

Desarrollo del mercado de renta fija en el Perú y POLÍTICA MONETARIA

CARLOS MONTORO*, FERNANDO PÉREZ**
Y MIRIAM LUNA***

En el presente artículo se revisa el desarrollo del mercado de renta fija y su relación con la política monetaria aplicada por el BCRP en los últimos años.



* Gerente de Política Monetaria del BCRP
carlos.montoro@bcrp.gob.pe



** Subgerente de Diseño de Política Monetaria del BCRP
fernando.perez@bcrp.gob.pe



*** Especialista Senior, Departamento del Programa Monetario del BCRP
miriam.luna@bcrp.gob.pe

El desarrollo del mercado de deuda de renta fija en Perú ha permitido la creación de una curva de rendimiento que sirve de referencia para el mercado de capitales local, lo cual ha reforzado la transmisión de la tasa de interés de referencia del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) a las otras tasas de interés de mercado. Entre los factores detrás de este desarrollo se encuentran la estabilidad monetaria alcanzada y el uso de la tasa de interés de referencia como meta operativa, las medidas para promover el desarrollo del mercado de capitales, los buenos fundamentos macroeconómicos, la mejora en la calificación crediticia de la deuda soberana, y el entorno externo de bajas tasas de interés. En este artículo se describe el desarrollo del mercado de renta fija peruano desde el año 2002 hasta setiembre de 2020.

MERCADO DE RENTA FIJA EN PERÚ

El mercado de renta fija en el Perú lo conforman los valores emitidos por el sector público, que incluye al Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) y el BCRP, y por el sector privado, tanto empresas financieras y no financieras, los cuales se colocan en los mercados locales e internacionales. En los últimos años el tamaño del mercado de deuda peruano ha crecido sostenidamente, pasando de 18 por ciento del PBI en 2002 a 47 por ciento del PBI a setiembre de 2020; sin embargo, se encuentra por debajo del promedio de la región (67 por ciento)¹.

MERCADO DE DEUDA GUBERNAMENTAL

El desarrollo del mercado de renta fija gubernamental se inició en el 2003 con el lanzamiento del Programa de Creadores de Mercado por el MEF,

Entre otros factores que han favorecido el desarrollo del mercado de deuda gubernamental se encuentran **los buenos fundamentos macroeconómicos y la mejora en las calificaciones crediticias de la deuda soberana, las cuales recibieron el grado de inversión en 2007 y 2008.**

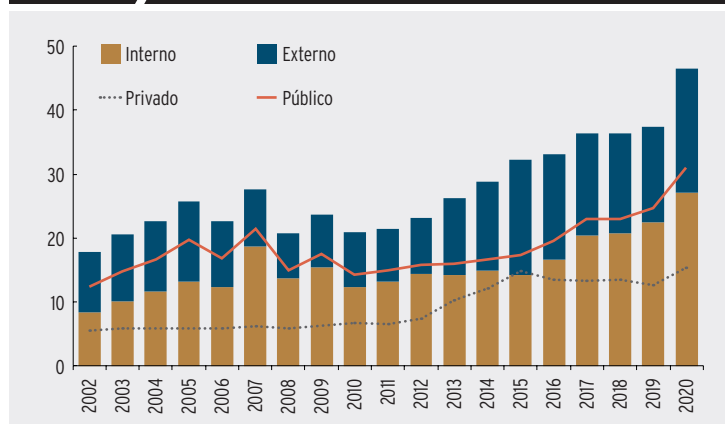
mediante el cual se buscó promover el desarrollo de un mercado de deuda pública en moneda local. Así, el saldo de valores en circulación denominados Bonos del Tesoro Público (BTP) en moneda local con tasa fija y tasa ajustada a la inflación (VAC) pasó de ser casi inexistente en 2000 a S/ 122,9 mil millones (18 por ciento del PBI) a setiembre de 2020. El volumen promedio mensual negociado asciende a S/ 28 mil millones y su ratio de rotación asciende a cerca de 2 veces el saldo en circulación en 2020. El MEF también emite Letras del Tesoro Público (LTP) desde el 2013, el saldo de valores asciende a S/ 353 millones en setiembre 2020 y presenta un reducido nivel de crecimiento y poca liquidez.

Los principales participantes del mercado de BTP son los inversionistas no residentes, bancos, y las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). En setiembre de 2020, los inversionistas no residentes destacan como los principales tenedores de los BTP, tendencia observada desde 2007, quienes también presentan una alta participación en el mercado cambiario local asociado a las operaciones de cobertura del riesgo cambiario.

