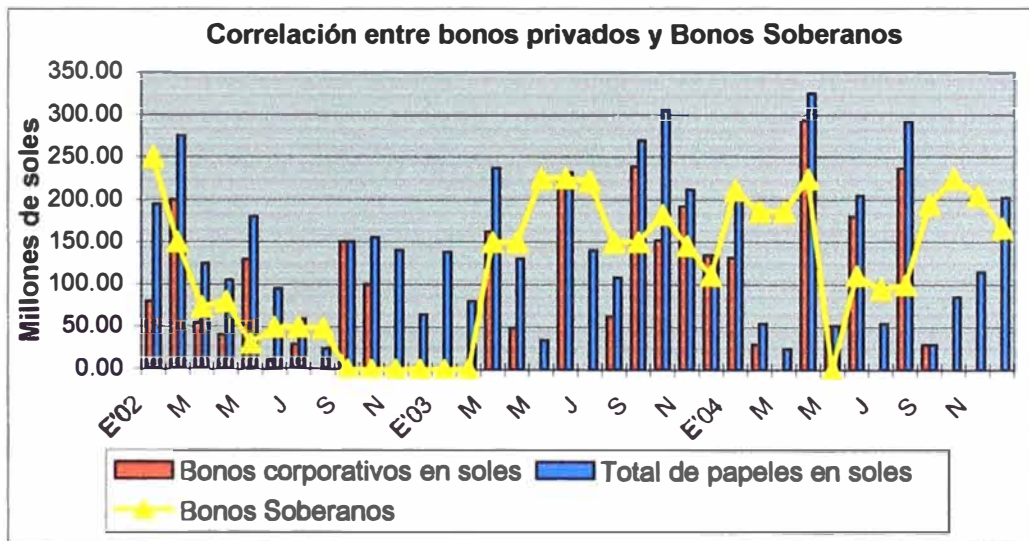
Es de esperar que en el presente año (2005) y en los siguientes, haya una mayor emisión de bonos en Nuevos Soles de empresas privadas a plazos más largos, pues también hay mayor

interés de inversores por tomar estos papeles a esos plazos, tal como hemos observado en el capítulo anterior en que las negociaciones de papeles del Gobierno a plazos de entre 3 a 7 años están teniendo mayor preferencia.

E. EFECTO DE LAS EMISIONES DE BONOS SOBERANOS EN MONTOS DE BONOS EN NUEVOS SOLES DE EMPRESAS PRIVADAS

Sin duda, la emisión de Bonos Soberanos y por ende el establecimiento de la curva de rendimientos ha inducido a las empresas privadas a emitir deudas en Nuevos Soles a plazos de vencimiento iguales o superiores a un año. Lo anterior podemos ver en el Gráfico N° 19 en que se muestra una correlación entre las emisiones de bonos del Gobierno y las emisiones de bonos en Nuevos Soles de empresas privadas, sobre todo en el período marzo del 2003 y septiembre del 2004.

Gráfico N° 19



Fuente: MEF, CONASEV y bancos privados

VII. MERCADO DE RENTA FIJA EN NUEVOS SOLES LUEGO DEL PROGRAMA CREADORES DE MERCADO 2003 Y 2004

El mercado peruano de instrumentos de renta fija en Nuevos Soles ha sufrido cambios interesantes en los últimos dos años, resultado no sólo de mayores emisiones en moneda local de instrumentos del Gobierno, sino también, por la activa intervención del sector privado que ve este mercado como una opción interesante para recoger recursos e invertir en nuevos proyectos o ampliar sus unidades productivas.

A. MERCADO PRIMARIO DE RENTA FIJA

1. EMISIONES REALIZADAS EN LOS ÚLTIMOS AÑOS

Como hemos visto en el capítulo anterior, este mercado en los últimos años se ha caracterizado por ser un mercado relativamente dinámico, por mayor interés de emisores e inversores en participar en él. La evolución de las emisiones en este mercado la podemos ver en el Cuadro N° IX.

Cuadro N° IX

Total de emisiones de instrumentos de renta fija denominados en Nuevos Soles (En millones de S/.)								
Valores	2001		2002		2003		2004	
	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%
Acciones	52.6	3%	0.0	0%	0.0	0%	0	0%
Bonos Subordinados	0.0	0%	50.0	4%	0.0	0%	0	0%
Bonos Titulizados	125.0	7%	37.0	3%	0.0	0%	52.2	3%
B.A.F	0.0	0%	10.0	1%	45.0	2%	0	0%
Bonos Corporativos	870.4	46%	321.1	25%	1,119.5	56%	871.2	53%
Certificado de Dep. Neg	215.0	11%	385.5	30%	401.7	20%	589.9	36%
Instrumentos de Corto Plazo	644.6	34%	494.3	38%	435.0	22%	130.0	8%
Sub total	1,908	100%	1,298	100%	2,001.2	100%	1,643.2	100%
Bonos Soberanos	1,200.0		733.2		1,711.8		1,891.0	
CDs del BCR	4,795.0		4,035.0		7,084.0		15,655.0	
Total	7,902.6		6,066.1		10,797.0		19,189.2	

