

CAPÍTULO III

PROGRAMA DE CREADORES DE MERCADO DE DEUDA PÚBLICA INTERNA: EVALUACIÓN DE LA ESTRATEGIA DE COLOCACIONES Y DE OPERACIONES DE MANEJO DE DEUDA

*Coautor: Augusto Rodríguez**

1. Introducción

La crisis financiera internacional iniciada en Asia a mediados de 1997, y que se prolongara hasta finales de la década de 1990, puso en evidencia la fragilidad de economías donde: 1) se registraba un sistema de intermediación bancaria que concentraba los créditos domésticos y los expandía sobre la base de préstamos externos de corto plazo; 2) existía un descalce de vencimientos de deuda y de monedas, es decir, las inversiones o los gastos de larga maduración se financiaban con créditos de corto plazo y se prestaba en moneda extranjera a empresas y familias con ingresos denominados en moneda local; 3) existía un tipo de cambio sobrevaluado a fin de proteger el descalce de monedas; y 4) la deuda pública dependía de préstamos externos y, por tanto, estaba expuesta al riesgo cambiario y a *shocks* externos adversos.

La solución a estos problemas que ponen en riesgo de crisis financiera a países como el Perú se encuentra en el desarrollo de un mercado doméstico de capitales en moneda local, sobre la base de un mercado de deuda pública interna. 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

* Augusto Rodríguez trabajó como responsable del Programa de Creadores de Mercado en la Dirección de Endeudamiento del MEF. A él se debe la organización técnica y metodológica para efectuar el seguimiento de las transacciones de bonos soberanos en el mercado secundario y la evaluación de las instituciones creadoras de mercado. La evaluación que se hace en este capítulo toma en cuenta el documento de trabajo que preparé, con la asistencia de Julio Villavicencio, sobre el Programa de Creadores de Mercado y la Estrategia de Colocaciones y de Operaciones de Manejo de Deuda. Este documento fue oficializado en marzo de 2003 mediante la resolución ministerial 106-2003-EF/75.

la mejor cobertura de riesgos 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 del sistema bancario. La recesión disminuye la capacidad de pago de las empresas privadas endeudadas en moneda extranjera y, en la medida en que los ingresos de estas empresas están denominados en soles, las presiones devaluatorias las sitúan al borde del *default* —suspensión de pagos—. En tercer lugar, porque permite el desarrollo de nuevos productos financieros derivados, como los futuros y las opciones. La ampliación de estos mercados eleva la eficiencia y competitividad de los mercados financieros, ya que aumenta la gama de activos que tienen los agentes para diversificar su portafolio. Por último, hay que considerar, además, que en economías dolarizadas como la nuestra, donde la eficacia de la política monetaria se debilita, el desarrollo del mercado de títulos en 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.

A largo plazo, la estrategia de manejo de deuda pública debe tender a concentrar el financiamiento de las necesidades del gobierno en el mercado doméstico, en moneda local, para disminuir la vulnerabilidad de las finanzas públicas. En otras palabras, se debería tener únicamente deuda denominada en moneda local, a plazos razonables y a tasa de interés fija. Cuando la inflación, las tasas de interés internas y el riesgo país aumentan y se deprecia el tipo de cambio, el costo o valor nominal del *stock* de deuda no se altera, pero disminuye en términos reales por el incremento en la inflación, ayudando de este modo a disminuir las presiones sobre las finanzas públicas. No es difícil entender entonces por qué los gobiernos de los países desarrollados utilizan fundamentalmente bonos de tasa fija para financiar sus necesidades.

Un argumento contra el desarrollo del mercado de bonos públicos es que desvía recursos de ahorro desde el sector privado hacia el gobierno, provocando un *crowding out* del consumo e inversión privados.¹ Este argumento tiene un carácter estático. Existen otras consideraciones por las cuales el desarrollo de un mercado de deuda pública favorecería la inversión privada y eliminaría el posible efecto *crowding out*. En primer lugar, porque un mercado de capitales más desarrollado impediría la salida

¹ El efecto *crowding out* puede también ocurrir con la emisión de bonos en moneda extranjera en el mercado internacional. Los recursos de esta emisión, al ser monetizados o cambiados a soles, tendrían que ser esterilizados mediante la colocación de algún instrumento en el mercado local, para evitar la alteración del programa monetario del BCRP. Por lo tanto, también en el caso de la emisión en el mercado extranjero, y no solo de la emisión en el mercado local, puede producirse un desplazamiento del ahorro privado.

de capitales al exterior pues se constituiría en un factor de atracción de la inversión financiera en el mercado doméstico. Por otro lado, porque la utilización de los recursos captados mediante la colocación doméstica de bonos públicos de largo plazo, al hacer posible la puesta en práctica de políticas fiscales contracíclicas, junto con minimizar la volatilidad de la recaudación, estimularía el gasto privado en consumo e inversión. Es claro, además, que con el desarrollo del mercado de bonos muchas más empresas podrían obtener financiamiento más barato que el que obtienen en el sistema bancario, ya que al ser colocaciones directas, no existe ganancia por intermediación para el prestamista. Por lo demás, con el financiamiento en el mercado doméstico las empresas reducen los riesgos externos y logran un perfil de deuda más acorde con la dinámica de flujos de su negocio.

Entre el mercado de capitales privado y el mercado de deuda pública hay una relación estrecha. De acuerdo con la experiencia internacional y en países donde el mercado de capitales es incipiente, la expansión del mercado de títulos de deuda pública constituye un factor de impulso o estímulo a su desarrollo. Esto es así porque la expansión del mercado de bonos públicos en moneda local permite el surgimiento de una curva de rendimientos libre de riesgos en soles, que constituye una referencia de tasas de interés para el sector privado que incentiva a emitir deuda en la misma moneda, reduciendo su riesgo cambiario. Esta es otra razón por la cual el desarrollo del mercado de deuda pública no hace competencia ni desplaza a los intermediarios o al sector privado, pues al contrario favorece a los emisores privados porque proporciona una referencia permanente bajo el supuesto de una presencia constante del gobierno en el mercado.

El desarrollo del mercado de títulos, privados y públicos, en soles, tiene además otros dos efectos beneficiosos para economías como la peruana. Es verdad que permite diversificar las fuentes de financiamiento del tesoro público, a través de mejores condiciones de tasas y riesgo de mercado; sin embargo, lo más importante es que fortalece la transmisión de la política monetaria hacia el gasto agregado y disminuye la fragilidad de las cuentas fiscales asegurando de este modo el objetivo de sostenibilidad de la política fiscal.

Desde el año 2002, el BCRP sigue un esquema de *meta explícita* de inflación, donde define un objetivo con una banda de +/- 1%. El objetivo de 2,5% de inflación anual fijado a partir de 2002 fue ajustado a la baja para 2007 a 2% anual. Para alcanzar la meta se regula la tasa de interés interbancaria, tomando en cuenta la evolución del nivel de actividad. Se fija, además, un corredor de referencia para la tasa interbancaria. Los instrumentos de manejo monetario son las operaciones de mercado abierto —compra y venta de papeles— y las ventanillas que permiten a los bancos depositar en el BCRP

a una tasa de interés o prestarse del BCRP con garantías —papeles del BCRP o bonos del tesoro—² a otra tasa de interés, siempre a iniciativa de los propios bancos privados.³

El canal de transmisión de tasa de interés que supone esta política monetaria opera con efectividad si la tasa interbancaria de muy corto plazo —influida por el BCRP y correspondiente al mercado de dinero— genera movimientos similares en las tasas de mediano y largo plazos, pues son estas tasas las que influyen en la demanda o gasto agregado de la economía. Ahora bien, sin un mercado de títulos privados y públicos en soles, es muy difícil que las tasas bancarias en moneda doméstica se extiendan a plazos mayores o que los préstamos en soles sean una porción importante del total. La influencia de la tasa interbancaria sobre las tasas de mediano o largo plazo no es posible si no hay un mercado de capitales desarrollado. Con una curva de rendimientos en moneda local se permite a los agentes privados arbitrar a lo largo de los distintos plazos, e integrar así el mercado de dinero —de corto plazo— con el mercado de capitales —de mediano y largo plazo—.

De otro lado, el desarrollo del mercado de deuda pública en soles disminuye la fragilidad de las cuentas fiscales. Una deuda pública crecientemente en soles disminuye la exposición de las finanzas públicas al riesgo cambiario —de la moneda local y entre las monedas con las que se contrató la deuda externa— y a *shocks* externos adversos como, por ejemplo, el alza de las tasas de interés internacionales. En consecuencia, el aumento de la participación de la deuda interna en el total contribuye con la sostenibilidad fiscal. Asimismo, con títulos públicos a distintos plazos es también posible estabilizar y minimizar a mediano plazo el peso de los servicios de la deuda mediante una gestión adecuada de la composición de la deuda interna y externa.

Finalmente, la existencia de deuda pública a plazos largos permitiría la realización de una gestión fiscal contracíclica en períodos de recesión, sin afectar los objetivos de estabilidad macroeconómica y sostenibilidad fiscal. Cuando hay únicamente bonos de corto plazo y no es posible recurrir a la emisión de dinero, el gobierno tiene que refinanciar toda su deuda cada año, es decir, el período de su restricción presupuestaria es de únicamente un año. Como se comprenderá, en estas condiciones los *shocks* exógenos adversos y las fluctuaciones del producto —sobre todo las recesiones— obligan a la práctica de políticas fiscales procíclicas. La consecuencia es que tanto el consumo como

² En el futuro el BCRP puede hacer operaciones de mercado abierto solo con papeles de deuda pública. Este es el caso normal tanto en la realidad como en el libro de texto. Los casos paradigmáticos o normales son la economía estadounidense y la canadiense, y entre los casos raros, se encuentran Chile y nuestro país, donde el BCRP hace operaciones de mercado abierto con papeles que él mismo emite.

³ El régimen cambiario es de flotación relativa, pues interviene cuando la volatilidad cambiaria es excesiva. Por ejemplo, puede vender dólares y, eventualmente, dejar que la tasa interbancaria suba fuera del límite superior de la banda, aunque la inflación no tienda a subir.

la inversión absorben y amplían el ciclo. La posibilidad de préstamos de largo plazo o de la presencia en el mercado de bonos de largo plazo permite al gobierno emprender políticas contracíclicas u otras acciones para atenuar los efectos de las recesiones o de los *shocks* exógenos. Por lo tanto, la deuda pública en soles a distintos plazos ayudaría a reducir tanto la fragilidad de las finanzas públicas como la volatilidad de la propia economía. En períodos de ascenso del ciclo la presencia de un mercado activo de bonos permite al gobierno repagar su deuda. Pero la flexibilidad ganada para financiar los gastos con la existencia del mercado de bonos supone la práctica de una política fiscal transparente y responsable.