Entre otros factores que han favorecido el desarrollo del mercado de deuda gubernamental se encuentran los buenos fundamentos macroeconómicos y la mejora en las calificaciones crediticias de la deuda soberana, las cuales recibieron el grado de inversión en 2007 (Fitch y S&P) y 2008 (Moody's)². Adicionalmente, factores externos como el entorno de tasas de interés bajas en países desarrollados y los altos niveles de liquidez global han favorecido el desarrollo de este mercado³.

El BCRP es también un participante importante en el mercado de renta fija peruano, quién actúa mediante las colocaciones de Certificados de Depósito

GRÁFICO 1 ■ Tamaño del mercado de renta fija (% del PBI)



CORRESPONDE AL SALDO DE VALORES DE RENTA FIJA DE EMISORES RESIDENTES (GOBIERNO (MEF Y BCRP) Y EMPRESAS DEL SECTOR PRIVADO) COLOCADOS POR OFERTA PÚBLICA EN LOS MERCADOS LOCALES Y EXTRANJEROS CON RIESGO DEL EMISOR EN PERÚ. DATOS A SETIEMBRE DE 2020.

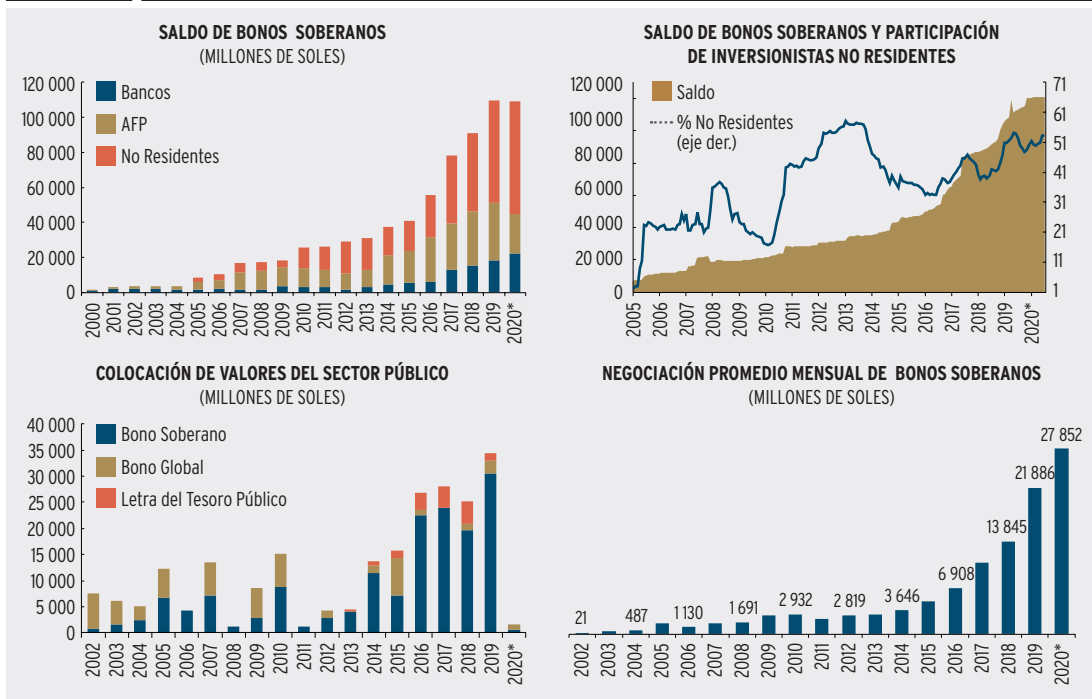
FUENTE: BCRP, MEF Y SMV.

¹ Con datos a diciembre de 2019 e información del BIS (Debt Securities Statistics). Incluye a Brasil, Chile, Colombia y México.

² En mayo de 2020 S&P ratificó la perspectiva estable de la calificación crediticia en el actual contexto de turbulencia financiera a nivel global por la pandemia del COVID-19.

³ Para un análisis del comportamiento de los mercados financieros en el reciente episodio de volatilidad asociada al COVID-19, ver Montoro, Pérez y Luna (2020) "Evolución de los Mercados Financieros Locales en tiempos de pandemia del COVID-19".

GRÁFICO 2 Renta fija gubernamental



* DATOS A SETIEMBRE DE 2020.