Fuente: CONASEV, MEF

En el cuadro anterior se observa claramente que, en los dos últimos años, los montos emitidos de instrumentos privados en Nuevos Soles de renta fija es superior al de los años previos, siendo el 2003 el año en que se emitió con mayor intensidad (S/. 2,001.2 millones). Si bien el monto total emitido en el 2004 fue inferior al de 2003, ha sido superior al del 2002. La caída del monto emitido en Nuevos Soles en el 2004 frente al año previo se debió básicamente a tres factores: Primero, a los incrementos de tasas de interés en el 2004, sobre todo en el primer semestre del año lo que redujo la oferta de instrumentos en el mercado de valores; Segundo, los grandes emisores habrían adelantado sus emisiones anticipándose a un incremento de tasas de interés y; Tercero, por falta de nuevos proyectos de inversión que requieran recursos de este mercado.

En lo que respecta a las emisiones del Gobierno en los últimos dos años, como ya hemos observado en el Capítulo V, éstas fueron superiores a los S/. 1,700 millones (S/. 1,711 millones en 2003 y S/. 1,891 millones en el 2004).

Como consecuencia de esta mayor actividad privada y estatal, el total de papeles de renta fija colocados en el 2004 –sin considerar las Emisiones de CDs del BCR³⁰ - fue por S/. 3,534.2 millones, 74% más de lo colocado en el 2002.

2. SALDO DE EMISIONES DE PAPELES EN NUEVOS SOLES

De otro lado, en la medida que se efectuaban las colocaciones en el mercado primario, también se desarrollaban las redenciones (vencimientos) de papeles luego que éstas llegaban a su periodo de maduración. Entonces, es oportuno evaluar cómo ha evolucionado el saldo (papeles colocados menos papeles vencidos) de las emisiones en Nuevos Soles, en el mercado al cierre de los últimos años.

En el Cuadro N° X observamos que el saldo de papeles privados, al cierre de diciembre, en los últimos años ha estado en franco crecimiento. Así, el saldo a diciembre del 2004 fue superior en 105% y 141% al de 2003 y 2002, respectivamente. El incremento del saldo en circulación de instrumentos de renta fija es fundamental, porque ello evidencia que el mercado de bonos está creciendo y profundizándose; en la medida que crece el saldo, es previsible que el mercado secundario de estos instrumentos negocie mayores montos.

Asimismo, el saldo en circulación de instrumentos de renta fija en moneda nacional de empresas privadas, como porcentaje del crédito en Nuevos Soles del sistema financiero al sector privado, aumentó en un punto porcentual. En efecto, a diciembre del 2002, los instrumentos financieros de renta fija en Nuevos Soles de empresas privadas (S/. 2,969 millones) representaban sólo 17% del crédito en moneda nacional del sistema financiero al sector privado (S/. 17,107 millones); mientras que, a diciembre del 2004, el saldo en circulación de instrumentos de renta fija en moneda nacional de empresas privadas representó en 18% del crédito en Nuevos Soles del sistema financiero al sector privado (S/. 23,796

³⁰ Las emisiones de CDs del BCR fueron explosivas en el 2004, y fueron utilizadas para esterilizar la cantidad de Nuevos Soles que hay en el mercado, fruto de constantes compras de dólares. Por esos justamente las emisiones de CDs sigue una lógica distinta a la de bonos de empresas privadas y BS.

millones); este incremento se ha dado no obstante el crecimiento explosivo de los créditos en Nuevos Soles, sobre todo los créditos a las microempresas y la banca de consumo.

Cuadro N° X

Saldo de valores de deuda emitidos en Nuevos Soles (En millones de S/.)				
Tipo	A dic. 2002	A dic. 2003	A dic. 2004	Participación (Dic.2004)
Bonos Corporativos	1,498.0	2,408.0	2,860.8	68%
Instrumentos de Corto Plazo	598.0	698.0	725.6	17%
Bonos de COFIDE	341.0	301.0	180.5	4%
Bonos Subordinados	248.0	248.0	248.0	6%
Bonos de Arrendam. Financiero	159.0	189.0	114.0	3%
Bonos Titulizados	125.0	125.0	51.0	1%
Sub total	2,969.0	3,969.0	4,179.9	100%
Bonos Soberanos	1,933.0	2,660.0	3,751.0	
Certificado del BCR (*)	1,635.0	4,097.0	8,255.0	
Total	6,537.0	10,726.0	16,185.9	

