



Recuadro 5 IMPORTANCIA DE LA CURVA DE RENDIMIENTO SOBERANA EN EL DESARROLLO DEL MERCADO DE RENTA FIJA

En este Recuadro se analiza la importancia de la formación de una curva de rendimiento libre de riesgo en soles para el desarrollo del mercado de renta fija local. El crecimiento de los mercados primario y secundario de valores gubernamentales, tales como los Certificados de Depósitos del Banco Central de Reserva del Perú (CDBCRP) y Bonos del Tesoro Público (BTP), ha incrementado la liquidez y profundidad del mercado de renta fija local, tanto público como privado, y ha permitido la creación de una curva de rendimiento soberana libre de riesgo.

Curva de rendimiento libre de riesgo

El nivel y pendiente de una curva de rendimiento libre de riesgo es de especial importancia para los bancos centrales porque brinda información sobre la situación y perspectivas de los agentes económicos sobre la actividad económica, las expectativas del mercado sobre la inflación, y las expectativas de tasas de interés. Por ejemplo, un empinamiento de la curva de rendimiento podría reflejar una posición de política monetaria más contractiva o un cambio en la prima por riesgo de liquidez.

Adicionalmente, la creación de una curva de rendimiento libre de riesgo proporciona tasas de interés de referencia que permiten a las empresas del sector privado realizar colocaciones de mayor plazo, y con ello beneficiarse de mejores condiciones de financiamiento existentes en el mercado de capitales en comparación a otras fuentes de financiamiento como las bancarias. Por ello, un adecuado nivel de liquidez en cada uno de los tramos de la curva de rendimiento soberana permitiría a potenciales emisores del sector privado analizar sus opciones de financiamiento, considerando la prima de riesgo por plazo relevante que refleje las condiciones de mercado.

En el Perú, la creación de una curva de rendimiento soberana de tramo largo ha permitido contar también con una curva de valores del sector privado. Así, el aumento del plazo promedio ponderado por saldo de los BTP nominales, desde 1,7 años en 2003 hasta 10,4 años en la actualidad, ha ido en línea con el incremento en la vida media de los valores del sector privado, alcanzando 8,9 años en 2008 (4,4 años a julio de 2024).

En los últimos años, el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) ha realizado diversas Operaciones de Administración de Deuda (OAD)⁴⁹, las que lograron varios objetivos que forman parte de la estrategia de manejo de deuda. De acuerdo con la Ley General del Sistema Nacional de Endeudamiento de junio de 2005, una OAD es “aquella que tiene por finalidad renegociar las condiciones de deuda pública”. Asimismo, en la “Estrategia de Gestión Integral de Activos y Pasivos (EGIAP) 2024-2027”⁵⁰ se menciona que una OAD se realiza con el objetivo de optimizar la estructura de la deuda pública, y también para reducir la exposición a los riesgos financieros asociados a esta.

Entre los años 2019 y 2024 se han realizado cuatro OAD a través de Euroclear⁵¹ (junio de 2019, noviembre de 2019, junio de 2023 y junio de 2024). Estas operaciones consistieron en ofertas de

49 De acuerdo con una encuesta realizada por la OCDE (2023), los gobiernos implementan las OAD para suavizar el perfil de los vencimientos; manejar el riesgo de refinanciamiento; incrementar la liquidez en el mercado secundario de los bonos soberanos; reducir el costo del servicio de la deuda; reducir el número de bonos en circulación; y mitigar influjos de liquidez.