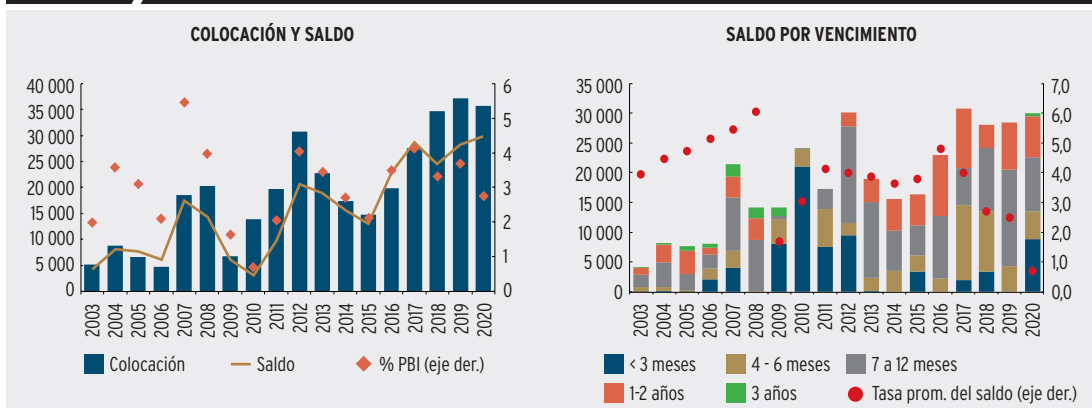
FUENTE: BCRP Y MEF.

(CDBCRP) para la esterilización de la liquidez del sistema financiero, de tal manera que se eviten desvíos de la tasa de interés interbancaria respecto a su nivel de referencia. Las colocaciones de CDBCRP se realizan a plazos cortos, de hasta 3 años, generalmente con madurez entre 6 y 18 meses.

El tamaño del mercado primario de CDBCRP ha crecido en línea con la mayor demanda de los bancos e inversionistas locales por activos líquidos de alta calidad. Así, el saldo de CDBCRP a plazos mayores de 3 meses en setiembre de 2020 se ubica

en S/ 30 mil millones (3,9 por ciento del PBI) con un saldo residual de 131 días. Desde el año 2011 el BCRP realiza regularmente emisiones semanales con fechas y montos preestablecidos, para fomentar su mayor negociación y con ello la formación de la curva de rendimiento de corto plazo. Estas emisiones se ampliaron en enero de 2020 hasta el plazo de tres años⁴, para completar el tramo corto de la curva de rendimiento de deuda gubernamental, la cual sirve de referente para la valorización de las emisiones de deuda del sector privado.

GRÁFICO 3 Certificados de depósito del BCRP (Millones de soles)

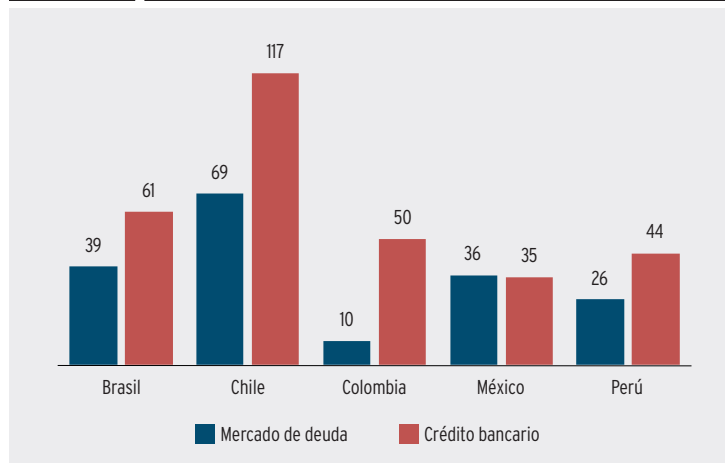


CDBCRP EMITIDOS A PLAZOS MAYORES A 3 MESES. DATOS A SETIEMBRE DE 2020.

FUENTE: BCRP.

⁴ Desde 2011, el BCRP realiza emisiones periódicas por semana de CDBCRP a plazos y por montos preestablecidos, para así promover la formación de una curva de rendimiento de corto plazo. Estas operaciones periódicas se encuentran temporalmente suspendidas desde marzo 2020. Asimismo, el BCRP realiza emisiones de CDBCRP para esterilizar el exceso de liquidez del sistema financiero. Por otro lado, el BCRP inyecta liquidez al mercado mediante operaciones de reporte.

