

Títulos emitidos por el tesoro público como alternativas de inversión para PERSONAS NATURALES

GONZALO GARCÍA* Y SANTIAGO VILLAFUERTE**

En este artículo se analiza la posibilidad que tienen actualmente las personas naturales de invertir en instrumentos emitidos por el Tesoro Público; se revisa las experiencias internacionales referidas a la inversión de personas naturales en este tipo de instrumentos y se propone recomendaciones para promover estos activos como alternativas de inversión para dichos inversionistas.



* Especialista, Departamento de Análisis Táctico de Operaciones Monetarias y Cambiarias
gonzalo.garcia@bcrp.gob.pe



** Especialista, Departamento de Investigación Financiera
santiago.villafuerte@bcrp.gob.pe

REQUISITOS PARA LA INVERSIÓN DE PERSONAS NATURALES¹ EN TÍTULOS DEL TESORO PÚBLICO EN EL PERÚ

Letras del Tesoro Público (LTP)²

Las LTP son instrumentos de deuda emitidos por el Tesoro Público, que tienen un valor nominal de S/ 100 cada una (pueden ser emitidas, compradas o vendidas por un monto total en múltiplos de S/ 100), no pagan cupones (cupón cero) y se venden a descuento (bajo la par), por lo que el rendimiento de la inversión proviene de la diferencia entre el precio descontado que se paga al adquirirlas y el valor nominal (a la par) con el que se redimen a su vencimiento³.

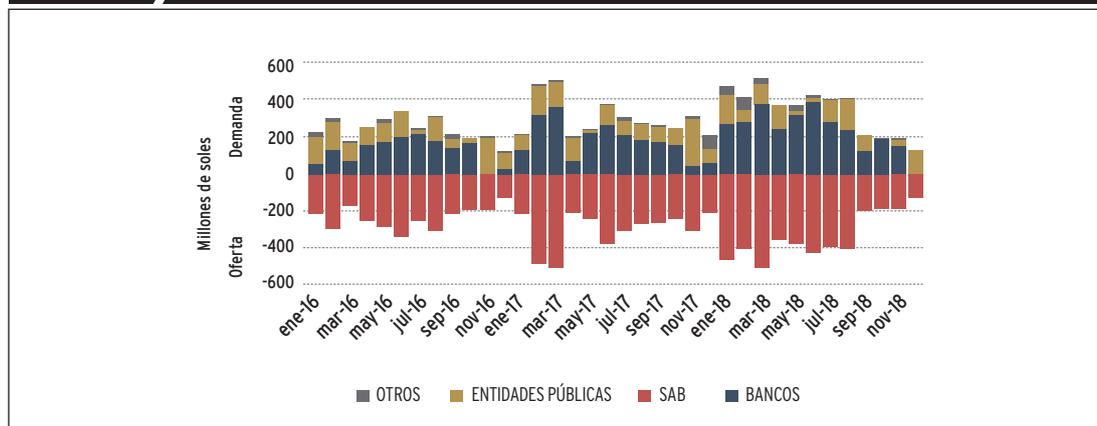
En el mercado primario, las LTP son emitidas semanalmente a plazos de vencimiento referenciales de 3, 6, 9 y 12 meses según un cronograma preestablecido por el MEF: el primer y tercer martes de cada mes se subastan LTP a plazos de 3 y 9

meses y el segundo y cuarto martes de cada mes se subastan los plazos de 6 y 12 meses.

Con respecto a la negociación de LTP, se considera lo siguiente:

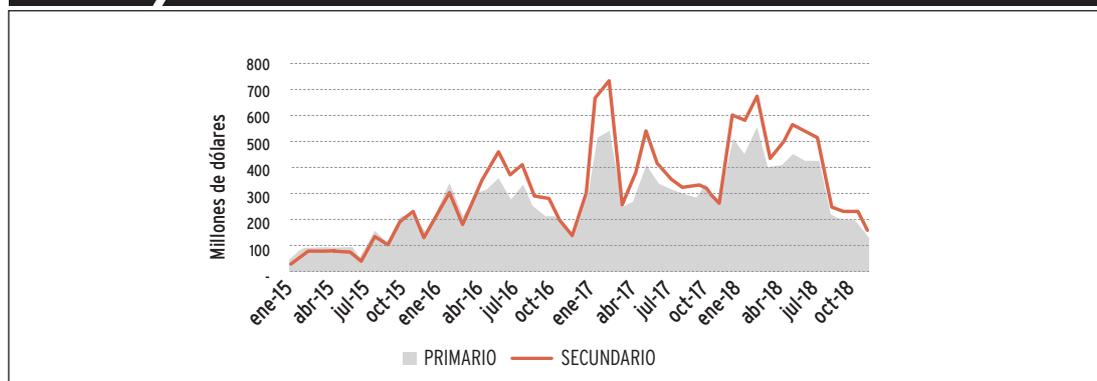
- En el mercado secundario, estos instrumentos se pueden negociar (comprar y/o vender) en cualquier momento antes de su vencimiento, al precio de mercado vigente y al plazo remanente que tengan hasta su vencimiento. La Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) vigila que todos los mecanismos centralizados de negociación⁴ de deuda pública cumplan con los requisitos mínimos establecidos para asegurar una competencia transparente en la negociación de LTP en el mercado secundario, aprobando sus reglamentos internos y supervisando las operaciones que en ellos se realicen.

GRÁFICO 1 Compras netas del LTP en el mercado secundario



FUENTE: MEF.

GRÁFICO 2 LTP: colocaciones en mercado primario y transacciones en mercado secundario



FUENTE: MEF Y BVL.

¹ En el presente documento, se consideran a las personas naturales con excedentes mayores o iguales a S/1 000.

² Este análisis se ha elaborado con base en el Reglamento de Letras del Tesoro Público (Resolución Directoral No 309-2016-EF) y el Portal Web del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF).

³ Por ejemplo, una letra a 12 meses con una tasa de rendimiento al vencimiento de 4% efectivo anual se venderá a S/ 96,15. A su vencimiento, el Tesoro pagará a su poseedor el valor nominal (S/ 100).

⁴ Es un mecanismo informático que reúne e interconecta simultáneamente a varios compradores y vendedores del mercado secundario, con el objeto de negociar diferentes valores o instrumentos financieros (acciones, bonos, entre otros). Actualmente, las LTP se negocian en la rueda de bolsa de la Bolsa de Valores de Lima (BVL), de manera similar a las acciones.

- Actualmente, las personas pueden adquirir LTP a través de las sociedades agentes de bolsa (SAB), inscribiéndose como clientes a través de una cuenta en CAVALI (Registro Central de Valores y Liquidaciones). Las personas naturales y las organizaciones públicas o privadas sin fines de lucro pueden participar en la subasta con propuestas no competitivas⁵.
- Respecto a los costos para adquirir y negociar LTP, la SMV decidió no cobrar contribución alguna hasta el 31 de diciembre de 2018 para fomentar la creación de este mercado. Sin embargo, existen ciertas comisiones que deben pagar los inversionistas a la BVL y a CAVALI para participar en este mercado⁶.

No obstante, en el mercado secundario, las SAB cobran una comisión indirecta que se refleja en el diferencial entre el precio de compra y de venta (*bid-ask spread*). Los costos para negociar en este mercado dependen de cada SAB.