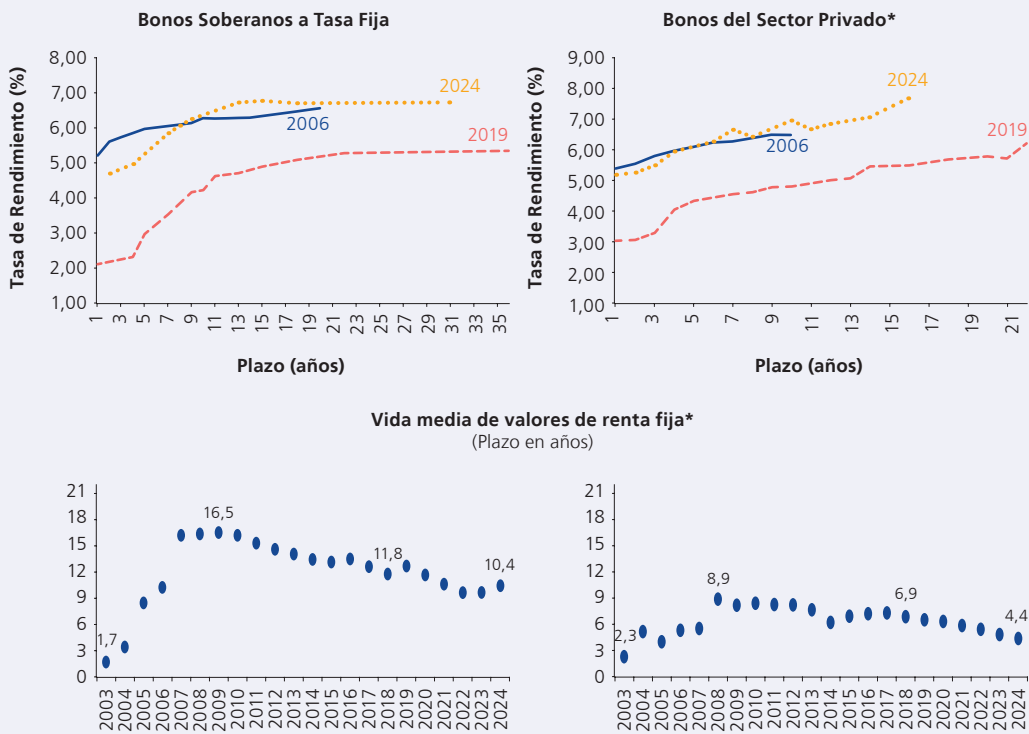
50 En ese documento se presenta los lineamientos sobre la estrategia financiera para desarrollar el mercado de valores de deuda pública que contribuyen al manejo responsable y sostenible de las finanzas públicas.

51 En 2015 se suscribió un convenio con la Central Depositaria de Valores Internacionales Euroclear con el objetivo de diversificar la participación de inversionistas e incrementar la liquidez y profundidad del mercado de valores de deuda en soles.

recompra en efectivo y/o intercambio de BTP y bonos globales, las que se han financiado parcialmente a través de emisión de bonos (BTP y bonos globales en dólares y euros) de largo plazo en el mercado internacional.

Así, las OAD han mejorado el perfil de vencimientos de los bonos al aumentar la vida media de los bonos en cada una de las OAD (incremento de 0,5 años en junio de 2019; 1,0 año en noviembre de 2019; 0,7 años en junio de 2023; y 2,3 años en junio de 2024). Sin embargo, se ha reducido el saldo de BTP de menor maduración que servían de referencia para la formación de una curva de rendimiento de corto plazo (menor a 5 años), la misma que es útil para la formación de expectativas y que contribuye al desarrollo del mercado de capitales. Esta reducción en el saldo de BTP de corto plazo continuaría, si se considera que en la EGIAP (2024-2027) se estima que los vencimientos de deuda mayores a 5 años alcanzarían el 71,7 por ciento a diciembre de 2027, principalmente por las OAD que se proyectan realizar, las cuales implican la emisión adicional de bonos soberanos de mediano plazo.