(*) hasta fines de marzo estaba sobre los S/. 11,000 millones

Fuente: CONASEV, BCR, MEF

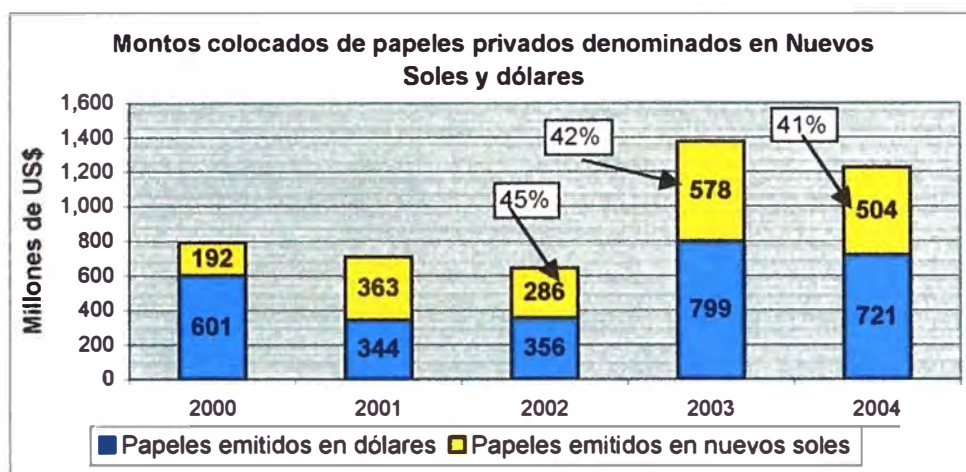
3. EMISIONES EN NUEVOS SOLES COMO PORCENTAJE DEL TOTAL DE EMISIONES DE RENTA FIJA

Recordemos que uno de los objetivos del programa Creadores de Mercado también es contribuir con el proceso de desdolarización del mercado de capitales.

Sin considerar las emisiones que realiza el Gobierno y el BCR, las colocaciones en Nuevos Soles de empresas privadas, como porcentaje del total se han mantenido en los últimos años. Es decir, no obstante el mayor dinamismo mostrado por el sector privado en los últimos años, éstos todavía han preferido mantener las colocaciones en dólares en gran medida.

En efecto, del total colocado por el sector privado en el 2002 (US\$ 642 millones), el 45% eran emisiones en soles; mientras que, del total de montos emitidos en los años 2003 y 2004, los papeles en Nuevos Soles representaron el 42% y 41%, en cada caso (véase Gráfico N° 20).

Gráfico N° 20



Fuente: CONASEV

Sin embargo, la variable más importante en el mercado de valores para medir la contribución de los programas CM del Gobierno en el proceso de desdolarización del mercado de capitales es, el saldo vigente en circulación al cierre de cada año. Pues, en la medida que el saldo de papeles en Nuevos Soles que está en circulación como porcentaje del total esté en incremento, significa que gradualmente hay más papeles en Nuevos Soles en el mercado.

Cuadro N° XI

	Dic. 2001	Partic.	Dic. 2002	Partic.	Dic. 2003	Partic.	Dic. 2004	Partic.
Emitidos en US\$	1,911.5	70%	1,885.0	68%	2,076.5	64%	2,510.0	66%
Emitidos en S/.	836.2	30%	872.1	32%	1,144.6	36%	1,273.8	34%
Total	2,747.7	100%	2,757.1	100%	3,221.1	100%	3,783.8	100%

Fuente: CONASEV

En el Cuadro N° XI podemos ver que, efectivamente, el saldo en circulación de papeles en Nuevos Soles en el mercado de valores ha estado en incremento en los últimos años –en diciembre del 2001 fue 30% del total, en diciembre del 2003 subió a 36% y en diciembre del 2004 se ubicó en 34%- lo significa que el programa CM está contribuyendo con la desdolarización del mercado de valores; lo cual es importante porque en la medida que la desdolarización en el sector real continúa esta favorece también al manejo de la política monetaria de BCR.

B. MERCADO SECUNDARIO

Las transacciones de instrumentos de renta fija en el mercado secundario realizada tanto en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) como en las mesas de dinero de los bancos (mercado de dinero) han seguido una evolución apática en los últimos años.

No obstante, el incremento de emisiones de renta fija (tanto en Nuevos Soles como en dólares) percibida en los años previos, el monto transado de papeles en el mercado secundario se ha mantenido estancado. Así, en diciembre del 2004, el monto promedio de negociación fue de sólo S/. 9.5 millones para un total de papeles privados en circulación (tanto en Nuevos Soles como en dólares) de S/. 12,400 millones.