GRÁFICO 4 ■ Financiamiento del sector privado (% PBI)



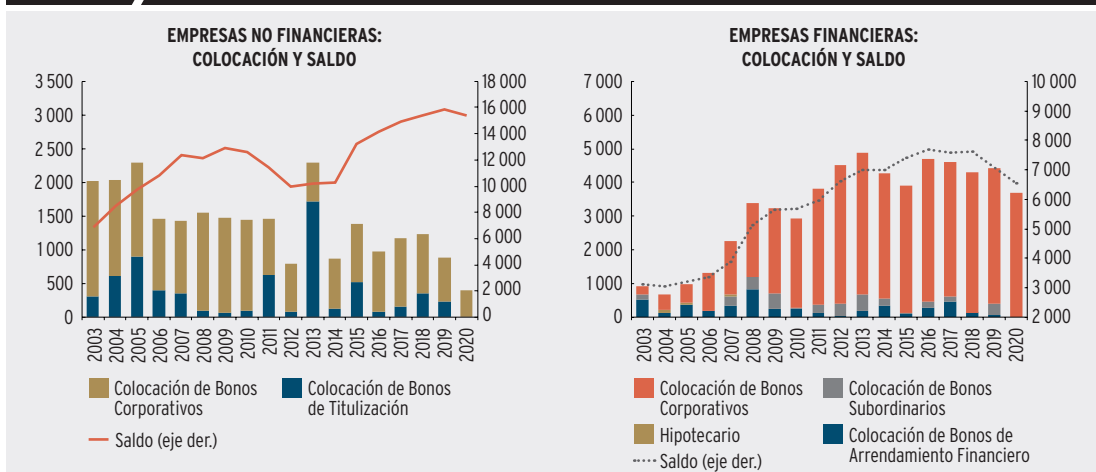
A DICIEMBRE DE 2019.
FUENTE: BIS Y BANCO MUNDIAL.

MERCADO DE DEUDA PRIVADA

En el Perú predomina el financiamiento bancario para las empresas privadas (44 por ciento del PBI), mientras que en el mercado de bonos, incluyendo a las empresas financieras y no financieras, este ratio asciende a 26 por ciento, por debajo del promedio regional (36 por ciento).

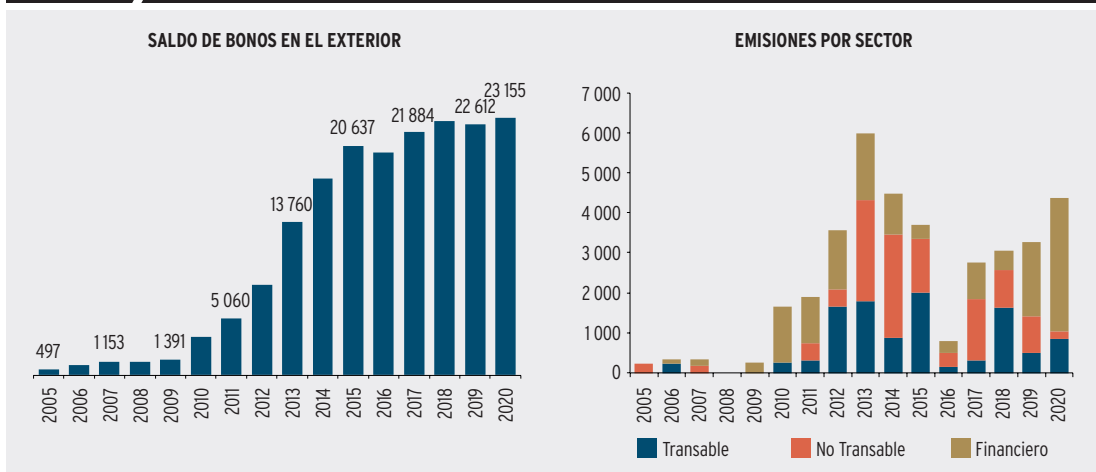
El total de emisiones del sector privado, financiero y no financiero, en el mercado local asciende en agosto de 2020 a S/ 22 mil millones (3,2 por ciento del PBI). Por estructura, las entidades no financieras con alta calificación crediticia destacan como los mayores emisores en el mercado local (83 por ciento del saldo total en 2020⁵). Por tipo de valor, las empresas prefieren emitir bonos corporativos mientras que el mercado de bonos hipotecarios no presenta nuevas colocaciones desde el 2005. Un cambio notable en la preferencia por moneda ha sido la expansión de las colocaciones en moneda lo-

GRÁFICO 5 ■ Valores del sector privado en el mercado local (Millones de soles)



DATOS A AGOSTO DE 2020.
FUENTE: BCRP Y SMV.

GRÁFICO 6 ■ Valores del sector privado en el mercado internacional (Millones de dólares)



DATOS A SETIEMBRE DE 2020.
FUENTE: SMV Y BLOOMBERG.

⁵ Las empresas financieras, principalmente bancos, han optado por obtener en los últimos años financiamiento en el mercado de capitales internacional.