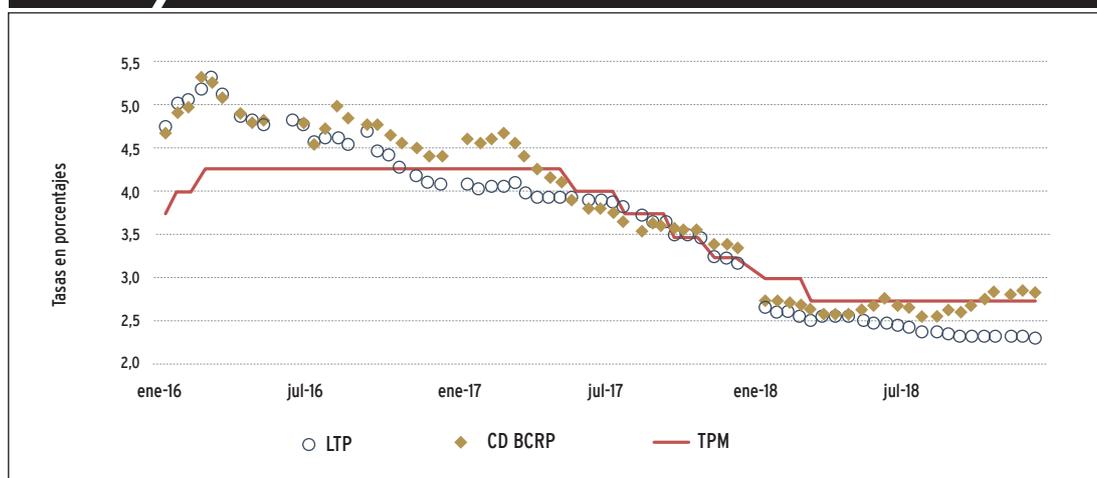
Si bien el monto emitido de LTP ha registrado un crecimiento importante en los últimos años (el saldo de estos instrumentos se ha incrementado en más de 160% desde finales del 2015), esto no se ha visto reflejado en una mayor diversidad de adjudicatarios ni en una mayor liquidez de su mercado secundario. La mayor demanda por LTP se ha concentrado en dos entidades públicas del sector financiero, quienes al cierre de diciembre 2018 mantenían el 87% del total de estos títulos. Adicionalmente, estas entidades se caracterizan por mantener las LTP hasta su ven-

cimiento (estrategia de *buy and hold*). Por estos motivos, el volumen registrado en el mercado secundario de LTP corresponde principalmente a traspasos de las SAB (quienes fungen de intermediarios en las subastas primarias) a los dos clientes finales (ver Gráficos 1 y 2, pág. 17).

La alta demanda por parte de estas entidades ha ocasionado que desde el 2017 las tasas adjudicadas en las subastas de LTP se ubiquen por debajo de las tasas de instrumentos de similares características como los Certificados de Depósito del BCRP. Adicionalmente, durante el 2018, el saldo de LTP se mantuvo cercano a su límite máximo de S/ 3 000 millones impuesto por el MEF para el cierre de dicho año, generando una menor oferta a través del mercado primario y una mayor competencia de los actuales tenedores por adquirir dichos papeles en las subastas. Como se observa en el Gráfico 3, la distorsión en las tasas de rendimiento de estos títulos se ha incrementado: en diciembre de 2018, la tasa adjudicada en las subastas de LTP a plazo de 12 meses se ubicó en 2,32% (más de 50 pbs por debajo de la tasa de un CD-BCRP al mismo plazo).

Si bien las LTP otorgan beneficios tributarios a sus tenedores⁷ y son activos más seguros en comparación a valores de corto plazo emitidos por empresas corporativas⁸, las personas naturales se han mantenido al margen de este mercado: sus niveles de participación en las tenencias de estos títulos son muy bajos y han disminuido en los últimos años, de 0,03% del saldo total en junio de 2016 a 0,01% en diciembre de 2018. Esto puede deberse, en parte, al desconocimiento de las per-

GRÁFICO 3 ■ Tasas de corte en las subastas de LTP y CD-BCRP a 12 meses (tasas en %)



FUENTE: BCP Y MEF.

⁵ En las propuestas competitivas, el inversionista indica tanto un número de títulos (monto a invertir) como el rendimiento con el que está dispuesto a participar (con este tipo de propuestas se presentan únicamente las entidades de seguros, las entidades de inversión, las entidades de valores y las entidades de crédito). En cambio, en las propuestas no competitivas sólo se indica un determinado número de títulos, aceptando de antemano ganar el rendimiento promedio ponderado que resulte de la subasta respectiva.

⁶ La BVL ofrece un tarifario detallado para las operaciones con instrumentos representativos de deuda, el cual se puede encontrar en su portal web.

⁷ No se paga el impuesto a la renta sobre la rentabilidad que brindan, dado que todos los instrumentos emitidos por el Estado Peruano están exonerados.

⁸ El riesgo que se asume al comprar una LTP es el riesgo soberano de la República del Perú, el cual será menor que el de cualquier emisor corporativo local.

sonas sobre estos instrumentos, a los costos de transacción que involucran y, principalmente, a que actualmente existen otras alternativas de inversión que brindan un rendimiento superior, como los depósitos a plazo⁹ (Ver Cuadro 1).