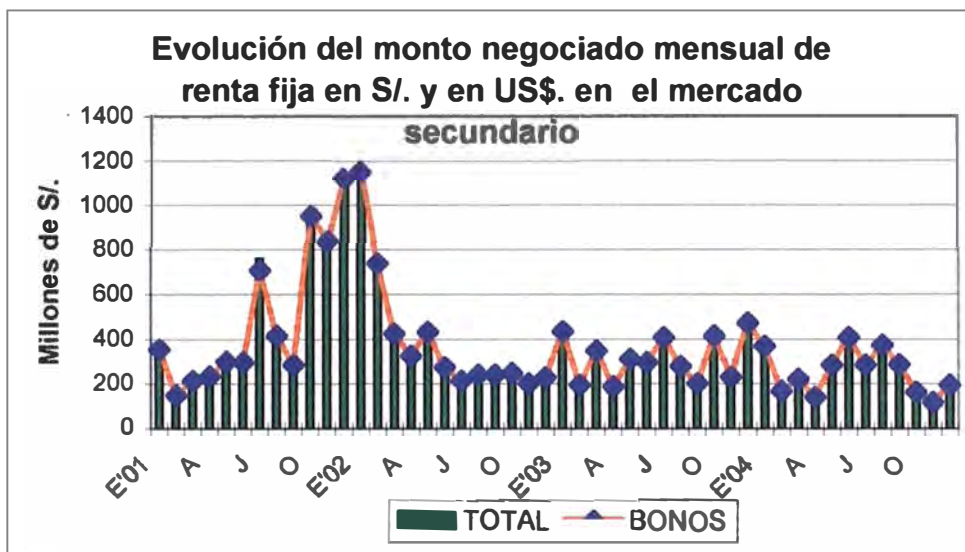
Una de las razones de la poca profundidad de este mercado es que las emisiones de papeles aún es insuficiente para la cantidad de recursos disponibles en los mercados de capitales (tal como explicaremos en el siguiente punto). En este contexto, los inversores (principalmente institucionales), tras adquirir estos papeles, se los guardan porque de venderlos no tienen donde colocar esos recursos fruto de las ventas.

En el Gráfico N° 21 podemos percibir que el monto total negociado de instrumentos emitidos tanto en Nuevos Soles como en dólares³¹ en parte del 2001 y 2002 fue superior al de los años

³¹ No se dispone de información separada de negociación secundaria de bonos en soles y dólares. Lo que se presenta en el cuadro referido a este punto es la negociación de bonos y el total de instrumentos de renta fija tanto en soles como en dólares.

siguientes. Al respecto, se debe aclarar que esta situación se ha dado, por un lado, porque el riesgo de mantener un valor privado era ligeramente mayor y, por otro, el excedente de liquidez en el mercado no era tan alto como en los últimos dos años.

Gráfico N° 21



Fuente: CONASEV

En consecuencia, debemos señalar que el efecto del programa CM en la negociación secundaria de instrumentos de renta fija privados no es clara, porque este mercado depende de otros factores como ya mencionamos (liquidez y riesgo).

C. ALGUNAS CARACTERÍSTICAS ACTUALES DEL MERCADO DE VALORES DE RENTA FIJA

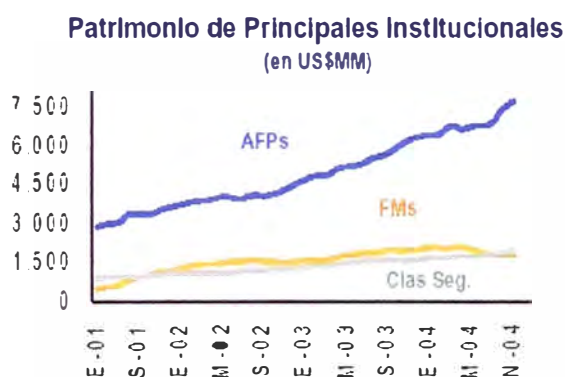
El avance que ha logrado en los últimos años el mercado de valores y en particular el mercado de renta fija ha sido muy importante. Si bien la buena performance de nuestro mercado de instrumentos de renta fija está permitiendo superar algunas características que son propias de un mercado débil y de poco desarrollo, gracias a un contexto de estabilidad económica y generación de riqueza, hay otras limitantes que aún persisten y están estrechamente asociadas a motivos estructurales.

1. LIQUIDEZ DEL MERCADO

El buen desempeño de la economía global en los últimos años (recuperación de EE.UU. y crecimiento explosivo de China) ha propiciado un entorno macroeconómico externo e interno bastante favorable para generar riqueza y por ende ahorro. El ingreso de divisas resultado de mayores exportaciones, así como, las remesas de peruanos residentes en el exterior también han contribuido en generar mayor demanda interna (que en el 2004 creció en 3.9%), impulsando la actividad económica local.