Considerando todos los beneficios de desarrollar el mercado doméstico de deuda pública, en marzo de 2003 el MEF publicó el documento «Estrategia de colocaciones y de operaciones de manejo de deuda pública» (resolución ministerial 106-2003-EF/75), donde se presentaron de manera detallada los lineamientos para alcanzar el desarrollo de dicho mercado. Se definió como objetivo central impulsar el mercado de capitales mediante la emisión de bonos soberanos en soles que permitan la formación de la curva de rendimiento y mantener un perfil de endeudamiento público total con niveles de riesgo aceptables, aumentando la participación de la deuda interna o disminuyendo la deuda pública en otras monedas.

Asimismo, en la estrategia se identificaron objetivos específicos con la finalidad de asegurar la consecución del objetivo central. Dichos objetivos fueron:

Para el endeudamiento público interno:

- Minimizar los riesgos de refinanciamiento.
- Minimizar el costo del financiamiento.
- Mejorar el perfil de deuda pública actual.
- Disminuir la exposición de la deuda pública interna a los riesgos cambiario y de tasa de interés.
- Perfeccionar la transparencia del mercado de deuda pública.
- Promover la activa realización de operaciones de manejo de deuda.
- Promover las prácticas de buen gobierno corporativo en el mercado mediante la transparencia en la gestión de la deuda pública.

Para el desarrollo de los mercados primario y secundario:

- Implementar el Programa de Creadores de Mercado.
- Establecer los períodos, volúmenes y rangos de montos óptimos para las subastas de bonos públicos.

- Efectuar las medidas necesarias para aumentar la liquidez y profundidad de los títulos de deuda pública en el mercado secundario.
- Satisfacer la demanda de pequeños y medianos inversionistas.

El contexto bajo el cual se dio inicio a la implementación de la estrategia de desarrollo del mercado de deuda pública fue el adecuado: estabilidad macroeconómica con baja inflación, y un régimen monetario y financiero liberalizado con un sistema cambiario relativamente flexible. Ambas condiciones son requisitos indispensables para el desarrollo de un mercado de deuda pública. Además, dicho desarrollo evitaría definitivamente la práctica de financiar inversiones de largo plazo con endeudamiento bancario de corto plazo, así como el financiamiento con descalce de monedas y sin cobertura apropiada. Se quiere un crecimiento económico liderado por la inversión privada, y este tipo de inversión no puede ser financiada solo con capitales de corto plazo. En la lógica del mercado de capitales de cualquier economía, la inversión productiva de larga maduración debe financiarse con capital de largo plazo sea en forma de acciones o de instrumentos de renta fija.

Luego de cuatro años de aplicación de la estrategia, se puede afirmar que los logros obtenidos han sido importantes: se registra una mayor liquidez del mercado de títulos de deuda pública en soles —bonos soberanos—, a la vez que ha mejorado su nivel de profundidad; el gobierno ha podido extender el plazo de la curva de rendimientos libre de riesgos en soles de dos a veinte años para títulos de renta fija, y de siete a cuarenta años para títulos ajustados a la inflación —bonos VAC—,⁴ generando de manera permanente referencias de precios que facilitan la valorización de activos; se ha dado inicio a una política de sustitución de deuda externa en moneda extranjera por deuda interna en moneda doméstica, a través de operaciones de intercambio de bonos y de prepagos, lo que ha permitido reducir los riesgos de tasa de interés y cambiarios de la deuda, entre otros.

El objetivo del presente capítulo es evaluar el impacto de la aplicación de la estrategia de colocaciones y operaciones de pasivos del gobierno, y comentar las propuestas que aún quedan pendientes de aplicación, las mismas que permitirán asegurar que el desarrollo observado sea sostenible en el tiempo.

2. La deuda interna: situación inicial

Antes de la puesta en marcha del Programa de Creadores de Mercado de Deuda Pública Interna, el MEF realizó dos tipos de colocaciones en el mercado doméstico:

⁴ Las siglas VAC significan «valor adquisitivo constante».

1) entre 1994 y 2001 colocó bonos de carácter específico, emitidos para atender compromisos contraídos y, básicamente, para la implementación de programas de apoyo y reestructura en el sistema financiero; y 2) entre 2001 y 2002 el gobierno colocó de manera directa bonos soberanos, que son títulos denominados en soles, a tasa fija o a tasa ajustada a la inflación. Asimismo, por el lado de la política monetaria, se contaba con un Banco Central que emitía certificados de depósito de corto plazo, a fin de regular la liquidez del sistema.

2.1. BONOS ESPECÍFICOS (1994-2001)

Los bonos de carácter específico⁵ fueron emisiones bastante ilíquidas debido a que la tenencia de estos bonos estuvo concentrada en pocos inversionistas, además que no fueron registrados mediante anotación en cuenta, lo que dificultó su negociación. Como se puede apreciar en el cuadro 3.1., el total de dichas emisiones ascendió en el año 2001 a US\$ 1.663 millones, de los cuales el 82% correspondía a emisiones en moneda extranjera.

El mayor porcentaje de las emisiones de carácter específico estuvo concentrado en las operaciones de rescate del sistema financiero, que se llevaron a cabo de manera posterior a la crisis asiática. Del total de US\$ 1.663 millones, US\$ 871 millones fueron destinados a dichas operaciones, es decir, más del 50% del total emitido.

Cuadro 3.1.
Bonos de carácter específico (2001)

Denominación de bonos	En MM de US\$	En MM de S/.
Capitalización BCRP		613,8
FONAVI		383,0
Adquisición de activos	160,5	48,5
Suscripción temporal de acciones	52,1	
Canje temporal de cartera	426,9	
Programa RFA y FOPE	34,8	
Consolidación del sistema financiero	391,5	
Canje de deuda pública	259,0	
Caja de pensiones militar-policial	33,8	
TOTAL	1.358,6	1.045,3

Fuente: MEF (elaboración propia)

⁵ Las características de los bonos emitidos se encuentran detalladas en el anexo 3.1.

2.2. BONOS SOBERANOS (2001-2002)

El total de las colocaciones de bonos soberanos ascendió a S/. 1.933,2 millones, entre plazos de uno y tres años. A diferencia de los bonos específicos, los bonos soberanos sí fueron registrados mediante anotación en cuenta, a fin de facilitar su negociación secundaria. Cabe precisar que dichas colocaciones fueron en moneda nacional y principalmente a tasa fija.⁶

Los bonos soberanos que se encontraban en circulación al momento de dar inicio a la estrategia en marzo de 2003 pueden verse en el cuadro 3.2.

Cuadro 3.2.
Emisión de bonos soberanos 2001-2002

Denominación	Monto en circulación (En MM de S/.)
Bonos soberanos marzo 2003	200,0
Bonos soberanos junio 2003	105,0
Bonos soberanos junio 2004	295,0
Bonos soberanos setiembre 2003	600,0
Bonos soberanos 2002/18ENE2004	160,0
Bonos soberanos 2002/18ENE2005	314,0
Bonos soberanos 2002/10ABRIL2003	80,0
Bonos soberanos 2002/22MAY2004	80,0
Bonos soberanos 2002/10ENE2004	50,0
Bonos soberanos 2002/09AGO2009 (VAC)	49,2
TOTAL	1.933,2

Fuente: MEF (elaboración propia)

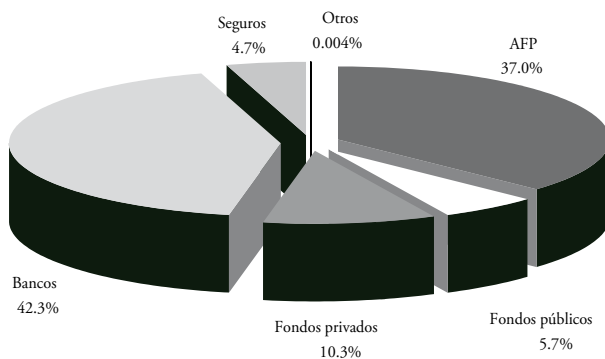
Al 31 de marzo de 2003, la distribución de la tenencia de bonos soberanos entre los distintos tipos o grupos de instituciones financieras presentaba la estructura porcentual mostrada en el gráfico 3.1. Se puede apreciar que dos tipos de inversionistas concentraban alrededor del 80% del saldo emitido: los bancos con 42,3% y las AFP con 37%.

⁶ Entre 2001 y 2002 se emitieron únicamente S/. 49,2 millones en bonos VAC.

2.3. CERTIFICADOS DE DEPÓSITO DEL BCRP

En el mercado circulan, además de los bonos del gobierno, los certificados de depósito (CD) del Banco Central de Reserva del Perú. Estos son emitidos por la autoridad monetaria para regular la cantidad de dinero, pues le permiten inyectar o retirar liquidez del sistema bancario. Los certificados son negociados por el BCRP mediante subastas y a través de operaciones de compra temporal (REPOS); este último mecanismo también se emplea para los bonos del tesoro.

Gráfico 3.1.
Tenencia de bonos soberanos 2001-2002
(al 31/03/2003)



Fuente: MEF (elaboración propia)

Dadas las consideraciones por parte del mercado sobre este tipo de deuda y en virtud a los plazos de su emisión, la misma que se concentra en plazos de hasta un año, a pesar de existir referencias de hasta tres años, los certificados de depósito del BCRP cubren el tramo de corto plazo —plazos menores a un año— de la curva de rendimiento.

Cuadro 3.3.
Saldo de CDBCRP por plazo
(en millones de soles)

Plazo	Diciembre 2002	Diciembre 2003
Hasta 18 semanas	130	32
Entre 4 y 6 meses	565	790
7 y 9 meses	560	180
1 año y 18 meses	380	2.280
2 y 3 años	0	815
TOTAL	1.635	4.097

Fuente: MEF (elaboración propia)

3. Diseño del mercado de deuda pública y del Programa de Creadores de Mercado

El diseño propuesto de la estructura del mercado de deuda pública tuvo como objetivos: 1) promover la expansión de la liquidez de los títulos públicos; y 2) facilitar la función de los creadores de mercado, sin afectar la estructura natural del mercado financiero.

3.1. MERCADO PRIMARIO

3.1.1. Definición y mecanismo de subasta

El mercado primario 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, por un lado, y el MEF, a través de la Dirección Nacional del Endeudamiento Público (DNEP) —que administra las emisiones—, por otro.

