

UNIVERSIDAD NACIONAL DEL ALTIPLANO

XXIX ENCUENTRO DE ECONOMISTAS DEL BANCO CENTRAL DE
RESERVA DEL PERÚ

EL STRESS EN LOS
MERCADOS DE RENTA
FIJA DURANTE EL
PERÍODO DE CRISIS:
¿Quiénes son los Ganadores y
Perdedores?

Juan L. Aguilar Olivera



Lima, Octubre de 2011

INTRODUCCIÓN



- **La crisis financiera, ha generado desequilibrios en diferentes mercados, principalmente en los mercados de renta fija.**
- **Se ha desarrollado productos estructurados de inversión y vehículos de inversión que permitieron conseguir un margen adicional de rentabilidad.**
- **Los agentes no fueron conscientes del riesgo.**
- **En el mercado financiero, se ha observado tensiones y nerviosismo por parte de emisores e inversores.**
- **Hay quiénes capitalizan a su favor los vaivenes del mercado, lo que da origen a la coexistencia de ganadores y perdedores.**

MARCO TEÓRICO



✓ **Mercados Financieros:** mecanismo o lugar a través del cual se produce un intercambio de activos financieros y se determinan sus precios.

✓ Hay una variedad de mercados, la que ha venido ganando terreno es la de los mercados secundarios.

✓ ¿Funciona la ley de la oferta y demanda en la determinación del precio?. En ocasiones es el emisor el que fija el precio del activo y que posteriormente es el mercado con una demanda suficiente o insuficiente, el que se encarga de señalar si el precio y demás condiciones de la oferta han sido apropiadamente definidos.

FUNCIONES



- ✓ Poner en contacto a los agentes que intervienen (individuos, empresas agentes especializados o intermediarios financieros).
- ✓ Ser un mecanismo apropiado para la fijación de precios de los activos (mercados de negociación básicamente, mercados de emisión).
- ✓ Proporcionar liquidez a los activos (facilidad de conversión en dinero).
- ✓ Reducir los plazos y los costes de intermediación (costes de operación bajos y mercados ágiles entre el acuerdo inicial hasta la liquidación total).



CARACTERÍSTICAS



- ✓ Amplitud (Volumen de activos que se intercambian)
- ✓ Transparencia (Mejor accesibilidad y barata de obtener; y procesar la información que pueden lograr los agentes económicos participantes)
- ✓ Libertad (No existencia de limitaciones o barreras como comprador o vendedor, grado de apertura).
- ✓ Profundidad (Medido por el número de órdenes de compra y venta)
- ✓ Flexibilidad (Facilidad para la rápida reacción de los agentes ante la aparición de cambio en los precios).

CLASIFICACIÓN



- ✓ Directos, intercambio directo entre los demandantes y los oferentes e Intermediados, donde uno de los participantes en cada operación es un intermediario financiero.
- ✓ Por las características de sus activos pueden ser: monetarios (corto plazo, el reducido riesgo y la gran liquidez y de capitales (largo plazo, aquí se ubica el mercado de renta fija)
- ✓ Según la fase de negociación: primarios (activos financieros de nueva creación) y secundarios (que no supone nueva financiación y permite la circulación de activos entre los agentes).

MERCADO DE RENTA FIJA



- ✓ Conocido como mercado de bonos , de deuda o de crédito, se encuentra dentro del mercado de capitales.
- ✓ Es un mercado financiero donde los participantes compran y venden títulos de deuda.
- ✓ Se considera dos segmentos: La renta fija Pública y la renta fija privada.
- ✓ Una clasificación más amplia contempla cinco tipos: corporativo, gobierno, municipal, Bonos respaldados por hipotecas, por activos y obligaciones de deuda garantizadas (CDO) y bonos de financiación.
- ✓ Los participantes son: inversores institucionales, gobiernos, traders e individuos.

TAMAÑO DEL MERCADO



- Para el 2006, el tamaño del mercado de bonos internacional se estimaba en \$45 trillones.
- Para el 2008, los importes en el mercado de bonos globales aumentaron a \$ 83 billones de dólares.
- Por lo general cuando uno se refiere al "mercado de bonos" normalmente se refieren al mercado de bonos del Estado por su tamaño.
- Los tipos de interés de mercado influyen negativamente en el precio de un bono de cupón fijo y al contrario un descenso de los tipos de interés afectara positivamente a la cotización de los bonos de cupón fijo.
- El riesgo de tipo de interés se mide por la duración del título, cuanto más grande sea la vida del título, más aumenta este riesgo

CALIFICACIÓN



- ✓ Un aspecto fundamental es la calificación que se le otorga, la misma que se basa fundamentalmente en la tasa de interés que refleja su grado de riesgo de incumplimiento que existe cuando un prestatario no cumple su promesa de pagar los intereses o el principal.
- ✓ La evaluación del riesgo de incumplimiento de una obligación es evaluada por empresas calificadoras de riesgo como Standard & Poor's Rating Group, Fitch Ratings y Moody's Investor Service.