La creación de los mercados primarios y secundarios de CDBCRP y BTP ha aumentado la profundidad y liquidez del mercado de renta fija y ha permitido la creación de una curva de rendimientos libre de riesgo.



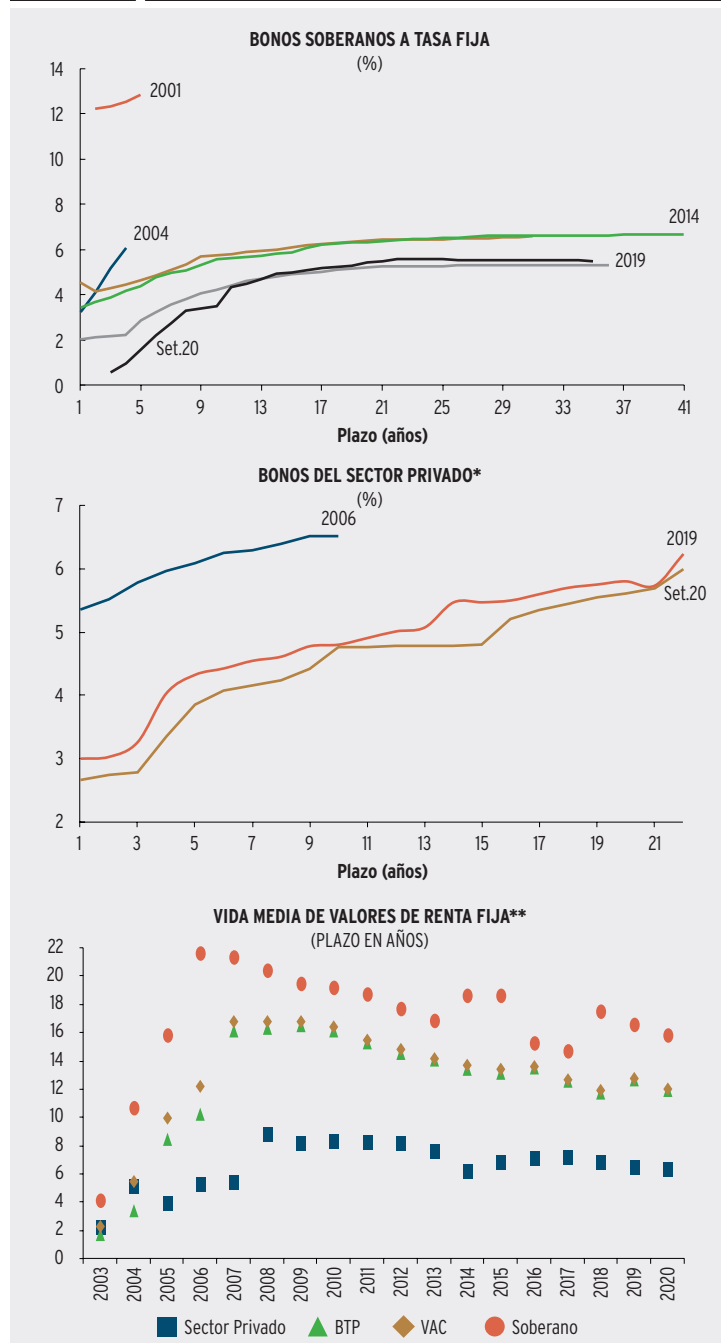
cal tras los altos niveles de dolarización a inicios de los 2000. A agosto de 2020 el 83 por ciento del saldo de bonos corresponde a valores en soles, mientras que en el 2003 se ubicaba en 31 por ciento.

En el caso del mercado externo, las empresas peruanas han aprovechado la alta demanda por valores de economías emergentes, para así obtener financiamiento a tasas de interés menores a las que podrían obtener en el mercado local y en montos superiores. Así, el saldo de bonos emitidos por empresas peruanas en el exterior ha pasado de US\$ 0,5 mil millones en 2003 a US\$ 23,3 mil millones en 2020, destacando la participación de empresas corporativas. Estas emisiones se han realizado principalmente en dólares americanos (93 por ciento). Asimismo, las empresas del sistema no financiero han usado instrumentos derivados para mitigar el riesgo cambiario.

CURVAS DE RENDIMIENTO

La creación de los mercados primarios y secundarios de CDBCRP y BTP ha aumentado la profundidad y liquidez del mercado de renta fija y ha permitido la creación de una curva de rendimientos libre de riesgo. Un mercado de renta fija líquido y profundo brinda información sobre el estado y perspectivas de la economía, las expectativas de los inversionistas sobre la inflación futura, y las expectativas sobre futuros cambios en la política monetaria. En este sentido, la creación de la curva de rendimientos generó las condiciones para que el sector privado cuente con tasas de referencia para realizar colocaciones de mediano y largo plazo. De esta forma, mientras que la vida media de los bonos soberanos ha crecido de 2,3 a 12 años entre los años 2003 y 2020, la de los valores del sector privado lo hizo de 2,3 a 6,4 años en similar periodo y empresas peruanas han realizado colocaciones a plazos de hasta 30 años.