La colocación de títulos de deuda pública en el mercado primario del MEF se realiza mediante el mecanismo de subasta. Las subastas se llevan a cabo a través del sistema que determine el MEF-DNEP.⁷

⁷ Se inició en 2003 con el sistema ELEX de la Bolsa de Valores de Lima (BVL). Luego se utilizó —hasta la fecha— el mecanismo DATATEC.

Para cada subasta, el MEF-DNEP previamente determina las características del tipo de instrumento a subastar, el monto máximo de la subasta y la fecha de subasta.⁸ Cabe precisar que las subastas se pueden realizar por tasa de interés —cupón— o por precio del instrumento.⁹ Las características adicionales de cada subasta son aprobadas mediante resolución directoral de la DNEP.

Los detalles de la subasta son anunciados por el MEF a través de su página web (www.mef.gob.pe), en el diario oficial *El Peruano*, en un diario especializado en economía y finanzas, y en los sistemas de información electrónica disponibles.

Las colocaciones bajo la nueva estrategia de administración de pasivos de la deuda pública se iniciaron con la reapertura de la serie de bonos 21JUN2004, realizada el 27 de marzo de 2003. En los primeros cuatro años —marzo de 2003 a marzo de 2007—, se llevaron a cabo un total de 102 subastas. El monto total colocado por el gobierno en dichas subastas ascendió a S/. 8.062,9 millones, habiéndose registrado una demanda total de S/. 16.024,3 millones. Si se analiza, además, el monto promedio anual de colocación, se verá que este ascendió a S/. 2.015,7 millones, cifra poco probable de ejecutar antes de la implementación de la estrategia.

Cuadro 3.4.
Subastas de series nuevas y reaperturas

Período	N° de subastas		Monto colocado (S/. MM)	
	Reaperturas	Nuevas	Reaperturas	Nuevas
Mar. 03-Mar. 04	12	10	1.279,7	1.016,4
Mar. 04-Mar. 05	28	10	1.372,4	590,6
Mar. 05-Mar. 06	24	0	1.697,9	0,0
Mar. 06-Mar. 07	17	1	2.061,0	45,0
Total	81	21	6.410,9	1.652,0
Porcentaje	79.4%	20.6%	79.5%	20.5%

Fuente: MEF (elaboración propia)

⁸ El Programa de Creadores de Mercado operará con un cronograma anual de subastas de títulos a distintos plazos de vencimiento.

⁹ Según la opinión de algunos expertos, las subastas a precio de los instrumentos facilitan la liquidación de los mismos y promueven que en el mercado los títulos también se coticen a precio, facilitando de este modo el desarrollo de productos derivados de estos instrumentos. Esto es así porque el precio es una mejor referencia para ajustes en los tramos cuando los plazos se hacen cada vez más largos.

Como se aprecia en el cuadro 3.4., de las 102 subastas realizadas entre marzo de 2003 y marzo de 2007, 81 fueron reaperturas de series de bonos ya existentes, y 21 correspondieron a nuevas colocaciones de bonos. Si se analiza por período, en los primeros años se registró una mayor colocación de nuevas series. De manera posterior, básicamente se realizaron reaperturas. Esto se explica porque una vez colocadas las nuevas series, en adelante se buscó dar mayor liquidez a las mismas a través de las reaperturas, tal como se planteara en la estrategia.

3.1.2. Proceso de la subasta o primera vuelta

En el diseño propuesto del mecanismo de subasta, el MEF-DNEP ingresa al aplicativo del sistema seleccionado el monto autorizado a subastar. Las ofertas de adquisición de las entidades financieras serán recibidas en el horario establecido en el reglamento para la colocación de bonos soberanos. Todas las propuestas deben ser en firme,¹⁰ y deben indicar tanto el valor nominal de los bonos que se van a adquirir como la tasa o precio al que se desea adquirir los bonos.

Si el monto subastado es menor al valor acumulado de las propuestas presentadas a la tasa o precio de corte, se tienen en cuenta los siguientes criterios:

- Las propuestas presentadas a una tasa menor o un precio mayor que la respectiva tasa o precio de corte serán adjudicadas en su totalidad.
- La diferencia o saldo por adjudicar se prorroga entre las propuestas presentadas a la misma tasa o precio de corte.

Al cierre de la subasta, el MEF-DNEP define la tasa o precio de corte y adjudica el total o una parte de todas las ofertas.

Cada participante puede presentar varias ofertas. Sin embargo, no se puede presentar un conjunto de ofertas cuyo valor supere el monto a subastar anunciado previamente ni sea menor al mínimo exigido, también previamente señalado. En estos casos, las ofertas que hagan los participantes son anuladas. El valor mínimo de todas las ofertas realizadas por cada agente colocador en el proceso de la subasta debe ser de un millón de soles.

Los participantes cuya propuesta haya sido adjudicada pagarán el mismo precio y obtendrán el rendimiento correspondiente a la tasa o precio de corte. La subasta es de

¹⁰ Con la expresión «en firme» se quiere decir que la entidad financiera compra títulos por su cuenta y riesgo, para luego tratar de colocarlos entre su clientela. La entidad no puede por ningún motivo retractarse de la operación.

tipo holandés,¹¹ y sus resultados —la tasa o precio de adjudicación y el monto nominal demandado y adjudicado— son comunicados a los adjudicatarios por vía electrónica o telefónica, y, como última opción, vía fax.¹²

La liquidación y pago de los bonos subastados se acordó inicialmente en T+3, considerando solo los días hábiles del calendario. Sin embargo, a solicitud de los propios creadores de mercado se modificó la fecha de liquidación en T+1. El pago de los bonos adjudicados se realiza mediante el depósito del respectivo monto, en una cuenta del tesoro público en el Banco de la Nación, en forma directa o a través del sistema LBTR del BCRP. Una vez que la DNEP recibe los recursos correspondientes al pago de la adjudicación, se considera colocado el instrumento y la correspondiente asignación de instrumentos se realiza a través de la Caja de Valores de Lima, que es una institución de compensación y liquidación de valores (CAVALI ICLV).

3.1.3. Segunda vuelta

Si en la subasta —o primera vuelta— se presenta una sobredemanda, los creadores de mercado que se adjudicaron algún monto en dicha subasta tienen el derecho exclusivo a participar en una segunda vuelta. La proporción que se adjudica a cada creador de mercado es igual a su participación en la última subasta —o primera vuelta—. Las condiciones, en términos de precio y tasa, son las mismas que las de la primera vuelta. El monto total a adjudicar se determina de la siguiente manera:

- Si el exceso de demanda es mayor o igual al 100% de lo subastado en la primera vuelta, entonces el monto adicional a colocar en la segunda vuelta es el 50% de la primera.
- Si el exceso de demanda es mayor o igual al 25% y menor al 100% de lo subastado en la primera vuelta, entonces el monto adicional a colocar en la segunda vuelta es el 25% de la primera.
- Si el exceso de demanda es menor al 25% del monto subastado en la primera vuelta, no hay segunda vuelta.

¹¹ El gobierno define un monto de demanda de recursos y las entidades financieras participantes en la subasta presentan sus ofertas determinando tasa —o precio— y monto de inversión. La oferta que satisface el monto demandado define la tasa de corte o tasa de rendimiento efectiva del título, determinando un único precio para todas aquellas ofertas por debajo de la tasa de corte.

¹² Para el caso del Programa de Creadores de Mercado, con el fin de darle mayor transparencia al proceso, los resultados deberían ser anunciados inmediatamente concluida la subasta, para lo cual se sugiere la elaboración de un sistema de información interconectado con los agentes colocadores. Otra alternativa sería efectuar esta comunicación mediante un módulo que podría ser implementado en el sistema ELEX de la BVL.

Cabe señalar que, si en la primera vuelta no se adjudicó el monto total ofrecido, no habrá segunda vuelta. Además, el total anual de los montos por adjudicar en la primera y segunda vuelta no puede exceder al monto máximo determinado en la ley de endeudamiento. La DNEP recibe las propuestas para las segundas vueltas entre las 16:00 horas y las 16:30 horas del mismo día en que se realiza la primera vuelta. El resultado de la segunda vuelta se comunica a los creadores de mercado a partir de las 17:00 horas del mismo día de recepción de las propuestas.

Entre 2003 y 2007, considerando los montos ofertados en las primeras vueltas (S/. 5.848 millones, ver cuadro 3.5.), en promedio, el monto demandado fue superior al ofertado en alrededor de 175%, lo que denota una gran aceptación de los bonos soberanos por parte del mercado. Así, según lo establecido en la estrategia, el haber contemplado la realización de segundas vueltas ante niveles de sobredemanda ha permitido incrementar los niveles de colocación de bonos soberanos.

Sin embargo, entre 2003 y 2004 se identificaron casos en los que los participantes que se adjudicaban en primera vuelta no demandaban la totalidad del monto posible de adjudicarse en la segunda vuelta, debido a que no encontraban demanda en el mercado. Sin embargo, otros participantes manifestaban que el monto de adjudicación que les correspondía en la segunda vuelta era menor al que tenían demandado. Por tanto, a partir de 2005, la DNEP estableció que en caso quede un saldo pendiente de colocar en la segunda vuelta, la autoridad puede convocar a una tercera vuelta, donde se consulta a los participantes si es que desean adjudicarse el saldo pendiente de colocar en la segunda vuelta.

Cuadro 3.5.
Montos ofertados, demandados y colocados en las subastas

Período	Nº de subastas	Monto subastado (S/. MM)	Monto demandado (S/. MM)	Monto total colocado (S/. MM)
Mar. 03-Mar. 04	22	1.630,0	4.053,0	2.296,1
Mar. 04-Mar. 05	38	1.580,0	3.734,3	1.963,3
Mar. 05-Mar. 06	24	1.190,0	3.558,9	1.697,9
Mar. 06-Mar. 07	18	1.448,2	4.678,1	2.106,0
Total	102	5.848,5	16.024,3	8.062,9

Fuente: MEF (elaboración propia)

3.2. PROGRAMA DE CREADORES DE MERCADO

El Programa de Creadores de Mercado está constituido por entidades financieras seleccionadas como creadores de mercado (CM), las cuales se encargan de la compra y comercialización de los bonos soberanos y de la elaboración de documentos sobre el análisis de la deuda pública interna.

El MEF, a través de la DNEP, dirige el desarrollo del mercado doméstico de deuda pública en asociación con las entidades integrantes del Programa de Creadores de Mercado. La DNEP es la encargada de la emisión de los bonos soberanos, y al mismo tiempo, su agente administrador.