Sin embargo, existen ciertas iniciativas orientadas a lograr una mayor liquidez y una mayor base de inversionistas en el mercado de LTP, como la publicación del Reglamento del Programa de Creadores de Mercado de Letras del Tesoro Público (Decreto Supremo N° 029-2018-EF del 16 de febrero de 2018)¹⁰. Esta iniciativa podría además disminuir el grado de concentración en las tenencias de LTP.

Bonos del Tesoro Público (BTP)¹¹

Son valores de renta fija de mediano y largo plazo que representan obligaciones directas, generales e incondicionales del Gobierno y que se emiten principalmente a través de subastas¹². Son instrumentos de deuda denominados en moneda nacional nominal¹³ y que actualmente tienen fecha de vencimiento de hasta 36 años.

Cada bono tiene un valor facial o nominal de S/ 1 000 y pueden ser emitidos, comprados o vendidos en múltiplos de S/ 1 000.

Con respecto a la negociación de BTP, se considera lo siguiente:

- Actualmente, el MEF publica un listado de entidades elegibles (tanto locales como extranjeras) para participar en las subastas de BTP, entre las que destacan entidades de seguro, AFP, fondos de inversión, SAB, entidades de crédito¹⁴ e instituciones financieras participantes en el Programa de Creadores de Mercado¹⁵. Este último grupo no tiene un límite máximo para la adjudicación en las subastas primarias (30% máximo para los demás grupos).
- Las personas naturales pueden adquirir BTP a través de las SAB u otras entidades elegibles, inscribiéndose como clientes mediante la apertura de una cuenta en CAVALI.

CUADRO 1 Tasas de rendimiento de alternativas de inversión en soles

Tipo de Instrumento (plazo de vencimiento a 1 año)	Rendimiento Promedio (en porcentaje)*
Letras del Tesoro Público	2,32
Depósitos a plazo en bancos	3,47
Depósitos a plazo en financieras	5,49
Depósitos a plazo en CMAC	5,03
Depósitos a plazo en CRAC	6,13
Fondo Mutuo Corto Plazo	2,87
Certificado de Depósito BCRP	2,86

* INFORMACIÓN A DICIEMBRE DE 2018.

FUENTE: MEF, SBS, BCRP Y SMV.

- A diferencia de las LTP, los BTP cuentan con un mercado secundario con mayor liquidez y mayor cantidad de participantes, lo cual limita el grado de concentración en este mercado.

Las tenencias en manos de personas naturales representan menos del 1% del monto total en circulación de estos bonos a diciembre de 2018.¹⁶

Ciertas características de los BTP (como el mayor plazo y el pago de cupones) requieren que los inversionistas tengan un mayor grado de sofisticación, a comparación de quienes invierten en LTP. Si bien los BTP son instrumentos con bajo riesgo crediticio (al ser emitidos por el Tesoro Público) e incorporan el pago fijo de cupones hasta el vencimiento del título, su rentabilidad está influenciados por el riesgo de tasas de interés: cuando las tasas se incrementan, los precios de los BTP caen. Además, el plazo a vencimiento y la tasa cupón¹⁷ de los instrumentos de renta fija pueden amplificar o atenuar el riesgo de tasas de interés: a mayor (menor) plazo de vencimiento y a menor (mayor) tasa cupón, mayor (menor) será el efecto negativo de un incremento en las tasas de interés sobre el precio de los BTP¹⁸.

⁹ Los depósitos en el sistema financiero cuentan con la garantía del Fondo de Seguro de Depósitos (FSD), el cual cubre actualmente un monto de hasta S/ 100 864 para el período diciembre 2018 - febrero 2019. La cobertura del FSD es actualizada trimestralmente, en función a la variación del Índice de Precios al Por Mayor. Adicionalmente, están exonerados del pago del Impuesto a la Renta.

¹⁰ Este programa es similar al que actualmente funciona de manera eficiente en el mercado de Bonos del Tesoro Público. Brinda ciertos privilegios a quienes adquieran la condición de creadores de mercado siempre que cumplan con ciertas obligaciones (presentar posturas en las subastas primarias y cotizaciones de compra y venta en el mercado secundario).