GRÁFICO 7 Curvas de rendimiento



* INCLUYE BONOS CON CLASIFICACIÓN A, AA Y AAA.

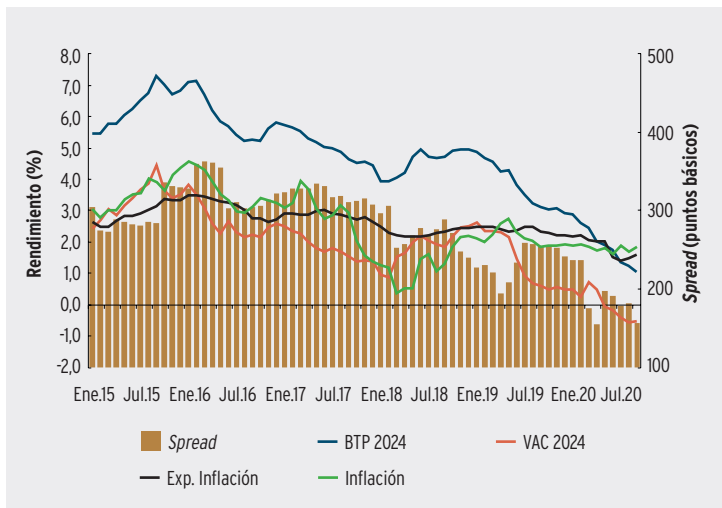
** PROMEDIO PONDERADO DEL SALDO DE VALORES.

DATOS A SETIEMBRE DE 2020.

FUENTE: MEF Y SMV.

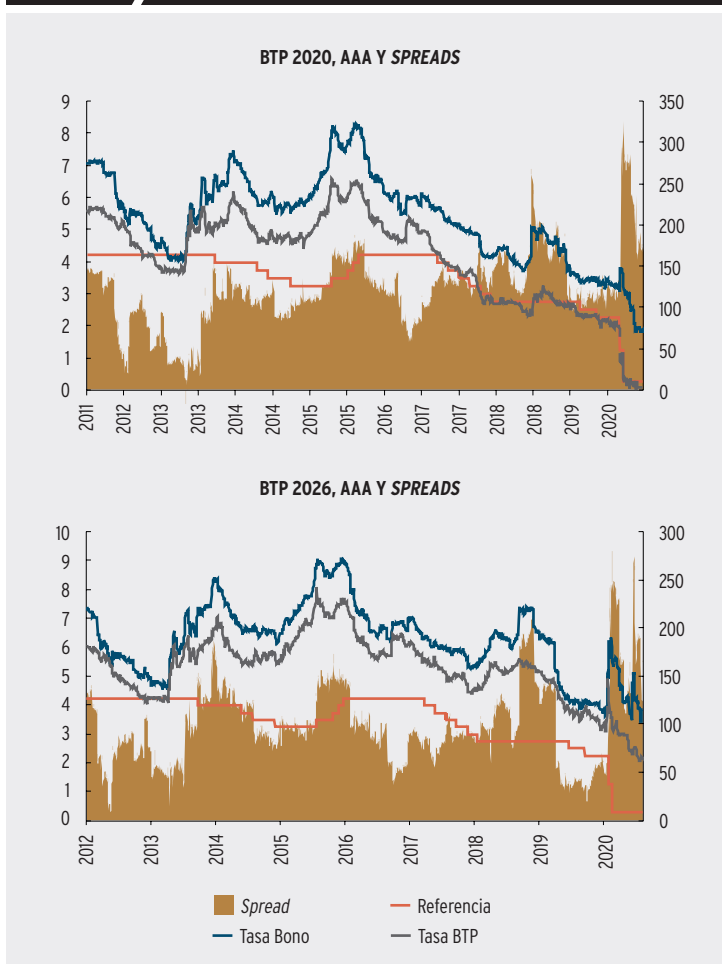
Asimismo, el mayor desarrollo en los mercados de renta fija permite contar con métricas de inflación esperada implícitas en función a las tasas de rendimiento de mercado. En particular, en base a los BTP nominales y VAC con vencimiento en el 2024, la inflación esperada implícita en los últimos años presenta una alta correlación con la inflación esperada observada en la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas (0,79 entre los años 2015 y 2020). Igualmente, en base a las tasas de rendimiento de los bonos

GRÁFICO 8 Tasa de rendimiento de bonos del Tesoro Público



DATOS A SETIEMBRE DE 2020.
FUENTE: MEF.