PRODUCTOS ESTRUCTURADOS



- ✓ Los productos de inversión estructurados son considerados como soluciones de inversión que combinan instrumentos financieros clásicos con los derivados, cuyo valor se basa en un activo financiero subyacente.
- ✓ Permiten mejorar su rentabilidad, ya que sacan partido de una manera flexible de las oportunidades de mercado a corto plazo.
- ✓ Entre los productos estructurados de inversión más importantes se tiene a los Credit Default Swap (CDS) y Collateralized Debt Obligations (CDO).

CREDIT DEFAULT SWAP (CDS)



- ✓ No deja de ser un contrato de seguro, en donde a cambio de pagar una prima, el tenedor de un crédito puede asegurarse ante el riesgo de impago de un crédito que haya concedido.
- ✓ Un contrato en el que el comprador de protección adquiere el compromiso de pagar una determinada prima periódicamente a la contrapartida (vendedor de protección) y a cambio, obtiene la garantía de recibir una indemnización de dicha contrapartida en caso de que la entidad de referencia del CDS sufra un evento crediticio anteriormente definido en el contrato.

COLLATERALIZED DEBT OBLIGATIONS(CDO)



- ✓ Son intereses titulizados en fondos de activos generalmente no hipotecarios. El colateral son generalmente préstamos o instrumentos de deuda.
- ✓ Un CDO puede ser un Collateralized Loan Obligation (CLO) o un Collateralized Bond Obligation (CBO) en función de si tiene, respectivamente, préstamos o bonos.
- ✓ El inversor que compra un CDO, soporta el riesgo de crédito del Colateral.
- ✓ En un CDO hay diferentes tramos, que ofrece a los inversores diferentes vencimientos y riesgos de crédito: Senior, Mezzanine y Equity.
- ✓ El tramo Senior tiene una calificación crediticia que va desde la A hasta la AAA. Para el tramo Mezzanine, la calificación está en torno a la BBB, pero no por debajo de B.

CLASIFICACIÓN DE LOS CDO



- ✓ CDO líquidos (Cash CDO) y los sintéticos (Synthetic CDO).
- ✓ Los CDO líquidos son los originales y los más habituales, y están respaldados por un conjunto de instrumentos de deuda del mercado monetario.
- ✓ Los CDO sintéticos (Synthetic CDO) son CDO donde el inversor tiene una exposición económica a un conjunto de instrumentos de deuda a través de instrumentos derivados en lugar de la compra de instrumentos de deuda del mercado monetario.

VEHÍCULOS DE INVERSIÓN



- ✓ Son los diferentes modelos de financiamiento.
- ✓ Existe una variedad de vehículos siendo los más usuales: Structured Investment Vehicle (SIV) y Asset Backed Commercial Paper (ABCP).
- ✓ Un SIV, es un tipo de fondo en el shadow banking system, el mismo que se compone de instituciones financieras no bancarias que desempeñan un papel cada vez más importante en el mercado de créditos.
- ✓ ABCP, es una forma de papel comercial que es garantizado o colateralizado por otros activos financieros.
- ✓ Suelen ser inversiones a corto plazo que vencen entre 90 y 180 días.

RELACIÓN ENTRE SUBPRIMES Y CDOs



- ✓ Los CDOs funcionan cuando están presentes los siguientes factores:
- ✓ – los activos subyacentes de los CDOs están claramente diversificados. (i.e. riesgo diversificado)
- ✓ – las valoraciones de calidad de crédito subyacente son consistentes
- ✓ Desafortunadamente, este no fue el caso de los CDOs de subprime, pues el mercado parece haber olvidado la necesidad de diversificación .
- ✓ Las entidades bancarias recababan liquidez mediante la técnica de retirar de sus activos el dinero prestado por la vía de "colocar cédulas hipotecarias o CDOs, de CLOs y de CMOs u otras obligaciones respaldadas por paquetes de activos corporativos e hipotecarios".