El Programa de Creadores de Mercado permite, en primer lugar, establecer una demanda constante de bonos soberanos en el mercado primario, a través de requerimientos mínimos de demanda (*bid*) en cada una de las subastas; y, en segundo lugar, desarrollar el mercado secundario, ayudando a resolver el problema de liquidez de los bonos.

El estatus de creador de mercado se concede para un año calendario —empieza el día primero de enero y finaliza el 31 de diciembre—, siempre que se cumpla con los requerimientos de capital y calificaciones de riesgo que son especificados en el respectivo reglamento. Quien concede dicho estatus es el MEF-DNEP. La lista de CM del año siguiente se publica durante el mes de diciembre del año previo. Los CM son los únicos que pueden adquirir bonos soberanos en el mercado primario.

Como se sabe, un programa de creadores de mercado es un acuerdo entre dos agentes —el emisor y un grupo de intermediarios denominados creadores de mercado— a través del cual mantienen una estrategia común que busca respaldar el funcionamiento y desarrollo de los mercados de títulos emitidos por el gobierno. Por tanto, los creadores de mercado son intermediarios financieros que, a cambio de privilegios, acuerdan cumplir funciones en el mercado de deuda pública.

Las desventajas posibles de un programa de creadores de mercado son la posibilidad de colusión entre sus miembros en las subastas del mercado primario y la posibilidad de comercialización solo con entidades del mismo grupo económico en el mercado secundario. Para evitar estos problemas, en el respectivo reglamento se penalizan las prácticas de colusión y otras que atenten contra la competencia.

Si bien, para fines de evaluación del desempeño de las entidades pertenecientes al programa, la estrategia recomendó establecer en el mismo reglamento que las transacciones entre entidades del mismo grupo tengan una ponderación por debajo de las realizadas con otras entidades, en la práctica los CM otorgaron a la DNEP la potestad de evaluar la transparencia de las operaciones, y de eliminar de la contabilización en el *ranking* del programa a aquellas que no considere de mercado.

3.2.1. Aspirantes a creadores de mercado

Para el primer año en funcionamiento, todas las entidades bancarias que no pertenecían al Programa de Creadores de Mercado fueron consideradas aspirantes a creadores de mercado (ACM), siempre que negociaran y cotizaran precios de compra y venta en el primer nivel del mercado secundario. En ese caso, se estipuló, se les evaluaría tomando en cuenta su participación en los dos niveles del mercado secundario, para ser considerados, a su solicitud, integrantes del Programa de Creadores de Mercado en el año siguiente.

Así, durante el primer año del programa fueron considerados como aspirantes todos los bancos del sistema que no fueron designados como CM, a saber: Banco Sudamericano, Banco Interamericano de Finanzas, Banco Financiero, BankBoston, Banco de Comercio, Standard Chartered, BNP Paribas, Banco del Trabajo y MiBanco. Sin embargo, al término de 2003, si bien algunos de los aspirantes habían participado de manera activa en el mercado secundario de bonos soberanos, ninguno de los bancos mencionados se decidió a participar como CM al año siguiente.

Para 2004, se señaló en el reglamento del programa que podrían ser aspirantes no solo los bancos domiciliados, sino también las sociedades agentes de bolsa (SAB). En ese año se designó como aspirante a Interbank, debido a que ocupó el último lugar en el *ranking* del año previo. En 2005, Interbank recuperó su estatus de CM, y quien entró a operar como aspirante fue la Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE), incluida dentro de la categoría de bancos domiciliados, y que hasta ahora se mantiene en el programa con dicho estatus.

3.2.2. Creadores de mercado

La estrategia señaló que, para el primer año, los creadores de mercado serían seleccionados por el MEF en virtud del cumplimiento de los requisitos establecidos, y en los años posteriores, según los referidos requisitos y de acuerdo con su participación durante el año anterior.

Así, en el primer año fueron designados CM el Banco de Crédito del Perú, el BBVA Banco Continental, el Banco Wiese Sudameris, el Interbank y el Citibank. En 2004, con la pérdida del estatus del Interbank, se operó con cuatro CM. A partir de 2005, han sido CM las mismas cinco entidades con que se inició el programa, más COFIDE, que fuera designada como aspirante.

Se estableció como derechos de los creadores de mercado los siguientes:

- Participar en forma exclusiva en las subastas periódicas de bonos soberanos a renta fija en el mercado primario.

- Participar en reuniones periódicas organizadas por el viceministerio de Hacienda para tratar temas relacionados con el Programa de Creadores de Mercado.
- Poner a consideración de la DNEP medidas orientadas a mejorar su labor, disminuir sus riesgos o mejorar el funcionamiento del mercado de deuda pública interna.
- Con el fin de que los CM puedan obtener el prestigio que esta figura otorga como entidad que colabora con el desarrollo del país, el MEF hará público su nombramiento a través de su página web, el diario oficial, un diario de mayor circulación y un medio televisivo.
- El MEF nombrará anualmente a los CM mediante una resolución ministerial. Acceder a los sistemas de negociación en los que se desarrollan el primer y segundo niveles de mercado secundario de bonos soberanos.
- Acceder de manera preferencial a las operaciones de manejo de deuda que realice el MEF, como las operaciones de sustitución de deuda externa por interna, entre otras.
- Acceder de manera exclusiva a las segundas y terceras vueltas de las subastas por el método de adjudicación proporcional.
- Acceder de manera exclusiva a los préstamos temporales de bonos soberanos, cuando este se implemente en cualquier modalidad.
- Tener voz y voto cuando se requiera de una votación para tomar una decisión relacionada con el programa.

Asimismo, se establecieron las siguientes obligaciones:

- Realizar propuestas de compra en cada subasta por un monto no menor al $\text{Min}[1/n; 15\%]$ del total subastado, donde n = número de participantes del programa.
- Cotizar permanente y simultáneamente precios de compra y venta, en los sistemas centralizados de negociación de primer nivel del mercado secundario aceptados por el MEF, en el horario de 10:00 a.m. a 12:00 m., por un monto mínimo de un millón de soles. El margen entre ambas puntas —de tasas— para cada uno de los plazos relevantes deberá ser menor a cien puntos base.
- Deberán adquirir como mínimo el 4% del monto total de bonos soberanos colocados en primera vuelta durante el año.
- Deberán contar con una participación —posición— en bonos soberanos con un mínimo del 1% del total anual emitido. La evaluación se efectuará sobre la base de un promedio móvil de los días transcurridos desde la primera subasta del programa vigente de creadores de mercado.

- Establecer líneas de crédito entre ellos por algún monto mínimo o definir un mecanismo de operación que les permita realizar operaciones entre ellos.
- Elaborar trimestralmente reportes de investigación sobre la evolución y perspectivas del mercado secundario de bonos soberanos, los cuales deberán ser proporcionados a sus clientes y a la DNEP. Con este fin los CM, de manera conjunta, podrán contratar los servicios de una consultora, la misma que deberá ser aceptada por el MEF.
- Los CM deberán elaborar y respetar un código, y sujetarse a las prácticas de mercado. Dicho código deberá ser suscrito entre los CM y el MEF.

Luego del primer reglamento del programa, se realizaron algunas modificaciones debido a la necesidad de regular de manera más precisa las actividades de los ACM. Los CM deben cumplir todas las obligaciones establecidas en el reglamento —y como beneficios reciben todas las prerrogativas establecidas en el mismo—, mientras que los ACM solo deben hacerlo de manera parcial. Las obligaciones y las prerrogativas fueron establecidas de manera previa al reglamento en la Estrategia de Colocaciones y Operaciones de Manejo de Deuda Pública.

Sobre las prerrogativas, los ACM, a diferencia de los CM, no tienen como derecho la participación en las segundas ni en las terceras vueltas de las subastas primarias, por lo que únicamente pueden participar en las primeras vueltas. Asimismo, en caso se someta a votación alguna medida relacionada con el PCM, solo tienen derecho a voz, mas no a voto, a diferencia de los CM, que tienen derecho tanto a voz como a voto. Por lo demás, los ACM tienen las mismas prerrogativas.

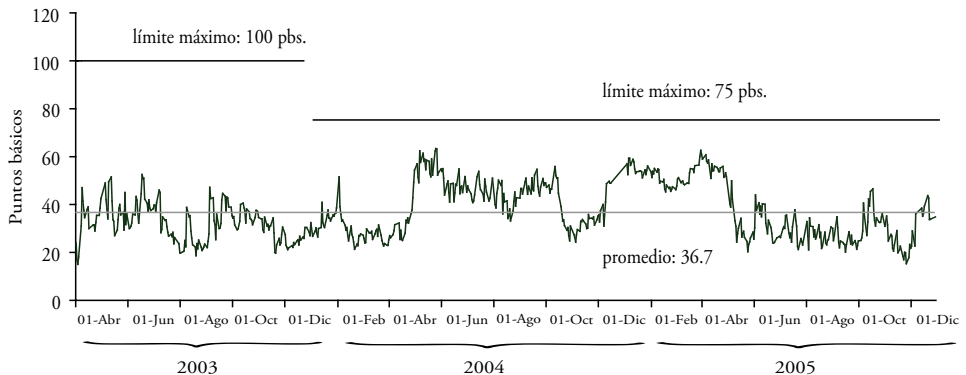
Respecto a las obligaciones, a fin de asegurar la participación de los CM y ACM en las subastas primarias, a ambos se les exige que lleven posturas a cada subasta por el Min [1/n; 15%] del total subastado. Así, la autoridad asegura que un porcentaje de financiamiento de las cuentas públicas sea vía bonos internos, que se establezcan referencias de precios de manera permanente a través de las subastas, y que el saldo de bonos soberanos registre un incremento que favorezca la liquidez de los títulos.

Una obligación importante para los CM y los ACM en el mercado secundario es la cotización permanente y simultánea de precios de compra y venta en el primer nivel. Como se sabe, en el primer nivel participan únicamente los CM y los ACM, mientras que en el segundo nivel participan todos los inversionistas del mercado. El objetivo de esta obligación es que el primer nivel opere como un mercado regulado, donde existan precios de manera permanente para los bonos.

Además, el diferencial entre precios de compra y venta por cada serie de bonos tiene un máximo. Este diferencial es un indicador de la liquidez de un mercado: mientras menor sea el mismo, existe mayor probabilidad de cerrar operaciones. Al inicio del

programa se estableció que dicho diferencial no debía exceder los 100 puntos básicos. Sin embargo, los resultados mostraron que el diferencial máximo podía ser menor a los 100 puntos básicos, fijándose a partir de 2004 en 75 puntos básicos.