GRÁFICO 9 Tasa de rendimiento sector privado



DATOS A SETIEMBRE DE 2020.
FUENTE: BCRP, MEF Y SMV.

“ El mecanismo de transmisión de la política monetaria del BCRP ha mejorado en los últimos años con el mayor desarrollo del mercado de renta fija, **el cual presenta un impacto significativo y duradero de las acciones de política monetaria sobre el resto de tasas de interés del sistema financiero.** ”

soberanos en moneda local y extranjera, se obtienen métricas de expectativas depreciatorias del sol que sirven de indicativo de expectativas de los agentes sobre la evolución futura del tipo de cambio del sol respecto al dólar.

De otro lado, la prima de riesgo entre los valores de gobierno y los de sector privado presentaba una marcada reducción si se considera un bono privado con calificación AAA y el BTP a 1 año, así como una influencia importante de cambios en la tasa de política del BCRP, cuyo *spread* respecto a valores representativos de renta fija también se ha reducido. Sin embargo, desde marzo de 2020, este *spread* se ha incrementado considerablemente asociado al aumento significativo en la tasa de interés de los bonos del sector corporativo y el bajo nivel de la tasa de referencia de BCRP (0,25 por ciento).

EFFECTO TRASPASO DE TASA DE INTERÉS

El aumento de la liquidez y la profundidad de este mercado en los últimos años han tenido un efecto positivo en la transmisión de la política monetaria a otras tasas de interés. En particular, el traspaso de la tasa de interés interbancaria⁶ a la tasa promedio de préstamos y el saldo de CDBCRP está casi completa después de un año en el periodo más reciente, mientras que fue de alrededor de 0,4-0,7 en 1995-2004.

En el ciclo actual de flexibilización de la política monetaria, el BCRP ha reducido la tasa de referencia del 4,25 por ciento en abril de 2017 al 2,75 por ciento en marzo de 2018; y extendió el estímulo monetario al reducir la tasa de

⁶ Se define el traspaso de tasa de interés como la respuesta acumulada de la variable dividida por el choque ortogonal a la tasa de interés en un modelo FAVAR. Las medianas se calculan con una simulación Bootstrap con 2000 réplicas.

referencia hasta 2,25 por ciento en noviembre de 2019. Luego, desde marzo y abril de 2020, la flexibilización de las condiciones financieras se trasladó a la mayoría de tasas de interés del mercado monetario, créditos y depósitos.

Similarmente, los resultados de una estimación de un modelo de Vectores Autoregresivos aumentado por factores (FAVAR), utilizando la tasa de interés del mercado monetario y crediticio, señalan un alto efecto traspaso luego de un año (mayor a 0,5). La transmisión monetaria comienza a través de las tasas de CDBCRP y de los bonos del Tesoro Público. Luego de ello, las acciones de política monetaria modifican las expectativas de mediano plazo de los agentes económicos, tanto de los consumidores, como de los empresarios y los depositantes. Así, el resto de tasas de interés de créditos y depósitos también se ve afectado por dichas acciones de política monetaria.

CONCLUSIONES

El mecanismo de transmisión de la política monetaria del BCRP ha mejorado en los últimos años con el mayor desarrollo del mercado de renta fija, el cual presenta un impacto significativo y duradero de las acciones de política monetaria sobre el resto de tasas de interés del sistema financiero. El efecto estimado es homogéneo y significativo para los diferentes segmentos de mercado. Asimismo, un mayor desarrollo del mercado de capitales podría potenciar más la efectividad de la política monetaria del BCRP, mejorar la transferencia de riesgos entre los agentes económicos, ampliar las opciones de financiamiento de las empresas del sector privado y público y potenciar la capacidad de la economía de absorber flujos de capitales. Por ello es necesario continuar propiciando dicho desarrollo, para de este modo contribuir a generar un entorno favorable para el desarrollo económico y la mayor eficiencia en la canalización de recursos.

REFERENCIAS

- **International Monetary Fund (IMF). (2008).** *Developing Essential Financial Markets in Smaller Economies: Stylized Facts and Policy Options*. IMF. Occasional Paper 265. Washington.
- **Micic, K. (2017).** Recent trends in EME government debt volume and composition. *BIS Quarterly Review*. 22-24.
- **Montoro, C., Perez, F., y Luna, M. (2020).** Evolución de los Mercados Financieros Locales en tiempos de pandemia del COVID-19. *Moneda*, 182, 41-48.
- **Tovar, C. (2007).** Transformación estructural de los sistemas financieros e implicaciones para la política monetaria en América Latina y el Caribe, *BIS Papers* 33. 43-62.