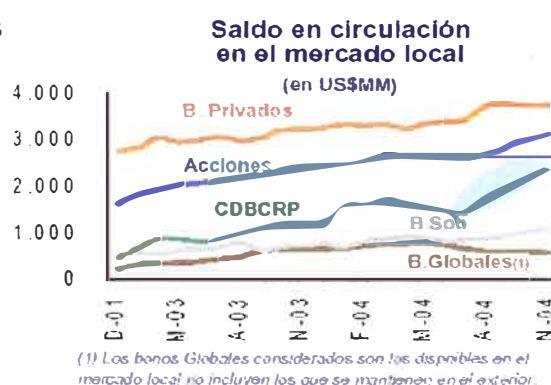
En este contexto, los principales inversionistas institucionales (entidades que administran recursos de personas naturales y jurídicas) han visto aumentar los patrimonios administrados de modo importante (véase Gráfico N° 22). Por ejemplo, las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs) administraban US\$ 8,000 millones al cierre del 2004, los Fondos Mutuos US\$ 1,800 millones y las compañías de seguros US\$ 2,000 millones.

Gráfico N° 22



Fuente: BCP

Gráfico N° 23

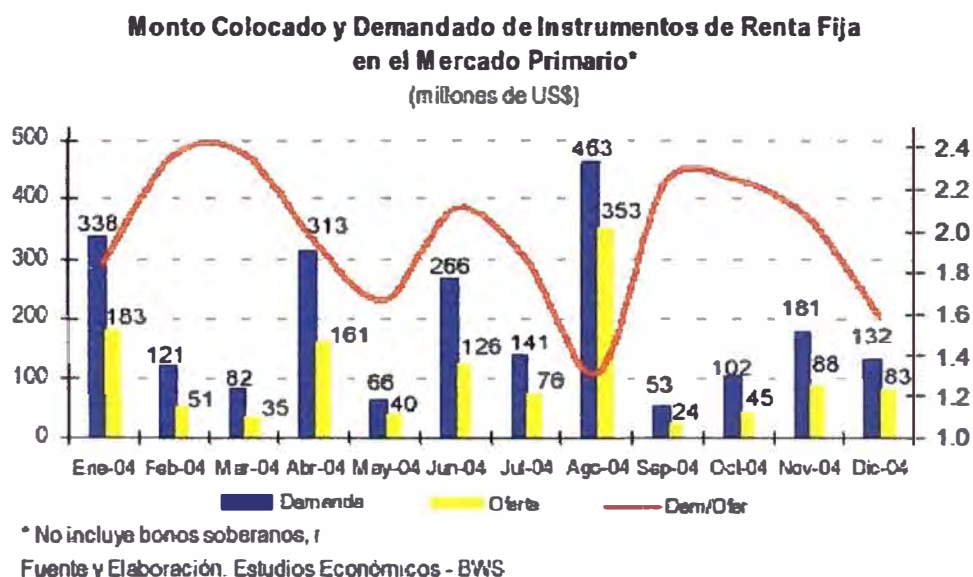


Fuente: BCP

Todos estos inversionistas institucionales quieren invertir en el mercado de capitales, teniendo como opciones: Acciones de empresas que cotizan en la BVL, valores de renta fija de empresas privadas y BS; pero hay pocos instrumentos en qué invertir en nuestro mercado.

A manera de ejemplo podemos señalar que en el 2004 la demanda de papeles de renta fija (tanto en Nuevos Soles como en dólares) superó en 1.8 veces a la oferta (véase Gráfico N° 25). Cabe mencionar que en el 2004 en total se colocaron valores por un monto de US\$ 1,247 millones, mientras que la demanda ascendió a US\$ 2,220 millones.

Gráfico N° 25



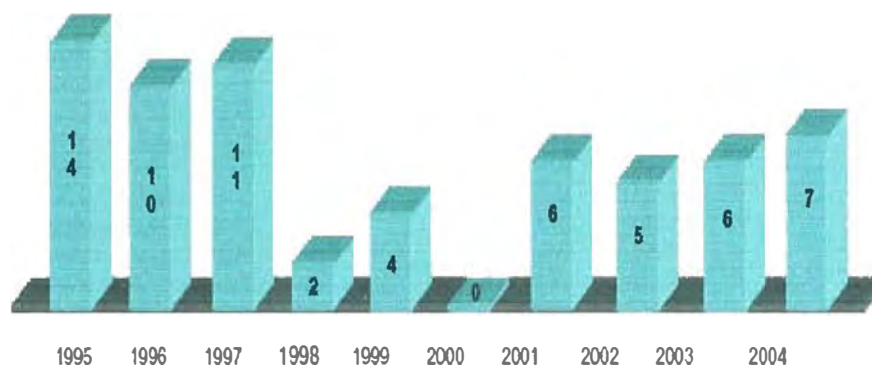
3. APARICIÓN DE NUEVOS EMISORES

Precisamente la abundancia de recursos y el deseo en los inversionistas de tomar más papeles de deuda, han generado, por un lado, la emisión de papeles de menor calificación de riesgo al habitual y, por otro, ha permitido a empresas de menor de calificación de riesgo emitir papeles de deuda en el mercado. Por ejemplo, sobre el primer caso, en el 2004 se ha intensificado emisiones de papeles de calificación AA (doble A) y A. En el caso de las AA éstas están siendo muy demandados por AFPs (y no demandan papeles A por ahora por un tema regulatorio y responsabilidad, pues gestionan recursos de futuros pensionistas).