Gráfico 3.2.
Diferencial promedio entre precios de compra y venta



Fuente: MEF (elaboración propia)

Asimismo, cuando se inició el programa, tanto los CM como los ACM tenían libertad en la selección del plazo de los bonos que cotizaban. Sin embargo, en coyunturas alcistas de los tipos de interés, se observó que solo cotizaban los tramos cortos de la curva de rendimientos, lo que afectaba la liquidez del mercado, por lo que a partir de 2004 se estableció un porcentaje mínimo de cotización de las series vigentes —en la actualidad, el 60% de los bonos—, a fin de asegurar precios en los distintos tramos de la curva.

También se fijó que los CM deben adquirir, al menos, el 4% del monto total suabastado de bonos soberanos colocados en primera vuelta durante el ejercicio anual, mientras que los ACM, un 2%. Además, ambos deben mantener por lo menos el 0,5% del total anual emitido. Estas obligaciones tienen como finalidad asegurar que los CM y a los ACM cuenten con posiciones en bonos soberanos, lo que les permitirá cumplir con la función de proveer de liquidez al mercado secundario.

Se señala también como obligación que los CM elaboren reportes trimestrales, a fin de que el mercado tome conocimiento de los avances que viene registrando el programa y, por tanto, el mercado de deuda pública. Los ACM están exentos de dicha obligación.

Con relación al estatus de creador de mercado, la estrategia señaló que el mismo se perdería:

- Por renuncia expresa dirigida al MEF.
- Por decisión del MEF ante el incumplimiento de sus obligaciones. Si no cumplen con el mínimo de demanda (*bid*) en el mercado primario, deben ser excluidos del programa.
- Por decisión del MEF ante la evidencia de prácticas de colusión o restrictivas a la competencia.
- Por decisión del MEF ante el incumplimiento, en cualquier momento, de los requisitos mínimos de capital y calificación de riesgo.
- Por decisión del MEF, la entidad que ocupe el último lugar en un año determinado de vigencia será excluida del programa.¹³

La estrategia, además, menciona que el MEF-DNEP elaborará mensualmente el *ranking* de las entidades del programa, de acuerdo con su participación acumulada, en los mercados primario y secundario de bonos soberanos, desde el inicio del año de vigencia del Programa de Creadores de Mercado.

En los cuatro años de vigencia del programa, dicho *ranking* ha venido cumpliendo un papel muy importante, pues ha permitido monitorear mes a mes la participación de cada CM y ACM. Además, a través de la competencia que fomenta, permite reducir la posibilidad de que los CM coludan entre ellos en la fijación de precios de los mercados primario y secundario.

3.2.3. Bancos no creadores de mercado

La estrategia estipuló que los bancos que no pertenezcan al Programa de Creadores de Mercado, cada vez que deseen participar en el primer nivel del mercado secundario, deberán cotizar precios de compra y venta en los sistemas centralizados de negociación del primer nivel aceptados por el MEF por un monto mínimo de un millón de soles, en el horario de 10:00 a.m. a 12:00 m. Los márgenes entre ambas puntas —de tasas— para cada uno de los plazos relevantes no podrían exceder los 100 puntos base. Sin embargo, dicha facilidad fue eliminada a partir de 2004 debido a que se reglamentó de manera detallada la participación de los ACM. Como recordamos, en 2003 todos los

¹³ Esta sanción estimularía la competencia limitando así la posibilidad de colusión. Como existen otras entidades que desearían entrar al sistema, se incentiva la competencia pero se asegura la no disminución del número de participantes en el programa.

bancos que no fueron designados CM adquirieron el estatus de aspirantes de manera automática, lo cual cambió a partir del siguiente año.

3.2.4. Fijación de precios de los bonos y curva de rendimientos

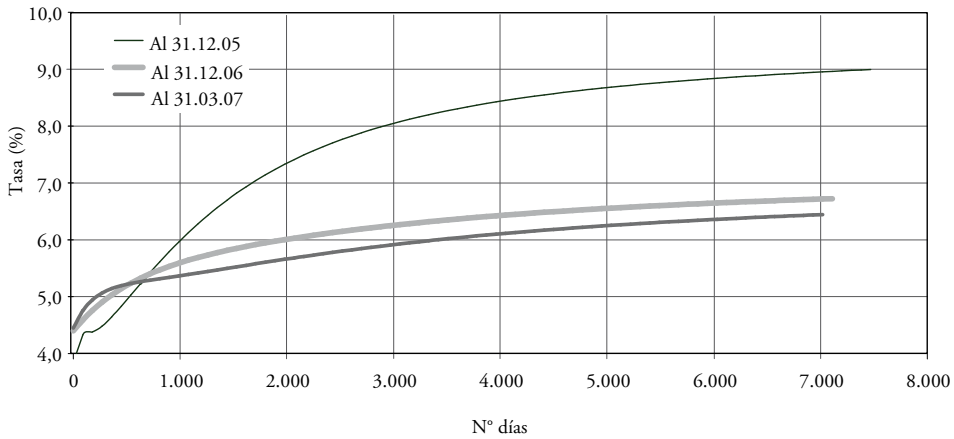
Con respecto a la determinación de los precios de los bonos en la fecha de liquidación, la estrategia señaló que este será calculado como el valor presente de la amortización y del pago de los cupones del bono, descontados a la tasa de corte de la subasta. Cabe señalar que, por costumbre, en el mercado doméstico se negocia a tasas efectivas y no a tasas nominales.

Por otro lado, la estrategia menciona que la curva de rendimientos de deuda soberana emitida en el mercado nacional es un indicador de tendencia de las operaciones registradas en dicho mercado, que permite obtener diariamente la rentabilidad de los títulos de deuda pública para distintos plazos de vencimiento. Si hay distintas emisiones de títulos de deuda soberana, se debe implementar el cálculo de la curva de rendimiento utilizando todas las observaciones. Un objetivo de la estrategia fue establecer una metodología definitiva para la construcción diaria de una curva de rendimientos, que debe aparecer en la página web del MEF y en los sistemas de negociación autorizados. Para la elaboración de la curva de rendimiento se debe considerar para los plazos menores o iguales a un año la tasa de interés interbancaria a un día y los certificados de depósito del BCRP, y para los plazos mayores a un año, las emisiones de bonos soberanos.

En la actualidad ya es posible estimar una curva de rendimientos de manera diaria. A inicios del programa, la falta de liquidez de los títulos y la ausencia de emisiones en los tramos medios y largos de la curva hacían imposible su estimación diaria. Sin embargo, desde diciembre de 2005, la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS) tomó la iniciativa de publicar en su portal (www.sbs.gob.pe) de manera diaria la curva cero cupón de bonos soberanos, que sirve de referencia para la valorización de los distintos activos domésticos.

Como se sabe, una curva cupón cero es un vector de tasas de interés de los bonos sin cupones a diferentes plazos de vencimiento, también conocidas como tasas cupón cero. Dado que en el mercado no se transan bonos sin cupones, las tasas cupón cero soberanas se obtienen de los precios de los bonos soberanos con cupones emitidos por el gobierno, mediante el uso de modelos financieros y matemáticos.

Gráfico 3.3.
Curva de tasas cero cupón en nuevos soles de la SBS



Fuente: MEF (elaboración propia)

3.2.5. Colocación en situaciones excepcionales

En el documento «Estrategia de colocaciones y operaciones de deuda pública» se estimó conveniente que en situaciones excepcionales originadas por razones no controladas por el gobierno y que dan lugar al incumplimiento de las obligaciones mínimas y, por lo tanto, a la salida de algunos integrantes del Programa de Creadores de Mercado, se pueda efectuar colocaciones directas —fuera de las subastas— a precios de subasta y en la misma fecha. En estas colocaciones podrán participar las entidades públicas y otros inversionistas institucionales como las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), las compañías de seguros, fondos mutuos y SAB. El MEF anunciaría el monto a ser colocado bajo esta modalidad, con el acuerdo de los integrantes que continúen en el programa. El anuncio se realizaría a través de la página web del MEF (www.mef.gob.pe), en el diario oficial *El Peruano*, en un diario especializado en economía y finanzas, y en los sistemas de información electrónica disponibles.

Si bien en los cuatro años que lleva operativo el programa no ha sido necesario convocar a una subasta en la que la demanda no sea canalizada de manera exclusiva por los CM y los ACM, se considera positivo que se cuente con la posibilidad de realizar colocaciones de bonos soberanos a través de otros agentes en situaciones excepcionales, ya que le da cierta flexibilidad al MEF en coyunturas desfavorables. Es importante tener en cuenta que solo se debe utilizar esta opción únicamente para los casos descritos, si no, el programa perdería credibilidad.

3.3. MERCADO SECUNDARIO

3.3.1. Aspectos generales

En este mercado se transan bonos soberanos y otros bonos del tesoro entre los diferentes agentes. Su profundización lo hará más atractivo puesto que permitirá satisfacer necesidades de endeudamiento a una menor relación costo-riesgo, y contribuirá al buen funcionamiento y desarrollo de los mercados financieros y de capitales.

Para satisfacer a todos los inversionistas en bonos soberanos, la estrategia plantea la necesidad de crear un mercado líquido, profundo, transparente, de bajos costos de transacción y con gran calidad de información, que permita una formación adecuada de precios, una generación de curvas de rendimientos y un desarrollo de productos derivados.

Así, se señala que un mercado secundario de este tipo teóricamente requiere:

- Que sea ciego.
- Que tenga puntas de compra y venta simultáneas para los diferentes instrumentos.
- Que adjudique al mejor postor.
- Que proporcione información en tiempo real.

El diseño contempló que el mercado secundario esté compuesto por los mercados de primer y segundo nivel que se desarrollan por medio de sistemas centralizados de negociación aceptados como tales por el MEF-DNEP.

3.3.2. Primer nivel

En este nivel participan solo las entidades designadas como CM o ACM, a través de sistemas centralizados de negociación, como DATATEC, el mercado abierto de la BVL, SIF-GARBAN PERÚ u otros sistemas que la DNEP disponga. Estos sistemas deberán disponer de líneas de crédito para la comercialización de los bonos.

Se aspira a un mercado ciego tanto en la negociación como en el cumplimiento de las negociaciones. Este tipo de mercado garantiza la total transparencia en la formación de precios. Mientras no se implemente un sistema de entrega contra pago (DVP), con lo cual se minimizaría el riesgo de contrapartida, este nivel podrá no ser ciego en el cumplimiento de las operaciones. Este punto aún queda pendiente de implementación.