GRÁFICO 10 ■ Efecto traspaso de la tasa interbancaria

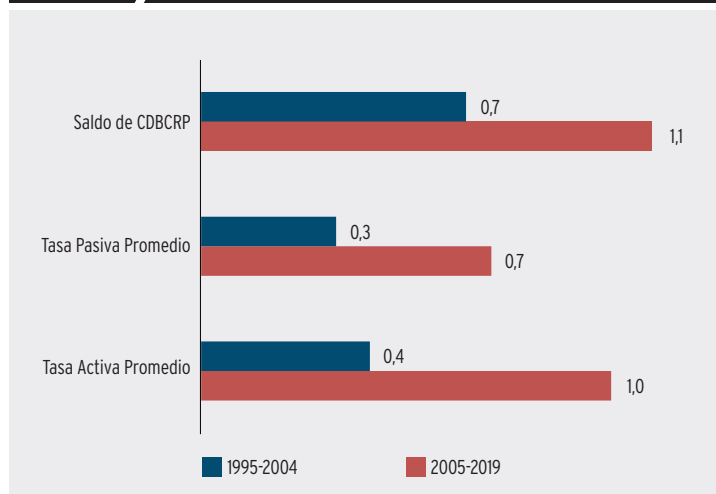
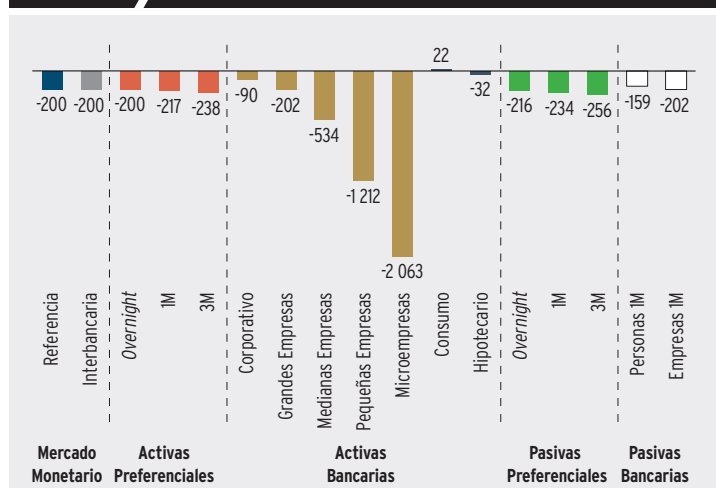


GRÁFICO 11 ■ Cambio de tasas de interés en soles (Febrero a setiembre de 2020)



FUENTE: BCRP Y SBS.

CUADRO 1 ■ Efecto traspaso de la tasa de interés interbancaria a la tasa de interés del sistema financiero un año después 1/ (Valor mediano e intervalo con probabilidad de 20 por ciento)

CDBCRP 3 meses	(0,7-0,8-0,9)	Pequeña Empresa	(0,2-0,6-1)
CDBCRP 6 meses	(0,7-0,8-0,9)	Hipotecarios	(0,5-0,6-0,8)
CDBCRP 12 meses	(0,5-0,7-0,8)	FTAMN	(0,5-1-1,5)
CDBCRP 18 meses	(0,6-0,8-0,9)	Preferencial Corporativa a 3 m.	(0,6-0,8-1)
BTP 1 año	(0,8-1-1,3)	Ahorro < 1 año	(0,4-0,5-0,5)
BTP 2 años	(0,5-0,7-1)	FTIPMN	(0,8-0,9-0,9)
Corporativos	(0,6-0,7-0,8)	Pasiva a 1 mes	(0,9-1-1,1)
Grandes Empresas	(0,6-0,7-0,7)	Pasiva a 2 meses	(0,7-0,8-0,9)
Mediana Empresa	(0,5-0,6-0,8)	Pasiva a 3 meses	(0,6-0,8-0,9)

1/ CHOQUE ORTOGONAL A LA TASA DE INTERÉS INTERBANCARIA EN UN MODELO FAVAR PARA LA ECONOMÍA PERUANA. FACTORES ESTIMADOS A TRAVÉS DE COMPONENTES PRINCIPALES. DATOS MENSUALES DE SETIEMBRE DE 2010 A OCTUBRE DE 2019. VALOR MEDIANO ESTIMADO A TRAVÉS DE UNA SIMULACIÓN BOOTSTRAP DE 2000 RÉPLICAS.