En lo que respecta a los nuevos emisores, en efecto, en el año 2004 aparecieron siete nuevos emisores, entre ellos: Compañía Minera Atacocha, Creditex, Nissan Maquinarias y

Corporación Miski; a pesar de ser nuevos en el mercado, las tasas de interés que están pagando no son altas, por los factores ya señalados anteriormente.

Gráfico N° 26
Nuevos Emisores por año



Fuente: CONASEV

El promedio de ingreso de nuevos emisores por año en los últimos años ha sido de seis (6). Es de esperar que en la medida que el mercado de capitales se profundice ese promedio pueda ir en incremento. Asimismo, se incorporarán nuevos emisores, en la medida que la CONASEV mejore y flexibilice las normas que permitan el acceso al mercado de valores; por ejemplo, hay pedidos para que CONASEV flexibilice la norma de la Oferta Pública Primaria (OPP), de modo que, por ejemplo, reduzca el número de clasificadores del valor a emitir de dos a uno; esto reducirá el costo de la emisión del valor.

4. CONCENTRACIÓN DE EMISORES

No obstante la abundancia de liquidez en el mercado y la aparición de nuevos emisores, el mayor porcentaje del monto emitido está concentrado en pocos emisores. Por ejemplo, en el 2004, del monto total emitido en Nuevos Soles (S/. 1,643 millones) el 50% ha sido emitido sólo por cuatro empresas (véase Cuadro N° XII). De igual modo, del total emitido en dólares (US\$ 721 millones), sólo cuatro empresas (TGP, Aguaytía, Alicorp y Refinería la Pampilla) han concentrado el 52%.

Cuadro N° XII

Emisiones en Nuevos Soles

expresado en S/. MM

<i>Expresado en S/.MM</i>	S/.MM	Part. %	Acum. %
Banco Continental	277	17%	16.7%
Transportadora de Gas del Perú	237	14%	31.1%
Financiera CIMR	163	10%	40.9%
EdeInor	150	9%	50.0%
Luz del Sur	139	8%	58.4%
Banco Financiero	101	6%	64.5%
Telefónica del Perú	95	6%	70.2%
Financiera Cordillera	75	5%	74.8%
Edegel	60	4%	78.4%
Financiera Solución	60	4%	82.0%
Telefónica del Perú	60	4%	85.7%
Wiese Sociedad Titulizadora	52	3%	88.8%
International Finance Corporation	50	3%	91.8%
Gloria	35	2%	94.0%
Financor	25	2%	95.5%
Solución Financiera de Crédito	25	2%	97.0%
Alicorp	20	1%	98.2%
Banco de Crédito del Perú	20	1%	99.4%
Mi Banco	10	1%	100.0%

Asimismo, la concentración de emisiones se da también por sectores económicos. Así, al cierre del 2004, los sectores Banca y Finanzas y el eléctrico concentraron el 63% de total de emisiones de renta fija (en Nuevos Soles y en dólares), 13% en el sector industrial y la diferencia (24%) se colocó en el resto de los sectores.

La alta concentración de emisiones de papeles de renta fija en pocos emisores y en sectores específicos, se atribuye a un factor estructural, pues no se ha creado un mercado que contribuya en la creación de un gran número de empresas o grupos económicos capaces de tomar deudas por montos importantes. Por el contrario, en los últimos 30 años, se contrajo el mercado y por ende la capacidad de acción de muchas empresas grandes y de las que tenían muchas perspectivas de crecimiento. Esperamos que esta nueva ola de estabilidad y crecimiento genere más medianas y grandes empresas tomadoras de deuda en el mercado de capitales.

VIII. CONCLUSIONES Y PERSPECTIVAS

A. CONCLUSIONES

Definitivamente a la luz de los resultados observados en los últimos dos años, el programa Creadores de Mercado (CM) emprendido por el actual Gobierno, ha tenido un efecto importante en el desarrollo del mercado de capitales y en particular en la evolución del mercado de instrumentos financieros privados de renta fija en Nuevos Soles (bonos, certificados de depósito negociable, papeles comerciales, etc.).

Si bien el entorno macroeconómico local e internacional en que se han desarrollado los programas Creadores de Mercado 2003 y 2004 les han sido favorables -pues la economía global está en crecimiento, siendo EE.UU. y China los principales propulsores, y un entorno local inmejorable (buenos indicadores económicos, repunte de exportaciones y abundante liquidez)-, no obstante, dichos programas CM por sí solos también han puesto sus cuotas y han sido factores de impulso y desarrollo del mercado local de bonos privados en Nuevos Soles.