¹¹ Este análisis se ha elaborado en base al Reglamento de Bonos del Tesoro Público, aprobado (Resolución Directoral No 309-2016-EF/) y al Portal Web del MEF.

¹² El MEF realiza subastas semanales de BTP (llamadas ordinarias o regulares) los días jueves según un cronograma publicado por el MEF todos los años. Los montos referenciales y los valores a emitir cada semana son discrecionales. Adicionalmente, el MEF puede realizar subastas de BTP en fechas fuera del cronograma, así como colocaciones directas o intercambio de bonos.

¹³ También se emiten bonos indexados a la inflación, denominados Bonos de Valor Adquisitivo Constante (Bonos VAC), con los que el tenedor asegura una rentabilidad real. Los BTP nominales no están afectos a ningún tipo de reajuste o indexación.

¹⁴ Bancos, financieras, cajas municipales, cajas rurales y Edpymes autorizados por la SBS, así como COFIDE, Banco Agropecuario, Fondo Mivivienda y el Banco de la Nación.

¹⁵ Actualmente, estas instituciones son BBVA Banco Continental, Banco de Crédito BCP, Scotiabank Perú, Interbank, Citibank del Perú y JP Morgan.

¹⁶ Inversionistas no residentes, AFP y bancos concentran el 92% del total del saldo de BTP a diciembre de 2018, según el reporte mensual de tenencias por grupo que publica el MEF en su portal web.

¹⁷ La tasa cupón de un instrumento de renta fija es un porcentaje del nominal del bono (S/ 1 000 en el caso de BTP). Esta tasa es anual pero, por lo general, la periodicidad de pago es semestral (se paga la mitad del cupón, cada 6 meses).

¹⁸ Para medir el riesgo de tasas de interés se utiliza, por lo general, un indicador llamado "duración" del bono. Este indicador aproxima la variación en el precio de un bono ante la variación en las tasas de interés (la sensibilidad del bono). El plazo a vencimiento y la tasa cupón del bono son factores que afectan la duración del bono.

Estos factores hacen que el rendimiento de los BTP pactado al momento de su adquisición, no esté asegurado¹⁹ como en el caso de un depósito a plazo (que paga una tasa de interés fija desde el inicio). Si bien el riesgo de tasas de interés puede generar una rentabilidad negativa al invertir en instrumentos de renta fija como los BTP, las ganancias también pueden ser considerables. Solo personas que tenga una baja aversión al riesgo y un horizonte de inversión de mediano – largo plazo, pueden considerar a los BTP como una posibilidad en su portafolio de inversión

Finalmente, si bien el mercado de bonos soberanos es relativamente líquido para los grandes inversionistas, para una persona natural puede no resultar así. Si eventualmente una persona desea cerrar su posición vendiendo los BTP antes de su vencimiento, muy probablemente tenga que aceptar un recorte en el precio “justo” del bono para poder negociarlo en el mercado, dado el mayor poder de negociación de otros participantes como AFP e inversionistas no residentes.

Experiencias internacionales

En el Cuadro 2 (pág. 21) se revisan las experiencias internacionales referidas a la inversión de personas naturales en títulos emitidos por el tesoro público.

Recomendaciones

Algunas recomendaciones para que las emisiones primarias de BTP y LTP sean más accesibles a las personas naturales, así como para facilitar la negociación de estos instrumentos en el mercado secundario son las siguientes:

- **Implementación de plataformas de fácil acceso**²⁰. De acuerdo a un documento del MEF²¹, en el año 2014 se inició la construcción del Portal de Internet “Ahorra Perú”, iniciativa que contaba con el apoyo financiero de la Cooperación Suiza – SECO y la asistencia funcional y tecnológica de la firma internacional Ahorro Corporación. Esta plataforma busca facilitar la venta de títulos del Tesoro Público a clientes minoristas, constituyendo un avance en materia de inclusión financiera. Inicialmente, se contempló ofrecer a través de esta plataforma Certificados del Tesoro, instrumentos especialmente diseñados para el ciudadano de a pie. Sin embargo, a la fecha, esta plataforma aún no está operativa y tampoco se han implementado los mencionados certificados.