COMPARTIENDO EL DAÑO (G y P)



- ✓ El estallido de la burbuja inmobiliaria tuvo al mercado de renta fija como un indicador adelantado frente a otros mercados, en la cual se identifican ganadores y perdedores.

Perdedores:

- Inversores ABCP, Hedge funds, CBO, SIV
- Mercados: Titulización, Mercado de Covered bonds, Mercado de bonos convertibles, Mercado high yield, Emisiones de capital
- Emisores: los de capital.

Ganadores:

- Mercados: Emisiones garantizadas por los estados, Bonos corporativos
- Emisores financieros "National Champions"
- Inversores: Los de tasas o tipos de interés.

CASO PERUANO EN UN CONTEXTO DE CRISIS



- ✓ Dentro del mercado de renta fija pública, la emisión de los bonos del gobierno peruano durante el período de crisis ha encontrado un escenario favorable, explicado fundamentalmente por la elevación de la calificación crediticia a grado de inversión, lo que ha favorecido la emisión de bonos del gobierno.
- ✓ Otro de los factores que ha impulsado el desarrollo del mercado de bonos del gobierno ha sido el programa “hacedores de mercado”, que ha dinamizado el mercado primario o mercado de colocaciones.

CASO PERUANO EN UN CONTEXTO DE CRISIS



Clasificación de riesgo

	S&P / Fitch	Moody's	Característica
	AAA	Aaa	Risk free
	AA+	Aa1	Calidad superior
	AA	Aa2	
	AA-	Aa3	
Chile →	A+	A1	Alta capacidad de repago
	A	A2	
	A-	A3	
México →	BBB+	Baa1	Moderada capacidad de repago
	BBB	Baa2	
	BBB-	Baa3	
Colombia →	BB+	Ba1	Alguna capacidad de repago
	BB	Ba2	
Venezuela →	BB-	Ba3	
	B+	B1	Alta incertidumbre de capacidad de repago
Bolivia →	B	B2	
Ecuador →	B-	B3	
	CCC+	Caa1	Altamente vulnerable al default
	CCC	Caa2	
	CCC-	Caa3	
	CC		
	C		
	D	Ca	En default

Grado de inversión

Perú alcanza el Grado de Inversión:
 La última revisión de Moody's (Ago 08) clasifica el Perú en Ba1
 La última revisión de S&P (Jul 14) lo ubicó como BBB-
 La última revisión de Fitch (Abr 08) lo ubicó como BBB-

↑
S & P

CASO PERUANO EN UN CONTEXTO DE CRISIS



- ✓ El mercado primario de bonos del gobierno es concentrado y participan bancos, AFPs, fondos mutuos, seguros y otros inversionistas, directamente o a través de Sociedades Agentes de Bolsa (SAB).
- ✓ En tanto que el mercado secundario es ilíquido,.
- ✓ Implementación de estrategias para desarrollar el mercado doméstico de bonos del gobierno, entre los cuales se destaca:
 - La implementación de prácticas de buen gobierno corporativo: transparencia en la política fiscal y en el manejo de la deuda pública.
 - Anuncios anticipados del calendario anual de subastas de bonos públicos a distintos plazos.
 - Emisión regular de bonos, aceptando las condiciones del mercado.
 - Contar con un sistema transparente y eficiente de subasta y liquidación, pago contra entrega.
 - Adoptar medidas para aumentar la liquidez en el mercado secundario.

CASO PERUANO EN UN CONTEXTO DE CRISIS



✓ Se implementa un sistema de Creadores de Mercado o Primary Dealers que permitió ampliar y estabilizar la demanda en el mercado primario, cuya participación en el mercado secundario ampliará y desarrollará este mercado.

✓ Entre las ventajas del sistema de Primary Dealers, se tiene:

✓ • Asegura una demanda mínima durante las colocaciones primarias (underwriting).

✓ • Ayuda a ampliar el mercado de títulos públicos hacia el segmento de pequeños inversionistas.

✓ • Favorece la negociación secundaria de los títulos públicos al actuar como creadores de mercado.

✓ Las Desventajas:

✓ • Posibilidad de colusión en la fijación de precios, especialmente si el número de dealers es pequeño.

✓ • Ciertos incentivos, como el derecho de exclusividad, pueden reducir la competencia en el mercado.