CURVAS DE RENDIMIENTO Y VIDA MEDIA DE VALORES DE RENTA FIJA



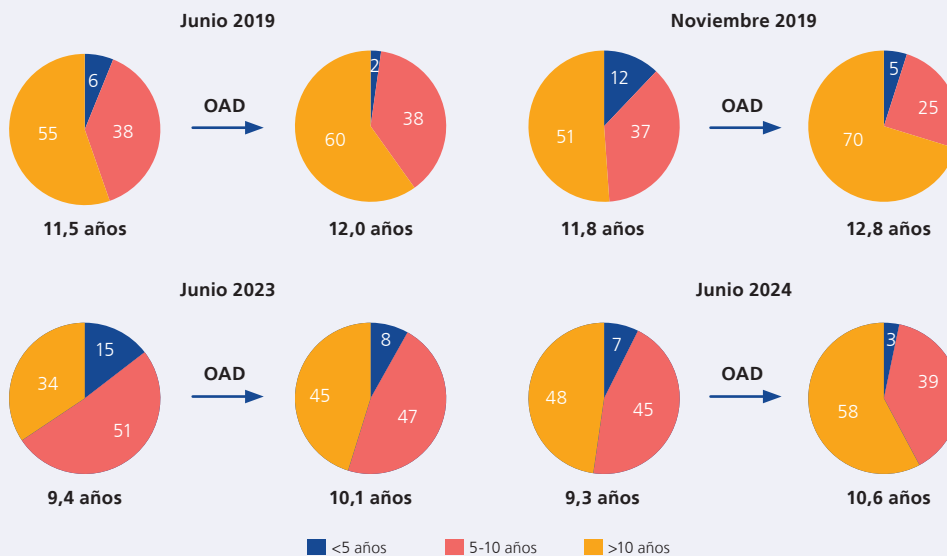
* Promedio ponderado del saldo de valores, Datos a Agosto de 2024. Para bonos del sector privado incluye valores con calificación crediticia A, AA y AAA.
Fuente: MEF y SMV.

De esta forma, el saldo de los BTP a plazos menores a 5 años disminuyó en S/ 34,8 mil millones entre diciembre de 2018 y julio de 2024, mientras que el saldo de BTP del tramo medio y largo (mayor a 10 años) aumentó en S/ 47,7 mil millones. Más aún, el perfil de vencimientos luego de cada OAD presenta una marcada reducción en la participación de los bonos con vencimiento del tramo corto (menor a 5 años) respecto al saldo total. Así, en las OAD del año 2019, la participación de los BTP del tramo corto disminuyó de 6 a 2 puntos porcentuales en junio; y de 12 a 5 puntos porcentuales en noviembre. Similarmente, en la OAD de junio de 2023 y junio de 2024, la participación de los BTP de plazos menores a 5 años se redujo de 15 a 8 puntos porcentuales; y de 7 a 3 puntos porcentuales; respectivamente.



Este cambio en la estructura de los BTP se reflejó en la menor negociación de los bonos de corto plazo del mercado secundario. Así, el ratio de rotación⁵² de los BTP de menor duración (hasta 5 años) ha disminuido desde un ratio promedio de 2,3x en diciembre de 2018 a 0,8x en julio de 2024. Adicionalmente, esta menor profundidad en el mercado de deuda de corto plazo también se reflejó en las colocaciones del sector privado. Específicamente, el total de colocaciones en soles a plazos entre 1 y 5 años⁵³ ha descendido desde S/ 846 millones en 2019 a cero en lo que va del año 2024.

EFFECTO DE LA OAD EN LA ESTRUCTURA A PLAZOS DE BTP NOMINALES (En puntos porcentuales)



Fuente: MEF.

Las tasas de interés de los bonos gubernamentales proveen información valiosa sobre el nivel de retorno libre de riesgo vigente en el mercado. Por ello, una curva de rendimiento confiable se construye teniendo suficiente profundidad a lo largo del espectro de vencimientos (tramos de corto, mediano y largo plazo)⁵⁴. Al disminuir el saldo de BTP de corto plazo, las OAD reducen la liquidez en estos segmentos de la curva de rendimiento soberana. Como consecuencia, con menores transacciones en el mercado secundario y al intercambiarse con menor frecuencia, los precios de los bonos podrían no reflejar las condiciones vigentes del mercado, al volverse poco representativos. En el extremo, al retirar el bono del mercado, el punto de referencia desaparece. De esa manera, los agentes privados pierden acceso a información pública valiosa para la toma de decisiones de endeudamiento e inversión, en perjuicio del desarrollo del mercado de valores local^{55,56}.

Más aún, la reducción del tamaño y liquidez del tramo corto de la curva de rendimiento (hasta cinco años) viene generando distorsiones en los valores libres de riesgo de corto plazo. A setiembre de 2024,

52 Cociente el monto transado anual en el mercado secundario sobre el saldo a fin de periodo de cada BTP.

53 En los años 2020, 2021 y 2023 el total colocado ascendió a S/ 172 millones, S/ 70 millones y S/ 30 millones, respectivamente.