La presencia exclusiva de bancos con sistemas que disponen de líneas de crédito disminuye el riesgo de contrapartida y aumenta la probabilidad de comercialización de títulos.¹⁴ Asimismo, es menos probable que los bancos sean compradores a término

¹⁴ Las SAB son agentes importantes para la liquidez y profundidad del mercado; no obstante, su incorporación en este nivel generaría dos problemas principales. En primer lugar, es poco probable que un

(a vencimiento), a diferencia de las AFP, compañías de seguros y empresas públicas, por lo que se espera que en este mercado la rotación de los títulos sea mayor. Por esta razón, en este nivel es preciso que las compras de los bancos sean a nombre propio.

La propuesta de contar con más de un sistema de negociación centralizado persigue, en primer lugar, evitar preferencias *ex ante* del MEF por uno en especial; y, en segundo lugar, elimina la dependencia de un único sistema al mismo tiempo que fomenta la competencia. En última instancia, se espera que los agentes del mercado revelen sus preferencias sobre los sistemas. Sin embargo, hay que señalar que los sistemas centralizados de negociación de deuda pública deben ser aceptados por el MEF, a fin de asegurar, entre otros, la información necesaria para realizar la puntuación y evaluación de los creadores de mercado.

3.3.3. Segundo nivel

En este nivel participan en forma directa o indirecta, según sea el caso, además de los bancos, las SAB, las AFP, las compañías de seguros, las empresas públicas, los fondos mutuos y los pequeños y medianos inversionistas.

La estrategia estableció que se opere en los siguientes sistemas de negociación centralizados: la rueda de bolsa, DATATEC, el mercado abierto de la BVL, SIF-GARBAN PERÚ y otros, aceptados por el MEF-DNEP. Estos sistemas, con excepción del primero, deben tener una pantalla distinta para el segundo nivel, a la que puedan acceder otros inversionistas institucionales, además de los bancos. Este nivel debe ser ciego en la negociación aunque no en el cumplimiento de las negociaciones.

El gráfico 3.4. muestra el diseño del mercado planteado en la «Estrategia de colocaciones y operaciones de deuda pública», donde se observan las diferencias entre los mercados primario y secundario, y entre el primer y segundo nivel de este último mercado.

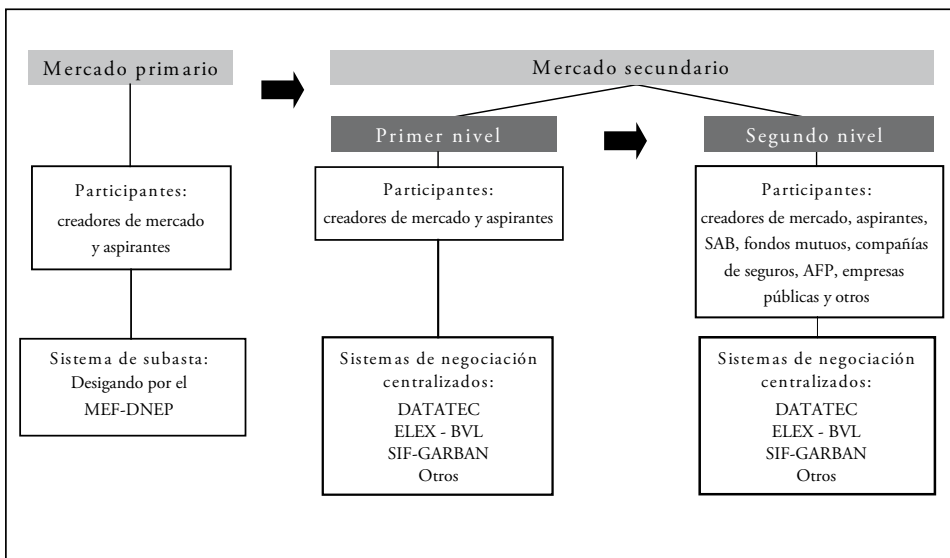
3.3.4. Sistemas centralizados de negociación

a) Sistemas de negociación

Se estableció que los sistemas de negociación deben cumplir con ciertas condiciones para que las operaciones con títulos de deuda pública sean aceptadas por el MEF y,

banco quiera comerciar con ellas —en los niveles que esperamos— por considerarlas entidades de poco músculo, con un alto riesgo de contrapartida. En segundo lugar, es probable que la comercialización se dé mayormente entre bancos y SAB de un mismo grupo, cuando no existe una separación natural entre ellos.

Gráfico 3.4.
Diseño del mercado doméstico de deuda pública



Fuente: «Estrategia de colocaciones y operaciones de deuda pública» (elaboración propia)

por lo tanto, sean utilizadas en la calificación de los participantes del Programa de Creadores de Mercado.

La estrategia señala que los requisitos, que deben explicitarse en una norma de la respectiva autoridad supervisora, son los siguientes:¹⁵

- Autorización del MEF para operar como mecanismo centralizado de negociación de la deuda pública interna.
- Deben ser ciegos en la negociación y cumplimiento en el primer nivel del mercado secundario —operaciones en nombre propio exclusivamente para las entidades bancarias creadoras y no creadoras de mercado—.
- Ciegos en la negociación en el segundo nivel del mercado secundario. No es necesario que los bancos compren solo a nombre propio los títulos.
- El acceso a los terminales informáticos para las operaciones en el primer nivel del mercado secundario debe estar restringido exclusivamente a CM y ACM, y al MEF-DNEP. Ciertamente también a la CONASEV, al BCRP y a la SBS.

¹⁵ El segundo y tercer requisito suponen el establecimiento del sistema de entrega contra pago (DVP) y el acceso directo a CAVALI por parte de los sistemas de negociación.

- Deben conservar registro magnético de las operaciones con títulos de deuda pública realizadas por los CM en los mercados de primer y segundo nivel del mercado secundario de deuda pública. Esta información será utilizada para la calificación de los participantes del Programa de Creadores de Mercado.
- En el caso de que se autorice la participación en el primer nivel del mercado secundario de bonos soberanos a entidades no pertenecientes al Programa de Creadores de Mercado (SAB o *brokers*), su actuación deberá ser limitada, bien sea a la actividad de corretaje o a la de participante en nombre propio, pero en ningún caso a ambas. Los *brokers* deben actuar solo como tales y, por ello, sin operar por cuenta propia.

b) Sistema de transacciones de deuda pública

La estrategia contempló la posibilidad de tener un sistema de transacción electrónico especializado en el manejo de deuda pública, con un módulo de información y uno de negociación, como el que se tiene en Colombia. La finalidad no solo era controlar la correcta operación del mercado, sino extender dicho control a la liquidación de las operaciones, debido a que en algunas experiencias de creadores de mercado, se registraba un alto nivel de transacción, pero las operaciones no eran liquidadas. El objetivo de estas operaciones era incrementar el volumen negociado de los CM y los ACM para mejorar su posición dentro del *ranking*.

Así, el contar con un mecanismo centralizado de negociación administrado por el MEF-DNEP, y con un proceso de control sobre la liquidación de las operaciones, permitiría observar mejor los reales niveles de desarrollo del programa. Esta propuesta no ha sido aún aplicada, y sería difícil hacerlo en la actualidad pues los participantes en el mercado de bonos soberanos ya han concentrado sus operaciones en un mecanismo centralizado de negociación (DATATEC), revelando así sus preferencias. Además, cuando se trató de establecer el control sobre la liquidación con CAVALI, surgieron problemas con los aplicativos que limitaron la implementación de dicho control.

3.3.5. Inversionistas institucionales

La estrategia señala que a los inversionistas institucionales —AFP, compañías de seguros, fondos mutuos y fondos del Estado—, al ser clientes con alto grado de especialización, se les debería facilitar mayor información que al resto de clientes. Para tener una participación activa de este tipo de inversionistas, los costos o barreras de entrada y salida del mercado deberían ser bajos. Asimismo, los inversionistas institucionales deben tener confianza en que obtendrán liquidez por parte de los creadores de mercado.

Los inversionistas institucionales participarán a través del segundo nivel del mercado secundario.

En los primeros cuatro años de funcionamiento del programa, los inversionistas institucionales han sido demandantes muy importantes de los bonos soberanos, en particular las AFP. Sin embargo, si bien los niveles de liquidez del mercado de deuda pública han mejorado sustancialmente, los inversionistas institucionales suelen demandar bonos soberanos y mantenerlos a vencimiento, por lo que la liquidez observada podría haber sido mayor. En la medida en que el MEF continúe desarrollando el programa, el incremento en el saldo favorecerá los rebalances por plazos entre los inversionistas, generando una mayor liquidez secundaria.

3.3.6. Mecanismos de canalización del ahorro de pequeños y medianos inversionistas nacionales

Con relación a los pequeños y medianos inversionistas —empresas corporativas y personas naturales—, al ser clientes con menor grado de especialización, la estrategia mencionaba que requerían de mayor dedicación que los inversionistas institucionales. Los ahorros de este tipo de inversionistas se canalizarán a través de la utilización de fondos mutuos y/o fondos de inversión de deuda pública, en el segundo nivel del mercado secundario. Sin embargo, se dejó abierta la posibilidad de que estos inversionistas participen en el segundo nivel del mercado a través de *brokers*.¹⁶

En la actualidad, el nivel de tenencia de bonos soberanos por parte de personas naturales es reducido, porque aún no se ha desarrollado el mercado *retail* de estos títulos. Pero de ahí la importancia de contar con CM: al ser bancos, el objetivo final debería ser la venta a personas naturales de bonos soberanos en las ventanillas, a fin de facilitar una alternativa rentable de ahorro en soles, lo que fomentaría el proceso de desdolarización, a su vez que permitiría incrementar los niveles de profundidad del mercado doméstico de deuda pública.

4. Evaluación de la estrategia de colocaciones y de operaciones de manejo de deuda, y del Programa de Creadores de Mercado

4.1. PRINCIPIOS ORIENTADORES DE LA ESTRATEGIA

En la estrategia de colocaciones y de operaciones de manejo de deuda se han planteado varios principios orientadores. En primer lugar, desarrollar un mercado doméstico de

¹⁶ Podría idearse, para aplicarse en el futuro, un sistema especial de acceso directo de deuda pública para las personas naturales, tomando en cuenta la experiencia española.

deuda pública en soles, no solo para disminuir la fragilidad de las finanzas públicas sino también para *desdolarizar* la economía y, con ello, superar el descalce de monedas y el riesgo cambiario al que está expuesto el actual sistema financiero. Los instrumentos fundamentales para desarrollar este mercado serán las letras del tesoro y los bonos soberanos de renta fija en moneda local. Emisiones en moneda distinta a la local y de características distintas a las de los bonos soberanos a renta fija serán de carácter excepcional o especial, y con propósitos expresamente determinados.