“ Si bien la oferta de LTP y BTP ha aumentado, la participación de los clientes minoristas como tenedores de esos títulos no ha mostrado la misma evolución. Ello se debe, en parte, a los costos de transacción en los que debe incurrir una persona natural para adquirir dichos títulos ”

Si bien esta iniciativa es positiva pues facilitaría el acceso de las personas para invertir en instrumentos del Tesoro Público a través de Internet, se debe reevaluar su diseño (por ejemplo, si es necesario crear un nuevo instrumento o si, en cambio, se debe promover el acceso a los títulos ya existentes, como las letras y bonos) y acelerar su implementación. Asimismo, se debe recoger la experiencia de otros países que han facilitado el acceso a títulos de deuda del gobierno a través de Internet, como España o México.

- **Disminución de costos transaccionales.** Si bien la oferta de LTP y BTP ha aumentado, la participación de los clientes minoristas como tenedores de esos títulos no ha mostrado la misma evolución. Ello se debe, en parte, a los costos de transacción en los que debe incurrir una persona natural para operar en ese mercado (costos y comisiones cobrados por las SAB, la BVL y CAVALI, entre otros). Si bien actualmente los rendimientos de mercado de estos instrumentos pueden ser menos atractivos respecto a otras alternativas de inversión, la situación se agrava si se consideran los costos de transacción que conllevan²². En ese sentido, se puede promover el acceso de las personas naturales a este tipo de instrumentos mediante la reducción de estos costos de transacción.

¹⁹ Solo si el inversionista mantiene el BTP hasta su vencimiento, la rentabilidad de dicha inversión será igual al rendimiento pactado en la fecha de adquisición. Un incremento considerable en el nivel de tasas (riesgo de tasas de interés) puede contrarrestar el pago de cupones, lo cual implicaría una rentabilidad negativa en la inversión.

²⁰ La “Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos 2018 - 2021”, publicado en el Portal Web del MEF, menciona que una de las acciones estratégicas contempladas por esta entidad será aumentar el acceso directo a la deuda pública de las personas de a pie como instrumento de ahorro.

²¹ “Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos 2015 - 2018”, publicado en el Portal Web del MEF.

²² Por ejemplo, la BVL establece una retribución de S/ 2 por operación con montos inferiores a S/ 30 mil en el mercado de dinero y de S/ 10 por montos superiores. Además, se paga USD 5 como retribución CAVALI por cada operación y una comisión variable que es determinada libremente por cada SAB.

- **Participación directa en el mercado.** Permitir que las personas puedan participar en el mercado de deuda pública de manera directa, sin que sea necesario un intermediario financiero como las SAB (que usualmente cobran comisiones) propicia un mayor entendimiento entre la población sobre el manejo

y las características de la deuda pública y contribuye a ampliar la base de inversionistas en instrumentos del Gobierno. El caso mexicano, por ejemplo, refleja la facilidad con la que un ciudadano común puede comprar y vender títulos de deuda soberana de manera directa, sin recurrir a un intermediario.

CUADRO 2 ■ **Títulos del tesoro como alternativas de inversión para personas naturales en otros países**