54 Grundy et al (2024).

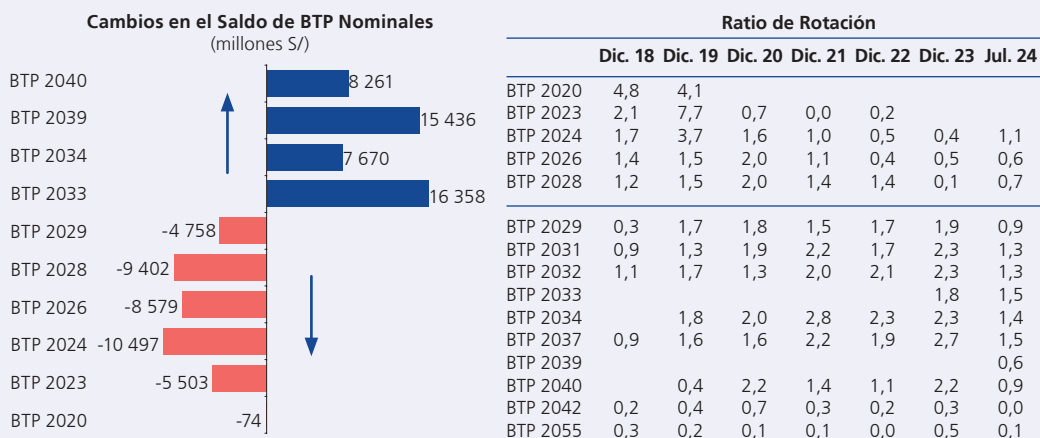
55 Al respecto, la literatura asocia la existencia de una curva de rendimiento de bonos soberanos con una mayor capacidad de emisión de títulos de renta fija del sector privado (Grundy et al., 2024).

56 BIS (2001).

el rendimiento del BTP a dos años (4,68 por ciento) es menor al de un CDBCRP a 18 meses (4,77 por ciento). Esto puede afectar el proceso de valorización de nuevos instrumentos de renta fija por parte del sector privado.

VARIACIÓN EN EL SALDO DE BTP NOMINALES Y RATIO DE ROTACIÓN

(En millones S/)

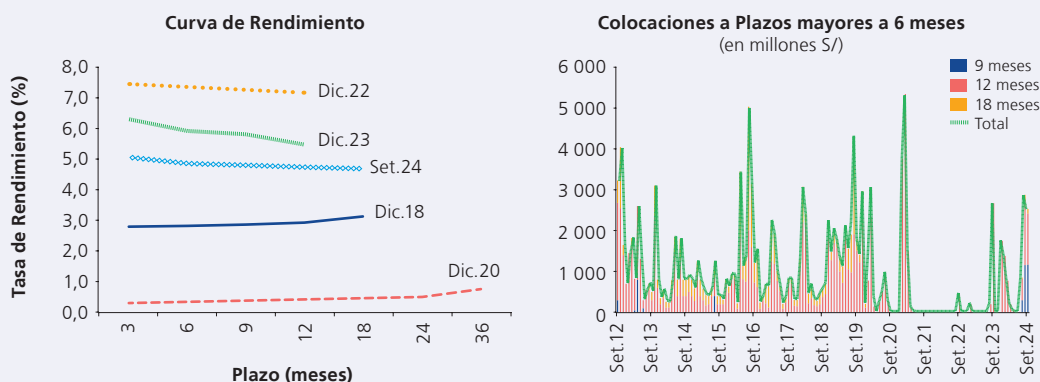


Fuente: MEF.

Curva de Rendimiento de CDBCRP

Por lo anterior, considerando que actualmente el tramo corto de la curva de BTP es ilíquido, las colocaciones primarias de CDBCRP pueden complementar y cubrir la demanda de valores libre de riesgo de corto plazo por parte de los participantes del mercado. En particular, las colocaciones de CDBCRP a plazos mayores a 6 meses han tenido como objetivo contribuir a la formación de una curva de rendimiento de valores, y así dinamizar el mercado secundario de dichos activos líquidos. Cabe señalar que, la demanda por estos valores es alta ya que pueden ser utilizados tanto como colaterales en las operaciones de reporte de valores y como activos líquidos de alta calidad (ALAC) para el cálculo del Ratio de Cobertura de Liquidez (RCL) requerido por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). De esta manera, las tasas de rendimiento de los CDBCRP proporcionan referencias para la determinación del costo de financiamiento en el tramo corto para valores del sector privado.