En consecuencia y respondiendo a las preguntas formuladas al inicio de la investigación podemos concluir lo siguiente:

Primero: la emisión de Bonos Soberanos (BS) en Nuevos Soles ha fomentado un mayor monto de emisión de instrumentos de renta fija en Nuevos Soles de empresas privadas y en particular de bonos en Nuevos Soles. Esto porque ya se ha formado una curva de rendimientos de BS y ésta a su vez ya está siendo utilizada por los privados (emisores e

inversionistas - demandantes de papeles) para determinar las tasas de interés de las colocaciones de papeles en Nuevos Soles.

Segundo: el diferencial (spread) entre la tasa de interés de colocación de bonos en Nuevos Soles de empresas privadas y la tasa de interés de los BS en el mercado secundario, a similar plazo de vencimiento, ha sido mínimo (menos de 100 puntos básicos – 1%) en la mayor parte del tramo 2003 y 2004, lo que evidencia dos casos, por un lado, que efectivamente los agentes privados ya están usando las tasas de interés de BS como referencia y, por otro, que la prima por riesgo de emitir papeles localmente respecto al riesgo soberano (del Gobierno) es mínima.

Tercero: la formación de una curva de rendimientos de BS ha permitido ordenar y sincerar la tasa de interés en Nuevos Soles de colocaciones de bonos de empresas privadas a mediano y largo plazo. Pues, antes del programa CM no había referencia para colocaciones de mediano y largo plazo en Nuevos Soles (las emisiones de CDs del BCR servían de referencia sólo para emisiones menores a un año).

Cuarto: el incremento de papeles de deuda en Nuevos Soles de privados está contribuyendo a la desdolarización gradual del mercado de renta fija, proceso que se está dando también a la par con el fortalecimiento de nuestra moneda frente al dólar (En el 2004 el Nuevo Sol se apreció 5.5%).

Quinto: la formación de una curva de rendimientos y mayor confianza en la moneda local también han permitido incrementar gradualmente los plazos de vencimiento de bonos (hasta siete años) a tasa fija en Nuevos Soles de empresas privadas; incluso se han colocado a plazo de vencimiento de 25 años, pero a tasa variable en Nuevos Soles (indexado a las variables inflación y tipo de cambio), como la emisión efectuada por TGP.

Finalmente, en los últimos años se han registrado ingresos de nuevos emisores de papeles de deuda y la tendencia es que los nuevos emisores en términos de número siga en aumento.

B. PERSPECTIVAS

Según la Ley N° 28423 de Endeudamiento del Sector Público para el año fiscal 2005, el Gobierno podrá emitir deuda interna en Nuevos Soles, en el marco del programa de Creadores de Mercado 2005, hasta por S/. 2,090 millones. De este monto establecido, hasta el cierre del primer trimestre del año (31 de marzo) ya se colocó S/. 642 millones.

Una de las características de las colocaciones efectuadas en el 205 es que, el 76% del monto colocado fue hecho a plazo de vencimiento largo, y que el 14% fue colocado a tasa Nuevos Soles VAC con vencimiento en el año 2,035. Esta estructura de colocación a mayores plazos seguirá para el resto de año, según el Director General del Tesoro Público del MEF, Guillermo Garrido Lecca.

Montos y plazos

En consecuencia, las mayores emisiones de Bonos Soberanos en Nuevos Soles y a plazos más largos seguirá causando un efecto favorable en el sector privado, pues podrán emitir deudas en Nuevos Soles por mayores montos y a plazos de vencimiento más largos (porque habrá mas tasas de referencia de largo plazo).

Desdolarización

Lo anterior dinamizará aún mas el mercado local de bonos en Nuevos Soles y por ende contribuirá gradualmente con la desdolarización del mercado de capitales, lo cual es bueno a efectos del manejo monetario del BCR. Pero además, hay una perspectiva favorable sobre la solidez de la moneda local, por ejemplo en lo que va del 2005 (hasta fines de marzo) el Nuevo Sol se ha apreciado 0.5% frente al dólar y se estima que al cierre de este año se situará en niveles cercanos al de cierre del 2004 (S/. 3.281), no obstante la incertidumbre que puede haber por el proceso electoral.

Tasas y exceso de liquidez

Si bien la tasa de interés al alza en el mercado internacional que se percibe este año –se proyecta que la FED subirá su tasa de referencia hasta 3.75% en el 2005- puede afectar al alza

las tasas de interés en Nuevos Soles y reducir las emisiones de instrumentos de deuda de empresas privadas en esta misma moneda, sin embargo este efecto será atenuado por la mayor demanda por parte de los inversionistas, dado que seguirá habiendo un exceso e liquidez –por ejemplo los recursos de las AFPs crecen US\$ 100 millones al mes y se estima que al cierre del 2006 superarán los US\$ 10,000 millones.

Nuevos emisores

Asimismo, se prevé que en la medida que nuestra economía se consolide habrá más proyectos, tanto de nuevas empresas como de aquellas que han estado poco activas en tomar deuda en el mercado de capitales, lo que propiciará nuevas emisiones de deuda en el mercado de capitales, lo que contribuirá gradualmente a reducir el nivel de concentración de tomadores de deuda en este mercado y diversificar el riesgo.