En segundo lugar, diferenciar claramente la estrategia de emisión en los mercados internacionales de la estrategia de emisión en el mercado local. En el primer caso la estrategia óptima consiste en realizar emisiones oportunistas ejecutadas con rapidez y discreción, mientras que en el segundo caso es indispensable que la estrategia se base en un principio totalmente opuesto. Como un emisor frecuente en el mercado doméstico, el gobierno está obligado a dar certidumbre a los inversionistas mediante una política de emisión predecible. Por lo tanto, no debe haber lugar para comportamientos oportunistas por parte del emisor y este debe establecer una fluida comunicación con los participantes en el mercado. El mercado debe percibir que el gobierno está dispuesto a tomar tasas de interés elevadas cuando la subasta se realice en condiciones de mercado desfavorables sin reducir los montos a emitir originalmente anunciados, y, viceversa, el gobierno no puede incrementar los montos subastados de manera oportunista con la finalidad de tomar ventaja de coyunturas de mercado favorables. Por último, hay que señalar que la estrategia oportunista para la emisión en el mercado internacional presupone aprovechar los períodos de disminución de tasas de interés para reducir el costo de financiamiento y mejorar el perfil de la deuda al colocar a largos plazos.

En tercer lugar, la estrategia de emisiones debe buscar reducir el riesgo de mercado, aumentar la liquidez del mercado secundario, minimizar el riesgo de refinanciamiento y disminuir el costo del financiamiento. Sin embargo, como existen *trade-offs* entre estos objetivos, la política de endeudamiento interno debe buscar lograr un balance entre los mismos.

En los cuatro años de funcionamiento del Programa de Creadores de Mercado (marzo 2003-marzo 2007), la colocación de bonos soberanos se realizó de manera frecuente, lo que ha asegurado la permanente participación del gobierno en el mercado actualizando las referencias de tasas y subastando nuevos plazos con el fin de reducir el riesgo de refinanciamiento de la deuda pública en soles. La programación de las subastas de bonos se ha realizado en coordinación con los CM y los ACM, quienes han colaborado de manera permanente con el MEF a fin de seleccionar los plazos adecuados y los montos, en función de las demandas registradas en el mercado.

Como se puede apreciar en el gráfico 3.5., desde que se inició el programa la mayoría de meses se han venido registrando colocaciones de bonos. Sin embargo, existen algunos en los que no se realizaron subastas; incluso una fue declarada desierta.

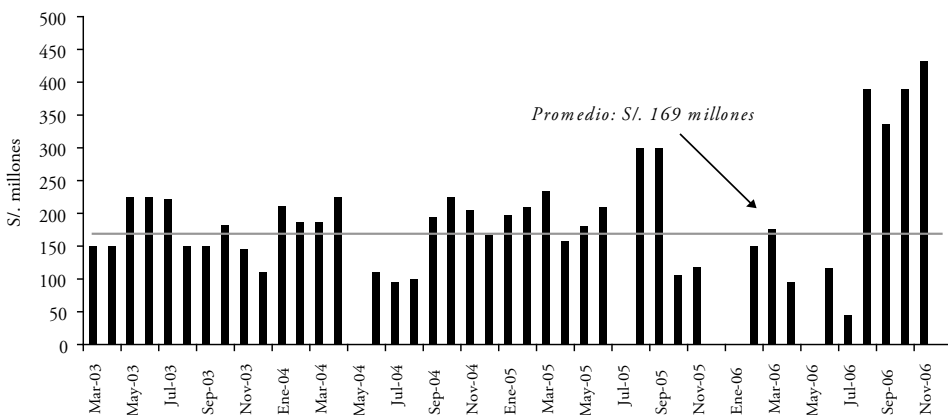
En mayo de 2004, el mercado descontó una inminente subida de los tipos de interés de la Reserva Federal Americana (FED), debido al desempeño de la economía estadounidense. En la negociación del mercado secundario de bonos soberanos, la incertidumbre en torno al rumbo que tomarían las tasas de interés determinó que los agentes dejaran de cotizar bonos de mediano y largo plazos.

En este contexto, el MEF anunció la realización de las subastas de bonos soberanos correspondientes al mes de mayo de 2004, en las que sería reabierto la serie 09OCT2007 y se colocaría un nuevo plazo de siete años al vencimiento, lo que se constituiría en el plazo más largo en ese momento. El MEF realizó dichas subastas en una coyuntura desfavorable debido a que ya existía el compromiso, de acuerdo al cronograma establecido con los CM y ACM, de subastar dichos plazos.

En la reapertura de los bonos 09OCT2007, en la que se ofertaron hasta S/. 100 millones, se registró una demanda por S/. 150 millones, con precios que fluctuaron entre el 69,3160% y el 94,4042%, que implicaron rendimientos máximos y mínimos de 19,00% y 7,88%. En la colocación del plazo de siete años, en la que se ofertaron hasta S/. 50 millones, se registró una demanda de S/. 115 millones, con tasas que fluctuaron entre el 12,00% y el 20,25%.

Respecto a los bonos 09OCT2007, de haberse adjudicado los S/. 100 millones ofertados, el rendimiento de corte se habría ubicado en niveles de 14,75%. Acorde con el desempeño de las distintas referencias de plazo cercano en el mercado, un rendimiento

Gráfico 3.5.
Colocaciones mensuales de bonos soberanos



Fuente: MEF y elaboración propia

razonable para el plazo de 3,4 años era de 7,75%. En este sentido, el rendimiento de corte se encontraba 700 puntos básicos por encima. Respecto a los bonos de siete años de plazo, de haber sido adjudicados los S/. 50 millones ofertados, el rendimiento de corte habría ascendido a 17,25%. Es decir, el cupón de dicha serie se habría encontrado 864 puntos básicos por encima del cupón de los bonos de seis años de plazo, por extender en tan solo un año adicional la curva de rendimientos.

Los resultados confirmaron la alta volatilidad del mercado doméstico en mayo de 2004. A pesar de esta coyuntura local e internacional, el MEF realizó las subastas en cumplimiento de su compromiso formal con los CM y los ACM de participar mensualmente de acuerdo al programa acordado, instrumento fundamental para dar certidumbre al mercado en todas las fases de sus fluctuaciones. Sin embargo, dichos resultados no solo perjudicaban al MEF, que tendría que asumir un mayor costo de financiamiento, sino también a los tenedores de los bonos soberanos, dado que las nuevas referencias implicarían un ajuste al alza de la curva de rendimientos, que generaría pérdidas de capital en sus portafolios.

Si bien por el lado de la demanda se superó notoriamente los montos ofertados en ambas subastas, el MEF consideró inconveniente adjudicar las propuestas recibidas, pues de haberlo hecho, se habrían establecido referencias distorsionadas por la fuerte volatilidad de las tasas, que, al afectar a la curva de rendimientos, habrían erosionado su carácter referencial para las emisiones privadas, parte importante del objetivo de desarrollar el mercado de capitales. Por las razones anteriores, el MEF estimó prudente para el correcto desarrollo del mercado interno de deuda pública declarar desiertas ambas subastas.

El siguiente mes en el que no se registraron colocaciones en el marco del Programa de Creadores de Mercado fue julio de 2005. Sin embargo, en dicho mes, el MEF-DNEP realizó subastas importantes de bonos soberanos en el marco de la operación de pre-pago del Club de París. Como se recuerda, de acuerdo a lo pactado entre el Perú y sus principales acreedores del Club de París, se prepagaría un total de US\$ 1.555 millones correspondientes a los vencimientos del principal de deuda comercial comprendidos en el período de agosto de 2005 a diciembre de 2009. Los US\$ 1.555 millones requeridos para efectuar el pre-pago fueron financiados mediante cuatro emisiones, tres en el mercado doméstico en soles y una en el mercado internacional en dólares americanos.

La primera fue la subasta de los bonos soberanos 12AGO2017, en la que se colocó un total de S/. 1.500 millones a una tasa cupón de 8,60%. La segunda subasta fue por US\$ 750 millones de bonos globales a un plazo de veinte años y a una tasa de rendimiento de 7,35%. La tercera subasta fue la de los bonos soberanos 12AGO2020 por un monto de S/. 1.050 millones, a una tasa cupón de 7,84%. La cuarta subasta fue la

de los bonos 12AGO2016, de un plazo de once años y de una tasa cupón de 7,34%. Se subastó el faltante para completar la operación de reperfilamiento, ascendente a S/. 69 millones.

En todas las subastas se registró un elevado nivel de demanda, y las tasas de colocación para las emisiones de bonos soberanos se encontraron alrededor de ochenta puntos básicos por debajo de lo que esperaba el mercado. Por tanto, fue una operación exitosa dados el bajo costo del financiamiento, la reducción de las presiones de corto plazo sobre el perfil de la deuda, y la reducción del riesgo cambiario. Si bien las operaciones no se dieron en el marco del programa, los CM y los ACM tuvieron una participación activa, al ser las únicas entidades autorizadas para realizar ofertas en las subastas.

Finalmente, en el mes de diciembre de 2005, el MEF no realizó subastas debido a que ya había cubierto sus necesidades de financiamiento del año, y como se recuerda, para cada año la ley de endeudamiento establece un máximo de emisión de bonos soberanos que no puede ser incumplido. Por otro lado, en el mes de enero de 2006 no se registraron subastas debido a una demora en la publicación de las leyes de referencia para poder realizar las subastas.

Así, de los 48 meses de funcionamiento del programa —marzo de 2003 a marzo de 2007—, solo en cuatro meses no se registraron colocaciones en el mercado primario, en el marco del Programa de Creadores de Mercado, debido a que: 1) la subasta del mes de mayo de 2004 sí se realizó pero se declaró desierta; 2) en julio de 2005 se subastaron bonos soberanos, pero para financiar la operación de prepago del Club de París; 3) en diciembre de 2005 se habían cubierto las necesidades de financiamiento; y 4) en enero de 2006 por demoras administrativas.

Sin embargo, en términos generales, se puede afirmar que el gobierno ha participado de manera regular en el mercado, tal y como lo estipula la estrategia de endeudamiento, a fin de darle certidumbre a los agentes y actualizar de manera constante las referencias de precios de los bonos para facilitar su valorización, y que los mismos sirvan de referencia para las emisiones privadas.