	ESPAÑA	ESTADOS UNIDOS	MÉXICO	COLOMBIA
Medio de adquisición	<ul style="list-style-type: none"> - Entidad Gestora* - Teléfono Celular - Internet 	<ul style="list-style-type: none"> - Internet (<i>Treasury Direct</i>). 	<ul style="list-style-type: none"> - Ventanillas del Banco del Ahorro Nacional y Servicios Financieros (BANSEFI) o por contratación directa, vía teléfono o Internet (Programa "Cetes directo").** 	<ul style="list-style-type: none"> - Sociedad Comisionista de Valores (similar a una Sociedad Agente de Bolsa en Perú).
Requerimientos	<ul style="list-style-type: none"> - Documento Nacional de Identidad (DNI) o Certificado Digital Personal (que se expide en la web de la Fábrica Nacional de Moneda y Timbre - FNMT). 	<ul style="list-style-type: none"> - Número de identificación del Seguro Social (<i>Social Security Identifier</i>) y Cuenta de ahorros simple - Correo electrónico. 	<ul style="list-style-type: none"> - Documento Nacional de Identidad (DNI) - Cuenta de ahorros simple. 	<ul style="list-style-type: none"> - Cuenta de depósito de valores, a nombre de la persona titular (previamente abierta) en la Sociedad Comisionista de Valores.
Importe de Inversión	<ul style="list-style-type: none"> - Mínimo € 1 000. 	<ul style="list-style-type: none"> - Mínimo de US\$ 100. 	<ul style="list-style-type: none"> - Desde montos de 100 pesos mexicanos. 	<ul style="list-style-type: none"> - El monto mínimo de inversión en Títulos de Tesorería (TES) depende de la moneda en que sean emitidos, por ejemplo, 500 mil pesos colombianos (para TES en moneda legal colombiana).
Negociación	<ul style="list-style-type: none"> - A través de un intermediario financiero o a través de la bolsa (accediendo al mercado electrónico bursátil de deuda pública, ya sea mediante un miembro de bolsa o de otro intermediario que deberá tramitarlo en colaboración con una de las Entidades Gestoras miembros de la bolsa). 	<ul style="list-style-type: none"> - Los 3 requerimientos permiten la apertura de una cuenta, denominada <i>Treasury Direct</i>, a través de la cual se efectúan las operaciones con títulos de gobierno. 	<ul style="list-style-type: none"> - Sin intermediación de un tercero y sin cargos o comisiones. 	<ul style="list-style-type: none"> - Las personas naturales puedan invertir en TES, emitidos por el Ministerio de Hacienda (MH) y colocados a través de subastas administradas por el Banco de la República de Colombia, en las cuales sólo pueden participar las entidades autorizadas por el MH como Creadores de Mercado o aspirantes a Creadores de Mercado.
Otras consideraciones	<ul style="list-style-type: none"> - Si la persona dispone del certificado digital personal o del DNI electrónico, sólo se debe ingresar al Portal Web del Gobierno Español para comprar títulos de deuda pública. - Si no se dispone del certificado digital personal o no se desea realizar la transacción a través del Portal Web del Gobierno Español, es posible adquirir estos títulos a través de una entidad bancaria. 	<ul style="list-style-type: none"> - Las personas naturales pueden invertir en instrumentos del gobierno a diferentes plazos (<i>Treasury Bills, T-Notes, Treasury Inflation-Protected Securities</i> o <i>TIPS</i> y <i>T-Bonds</i>). 	<ul style="list-style-type: none"> - A fines del año 2010, el Gobierno comenzó a vender directamente títulos de gobierno al público en general mediante el Programa "Cetes directo". - Este programa ha resultado muy conveniente para el Gobierno Federal, ya que promueve el ahorro interno de mediano y largo plazo así como el uso de servicios financieros." 	<ul style="list-style-type: none"> - Los TES pueden ser emitidos en pesos, dólares, UVR (Unidades de Valor Real Constante) o indexados a otros valores, a tasas fijas o variables y a plazos entre 1 y 10 años.

* LA CONDICIÓN DE ENTIDAD GESTORA ES OTORGADA POR EL MINISTERIO DE ECONOMÍA Y COMPETITIVIDAD, A PROPUESTA DEL BANCO DE ESPAÑA Y PREVIO INFORME DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, A AQUELLAS ENTIDADES QUE PERTENEZCAN A ALGUNA DE LAS SIGUIENTES CATEGORÍAS SOCIEDADES DE VALORES Y AGENCIA DE VALORES, BANCOS, CAJAS DE AHORRO (INCLUIDOS EL INSTITUTO DE CRÉDITO OFICIAL Y LA CONFEDERACIÓN DE CAJAS DE AHORRO) Y LAS COOPERATIVAS DE CRÉDITO.

** LOS CETES SON INSTRUMENTOS EMITIDOS POR EL GOBIERNO MEXICANO, POR UN VALOR NOMINAL DE 10 PESOS Y QUE SON COLOCADOS A DESCUENTO CON DIVERSOS PLAZOS.

FUENTE: BANCOS CENTRALES Y MINISTERIOS DE FINANZAS DE CADA PAÍS ANALIZADO.