BIBLIOGRAFÍA

1. Artículos-Papers:

AFP Integra, “Financiamiento, El reto y Desarrollo del Mercado de Capitales”, presentado en el seminario internacional organizado por el BCR del Perú, noviembre del 2004.

BBVA Banco Continental, “Desarrollo del Mercado Doméstico de Deuda Pública”, presentado en el seminario internacional organizado por el BCR del Perú, noviembre del 2004.

BBVA Banco Continental, “Renta Fija – Presentación para MC&F”, presentado en el seminario del Centro de Estudios de Mercado de Capitales y Financieros, marzo del 2005.

Credibolsa Sociedad Agente de Bolsa (SAB), “Renta fija: Nuevos instrumentos y perspectivas”, 23 de febrero del 2005.

Departamento de Estudios Económicos del Banco Wiese, “Reporte Semanal” Año 5 N 19º, 13 de mayo de 2004.

Departamento de Estudios Económicos del Banco Wiese: “Reporte trimestral sobre el Mercado Secundario de Bonos Soberanos”, segundo trimestre del 2003; cuarto trimestre del 2003 y; cuarto trimestre del 2004.

Diario Gestión: Artículos publicados en la Sección de Negocios y Finanzas en los días: 31 de marzo del 2003; Jueves 30 de diciembre del 2004; Miércoles 05 de enero del 2005; Lunes 28 de febrero del 2005; Lunes 18 de abril del 2005.

Dirección Macro Financiera de la Dirección de Asuntos Económicos y Sociales del MEF, informe “Análisis de la colocación de Bonos Soberanos e Intercambio de Deuda”, año 2002.

División de Mercado Capitales del Interbank, “Reporte trimestral del programa Creadores de Mercado”, reporte junio 2003, diciembre 2003 y; marzo 2005.

División de Mercado de Capitales del Banco de Crédito del Perú (BCP), “Perspectivas y Estrategias de Inversión I Semestre del 2005”, 21 de enero del 2005.

División de Mercado de Capitales del Banco de Crédito del Perú (BCP), “Reporte Trimestral programa Creadores de Mercado”: Evolución cuarto trimestre del 2003; tercer trimestre del 2003 y; cuarto trimestre del 2004.

Hernández, Carlos (1992) “Estructura por plazos de las tasas de interés”. Serie de comentario sobre Asuntos Económicos N° 101. Banco Central de Costa Rica.

Interinvest, corporación Interbank, “Visión del Mercado de Capitales Peruano”, presentado en el seminario internacional organizado por el BCR del Perú, noviembre del 2004.

“Mercado Local de Deuda Pública de la República Argentina”, presentado en el seminario internacional organizado por el BCR del Perú, noviembre del 2004.

Miguel T. Delfiner, “Patrones e fluctuación de curva de rendimientos en Argentina”.

Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), CONASEV, SBS, COFIDE, “Estrategia de Colocación y de Operaciones de Manejo de Deuda Pública” publicado en el Diario oficial El Peruano, viernes 21 de marzo de 2003.

Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), “Desarrollo del Mercado de Deuda Pública”, presentado en el seminario internacional organizado por el BCR del Perú, noviembre del 2004.

Ramiro Chacón Mosquera, “Construcción de la Curva Cupón Cero: Caso Colombiano” elaborado durante el Simposio de Docentes de Finanzas.

Saber más de bonos: <http://www.portafoliopersonal.com/bonos/#indice>

2. Reglamentación:

Ley de Endeudamiento del Sector Público (Nº 28130), mediante el D.S. Nº 015-2004-EF.

Ley General de Mercado de Valores (LMV) que entró en vigencia el 24 de marzo de 2002.

Reglamento del Programa de Creadores de Mercado, Decreto Supremo Nº 037-2003-EF

3. Manuales Financieros

Estudio, Muñiz-Forsyth-Ramírez-Pérez-Taiman & Luna-Victoria (1993), “Manual Sobre la Legislación del Mercado de Valores en el Perú”.

4. Libros:

Centro de Estudios de Mercado de Capitales y Financieros, “El ABC de Mercado de Capitales”.

Fabozzi, Frank J.; Modigliani, Franco y Ferri Michael G.; “Mercados e Instituciones Financieras”, Prentice may Hispanoamericana, México, 1996.

Zvi Bodie y Robert G. Merton (1998), “Finanzas”, 1a edición, Ed. Prentice may, México, 1999.

5. Base de datos:

Banco Central de Reserva del Perú (BCR): www.bcrp.gob.pe

Base de datos Reuter y Bloomberg.

Bolsa de Valores de Lima (BVL): www.bvl.com.pe.

Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV): www.conasev.gob.pe.

Ministerio de Economía y Finanzas (MEF): www.mef.gob.pe.