CDBCRP*



Las tasas de interés de la curva de rendimiento son calculadas a partir de los precios de los mercados primario y secundario de CDBCRP del día hábil previo (<https://www.bcrp.gob.pe/estadisticas/curva-de-rendimiento-de-cd-bcrp.html>). Al 13 de setiembre. Fuente: BCRP.





En el periodo anterior a la pandemia del Covid-19 se contaba con un saldo significativo de CDBCRP a mediano y largo plazo (entre 6 meses y 3 años). Luego, dado el inicio de la crisis sanitaria en marzo de 2020, y con ello la mayor necesidad de inyectar liquidez de forma permanente, la práctica de colocar CDBCRP de forma periódica dejó de implementarse. Desde el inicio de la flexibilización de la tasa de interés de referencia (setiembre de 2023), la curva de rendimiento de CDBCRP presenta una forma invertida que señala la expectativa del mercado sobre la evolución de la tasa de interés de política.

Recientemente, desde la segunda quincena de julio de 2024 el BCRP retomó las colocaciones a los plazos de 9, 12 y 18 meses, puntos de la curva de rendimiento que no se referenciaban desde julio de 2015, abril de 2024 y diciembre de 2019, respectivamente. A partir de esta nueva estrategia de colocaciones, existe información de tasas de rendimiento a plazos entre 3 y 18 meses, lo que contribuye a la formación de expectativas asociadas a la política monetaria y funge como referencia para el mercado financiero en moneda nacional.

COLOCACIONES DE CDBCRP – JULIO - SETIEMBRE DE 2024

(En millones S/)

	Plazo (en meses)	Oferta	Asignación	Tasa de interés promedio	Participación en Total (%)
Julio	3	4 091	4 091	5,36	76,5
	6	400	400	5,22	7,5
	9	300	300	5,04	5,6
	12	525	525	4,98	9,8
	18	45	29	4,87	0,5
	Total		5 361	5 345	
Agosto	1	400	400	5,36	4,0
	3	5 497	5 497	5,19	54,7
	6	1 275	1 275	4,97	12,7
	9	1 158	1 158	4,94	11,5
	12	1 561	1 561	4,87	15,5
	18	154	154	4,71	1,5
Total		10 046	10 046		100,0
Setiembre	3	871	871	5,04	23,5
	6	311	311	4,85	8,4
	9	1 170	1 170	4,81	31,5
	12	1 250	1 250	4,70	33,7
	18	110	110	4,67	3,0
	Total		3 712	3 712	

Al 13 de setiembre.
Fuente: BCRP.

A modo de conclusión, considerando que las recientes OAD han provocado que se diluya el mercado secundario para el tramo corto soberano (hasta 5 años), la realización de colocaciones de CDBCRP a plazos más largos contribuirán a la formación de la curva de rendimiento de corto plazo, a dinamizar el mercado secundario de estos papeles, y con ello a una mejor señalización de la política monetaria en el horizonte de proyección.

Referencias

- Ferhani, H.; Stone, M.; Nordstrom, A.; Shimizu, S. (2008), "Developing essential financial markets in smaller economies: stylized facts and policy options". IMF Occasional Papers, 265.
- Grundy, B.; Van Bakkum, S.; Verwijmeren, P. (2024), "Complementarity of Sovereign and Corporate Debt Issuance: Mind the Gap", Review of Finance, Volumen 28, N° 4, Páginas 1187-1213.
- Montoro, C.; Pérez, F.; Luna, M. (2020), "Desarrollo del mercado de renta fija en el Perú y política monetaria", Revista Moneda, Banco Central de Reserva del Perú, N° 183, páginas 21-27.
- OCDE (2023), "OECD Sovereign Borrowing Outlook 2023", OECD Publishing, Paris
- Rossini, R.; Montoro, C.; Luna, M. (2020), "Desarrollo del mercado financiero y política monetaria: la experiencia peruana". Revista de Estudios Económicos, Banco Central de Reserva del Perú, N° 39, páginas 9-20.
- The Study group on fixed income markets (2001), "The changing shape of fixed income markets", BIS Working Papers 104, Bank for International Settlements.