CASO PERUANO EN UN CONTEXTO DE CRISIS



- ✓ En cuanto a la regulación y supervisión de los mercados de bonos del gobierno, se ciñe estrictamente por los mismos procedimientos que operan en el mercado financiero en general, siendo el MEF quién lidera el desarrollo del mercado doméstico de bonos del.
- ✓ Durante el período de crisis, en el Perú se ha llevado adelante la emisión de bonos soberanos en soles a 30 años, acontecimiento que fue catalogada por la revista estadounidense Latin Finance como una de las operaciones financieras más importantes en la región por el equivalente a unos 1,500 millones de dólares, ubicando al Perú aún por delante de Brasil en términos de duración de deuda en moneda nacional.
- ✓ Dicha operación presentó un exceso de demanda de 2.5 veces de lo ofertado, con una tasa inicial de 6.9 por ciento, lo que implicó un diferencial de sólo 35 puntos básicos frente al bono 2037 colocado en dólares, operación que también fue favorecida por el control de la inflación y la estabilidad económica.
- ✓ Finalmente, destacar que las nuevas leyes de responsabilidad fiscal también han impulsado a los inversionistas para invertir en el Perú, así como el paquete de reformas del mercado de capitales.

CONCLUSIONES E IMPLICANCIAS



- ✓ Todo mercado, está sujeto a cambios en algunas de sus variables de interés que puede ocasionar desajustes o desequilibrios con consecuencias negativas.
- ✓ Sin lugar a dudas, la caída de New Century, supuso el comienzo de lo que inicialmente se conocía como la “crisis sub-prime”, a lo que se conoce como el credit crunch, que ha dado origen a una infinidad de cambios que han reconfigurado los mercados financieros y sus flujos.
- ✓ Los mercados de capitales y en especial los de renta fija o de deuda, han sido el centro de esta evolución, anticipando la caída observada en todos los demás mercados, tales como de: equity, materias primas y divisas. Por tanto, es el mercado de renta fija que ha sido la que ha experimentado una profunda metamorfosis, lo que ha conllevado a un cambio de las reglas del juego.
- ✓ La reciente crisis financiera internacional ha puesto en evidencia la necesidad de diversificar las fuentes de financiamiento, mediante el desarrollo del mercado de capitales, acompañado del diseño de productos estructurados de inversión tales como de los CDS y CDOs, así como de los vehículos de inversión que permitan no sólo protegernos de las adversidades del mercado, sino también de lograr rentabilidades adicionales

CONCLUSIONES E IMPLICANCIAS



✓ Hay quiénes han capitalizado este escenario y encontrado una oportunidad para lograr beneficios a los que se les denomina los ganadores, entre las cuales se destaca a: las emisiones garantizadas por el gobierno, bonos corporativos, los emisores financieros conocidos como los “National Champions” y los inversores de las tasas o tipos de interés.

✓ Por otro lado, hay quiénes han experimentado la erosión de sus inversiones con pérdidas cuantiosas que los ha llevado a la quiebra, entre los cuales se tiene: a los inversores ABCP, CBO y SIVs, dentro de los mercados con pérdidas se tiene a: los de titulización, mercado de covered bonds, mercado de bonos convertibles, high yield y finalmente, los emisores de capital.

✓ Lo anterior ha puesto en evidencia la necesidad de diversificar las fuentes de financiamiento mediante el desarrollo del mercado de capitales en moneda local, lo cual evitará la práctica común de financiar inversiones de largo plazo con endeudamiento bancario de corto plazo, así como el financiamiento con descalce de monedas y sin cobertura apropiada.

CONCLUSIONES E IMPLICANCIAS



✓ En razón que el financiamiento mediante la emisión de bonos del gobierno ha tenido un desempeño más que favorable durante el período de crisis, se torna importante dinamizar este mercado para garantizar que las futuras emisiones sigan teniendo éxito, para lo cual es imprescindible la implementación de políticas monetarias y fiscales, así como la ejecución de estrategias de los dealers primary, que permitan el desarrollo del mercado de capitales mediante la expansión organizada de un mercado transparente de bonos públicos, que contribuirá al logro de un crecimiento económico mayor y sostenido de la economía.

✓ Finalmente, es importante destacar que una economía que pretenda desarrollar mercados de bonos corporativos y de derivados, tiene que necesariamente perseguir el desarrollo del mercado de bonos públicos, en razón a que al cubrir un rango apropiado de vencimientos, proporcionará al resto de los participantes del sector privado una curva de rendimiento de referencia para sus propias emisiones.



XXIX ENCUENTRO DE ECONOMISTAS DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

EL STRESS EN LOS
MERCADOS DE RENTA
FIJA DURANTE EL
PERÍODO DE CRISIS:
¿Quiénes son los Ganadores y
Perdedores?

Juan L. Aguilar Olivera



Lima, Octubre de 2011