4.2. TIPOS DE INSTRUMENTOS

En el marco de los objetivos de esta estrategia se consideró la emisión de cuatro tipos de instrumentos:

4.2.1. Bonos soberanos a tasa fija y en soles

La estrategia mencionó que este es el tipo de bonos más importante. Al tener cupón fijo y estar denominado en soles, permitirá reducir la exposición de las finanzas públicas a

los riesgos de mercado, y contribuirá con la desdolarización de la economía. Además, por sus características mencionadas, este título resulta consistente con la política monetaria actual de meta explícita de inflación.

Será colocado mediante el Programa de Creadores de Mercado, a un plazo mínimo de 1,5 años. Los plazos se irán incrementando conforme el mercado de deuda pública se vaya consolidando y lo demande. No obstante, hay que señalar que si se optara por colocar únicamente bonos a tasa fija en soles de 1, 5, 2 y 3 años, podría exponerse la deuda pública interna al riesgo de refinanciamiento. Por esta razón, se intentará colocar a plazos mayores —cinco años—. Conforme el mercado se consolide, se emitirán bonos de más largo plazo para completar los tramos largos de la curva de rendimiento y, cuando el mercado empiece a revelar sus preferencias respecto a ciertos títulos, se seleccionarán los *benchmarks*.

El procedimiento de colocación de este tipo de bonos será la subasta, con primera y segunda vuelta, a la que accederán en forma exclusiva los creadores de mercado designados por resolución ministerial para el programa correspondiente a cada ejercicio presupuestal.

Luego de cuatro años de funcionamiento del programa, en definitiva, el principal instrumento subastado ha sido el bono a tasa fija en soles. De los S/. 8.062,9 millones colocados en el marco del Programa de Creadores de Mercado, S/. 6.738,8 millones correspondieron a los bonos a tasa fija en nuevos soles. Es decir, del total subastado en los últimos cuatro años, el 84% correspondió a este tipo de bonos.

4.2.2. Bonos soberanos indexados a la inflación

La estrategia señaló que estos bonos serían colocados a un plazo mínimo de siete años. Por tener plazos más largos, su colocación permitiría reducir el riesgo de refinanciamiento. No obstante, la estrategia recomendó que sean emitidos solo con la finalidad de realizar operaciones de manejo de deuda —por ejemplo, sustitución de deuda externa por interna— y otras orientadas a mejorar la trayectoria de la carga de la deuda pública. Se mencionó, además, que su emisión debería tener una frecuencia semestral, debido a que este tipo de títulos podría inducir a que se indexen otros contratos en la economía.

Del total de S/. 8.062,9 millones colocados en bonos bajo el programa entre marzo de 2003 y marzo de 2007, S/. 1.324,1 millones correspondieron a bonos indexados a la inflación (bonos VAC). Sin embargo, contrariamente a lo estipulado en la estrategia, si bien la colocación de estos bonos fue con periodicidad semestral en el año 2003 —se colocaron en junio y diciembre de dicho año—, de 2004 en adelante se colocaron en distintos meses del año, debido a que en coyunturas donde el mercado no registró demanda debido a riesgos económicos o políticos, este tipo de bonos fue bastante

demandado. Por tanto, a partir de 2004 se subastaron con una frecuencia mayor a la semestral, pero cuidando siempre que no se conviertan en la principal fuente de financiamiento en el mercado doméstico.

Una ventaja adicional de haber colocado bonos VAC es que ayudaron a mejorar la profundidad del mercado de bonos soberanos. Como se sabe, las compañías de seguros ajustan por regulación los pasivos de su balance a la inflación. Así, con el fin de procurar el calce entre activos y pasivos, buscan invertir en títulos de largo plazo ajustados a la inflación. Por tanto, cuando el MEF inició una colocación más activa de estos bonos, las compañías de seguros incrementaron su nivel de tenencia de bonos soberanos. Es importante mencionar que estos títulos no registran mucha liquidez secundaria. Sin embargo, conforme se vaya acercando la fecha de su vencimiento —el de menor plazo vence en 2009—, las compañías de seguros no tendrán mayor interés en mantenerlos en posición debido a su horizonte de inversión, por lo que empezarán a vender dichos títulos en el mercado secundario, mejorando así su nivel de liquidez.

4.2.3. Bonos soberanos indexados al tipo de cambio

La estrategia menciona la posibilidad de emitir estos bonos para sustituir deuda externa denominada en diferentes monedas extranjeras por deuda doméstica en soles indexada al tipo de cambio, con el fin de mejorar el perfil de la deuda pública. Las operaciones de sustitución, y otras de manejo de deuda, se podrían realizar a través de los creadores de mercado y cuando el gobierno así lo disponga, sobre la base de estudios técnicos previos. Por tanto, dichas colocaciones no se efectuarían bajo un calendario definido, debido a que tendrían un carácter oportunista que aprovecharía las condiciones del mercado externo para hacer la operación.

Entre 2003 y 2007, el gobierno no requirió la colocación de bonos indexados al tipo de cambio a través del MEF. Sin embargo, en dicho período, cuando el tipo de cambio mostró presiones alcistas, el BCRP, en algunas oportunidades, estimó conveniente reducir la volatilidad del mismo a través de la colocación de certificados de depósito reajustables al tipo de cambio.

4.2.4. Letras del tesoro¹⁷

Hasta 2002, la Dirección General del Tesoro Público (DGT) seguía una política de sobregiros automáticos con el Banco de la Nación (BN) para el financiamiento de sus operaciones corrientes. Esta situación generó a las cuentas fiscales dos problemas

¹⁷ El anexo 3.2. contiene el reglamento de la emisión de letras del tesoro.

principales. En primer lugar, representó un alto costo financiero para la DGTP, la cual tenía que pagar al BN una tasa aproximada de 14% efectiva anual por los saldos deudores de la posición neta —sobregiros—. En segundo lugar, la dependencia de los sobregiros como única fuente de financiamiento de corto plazo diluyó los incentivos de la DGTP para innovar alternativas para su manejo diario de caja y mejorar sus proyecciones de liquidez.

Así, en la estrategia se planteó la opción de que la DGTP pueda emitir letras del tesoro público (LTP) a fin de financiar sus brechas a corto plazo o administrar la estacionalidad de la caja fiscal. La presencia del gobierno en los mercados de corto, medio y largo plazo daría lugar a una curva de rendimiento consistente entre sus tramos, que se expresaría en tasas de interés referenciales distintas por las diferentes percepciones de riesgo con respecto a los plazos, y una única percepción del riesgo respecto al emisor.

Se mencionó que la participación del gobierno en el mercado de dinero de corto plazo contribuiría a la disminución de la volatilidad de la tasa interbancaria actual, debida en parte a los altos montos estacionales requeridos por el BN para el financiamiento del tesoro público.

La emisión de LTP requiere ser comunicada oportunamente al BCRP para fines de regulación de la liquidez del sistema financiero. Los plazos de las LTP deben estar en función de la estacionalidad de las finanzas públicas, evitando en lo posible la superposición de plazos con las emisiones de certificados del BCRP, el cual continuaría implementado la política monetaria usando instrumentos del tesoro en soles y sus propios certificados. También en este caso se debe establecer una periodicidad definida o calendario de colocaciones, con lo cual se lograría implícitamente dar al mercado una referencia de precio en el tramo corto de la curva.

En el marco de lo establecido por la estrategia, en abril de 2003 se dio inicio a las colocaciones de LTP. Solo se han realizado once subastas de LTP, todas ellas en 2003, debido a que el significativo crecimiento que registró la recaudación ha permitido que no se generen saldos negativos en la administración de la Tesorería del Estado desde 2004.

Las emisiones de LTP realizadas en 2003 se pueden catalogar como exitosas por varios motivos:

- En las once colocaciones, la demanda superó largamente a la oferta. En total se ofertó S/. 1.220 millones, a plazos entre los 18 y 182 días, registrándose una demanda total de S/. 2.576,6 millones. Así, la demanda representó 2,11 veces la oferta.
- Se ofrecieron nuevos títulos en el mercado doméstico de capitales, lo que permitió diversificar la oferta.
- Se generó un importante ahorro para el gobierno, pues de financiar los sobregiros registrados en 2003 a través del BN, el costo total habría ascendido a S/. 31,4

Cuadro 3.6.
Subastas de letras del Tesoro Público

Fecha	Plazo (días)	Monto ofertado (S/. MM)	Monto demandado (S/. MM)	Monto total colocado (S/. MM)	Tasa de colocación
29-Abr.-03	182	150	325	150	4,61%
26-Jun.-03	61	100	219	100	3,72%
28-Ago.-03	39	100	163	100	3,02%
12-Sep.-03	52	150	211	150	3,21%
25-Sep.-03	61	140	403,6	140	2,91%
13-Oct.-03	18	75	209,6	75	2,77%
23-Oct.-03	36	75	170	75	2,88%
03-Nov.-03	57	150	281	150	2,89%
25-Nov.-03	36	80	178,1	80	2,54%
19-Dic.-03	69	100	199,5	100	2,56%
30-Dic.-03	87	100	216,9	100	2,54%

Fuente: MEF (elaboración propia)

millones. Con la emisión de LTP, el costo total ascendió a S/. 8,1 millones, lo que implicó un ahorro de S/. 23,3 millones.

- En caso se vuelvan a registrar sobregiros, la DGTP cuenta con la posibilidad de volver a utilizar este mecanismo, que resulta largamente más eficiente que tomar préstamos del BN.

4.3. FASES DE LA ESTRATEGIA DE COLOCACIONES DE BONOS SOBERANOS EN EL MERCADO DOMÉSTICO

La estructura bimonetaria de la economía y la existencia de una deuda predominantemente a tasa variable, en moneda extranjera y concentrada en vencimientos, exigió ordenar los objetivos de la estrategia de forma tal que facilitara el tránsito hacia una economía desdolarizada y una deuda pública en soles sin riesgos de mercado y refinanciamiento. En consecuencia, el principal objetivo fue contribuir a la desdolarización de la economía y generar una curva referencial de rendimiento en soles para el sector privado, a través de emisiones de bonos soberanos en moneda local. De otro lado, las

características de la deuda —alto porcentaje a tasa variable, tasa que por lo general no tiene relación con la economía peruana; y un reducido porcentaje en moneda local— hicieron que la reducción del riesgo de mercado se constituyera en el segundo objetivo importante de la estrategia. La emisión de bonos soberanos en soles y a tasa fija es el principal instrumento para el logro de este objetivo. Otro objetivo de la estrategia fue desarrollar el mercado secundario de la deuda pública aumentando su liquidez y profundidad. Nótese que la deuda de mercado —bonos soberanos, bonos globales y bonos Brady— representaba aproximadamente solo un 19% de la deuda total. Por último, el objetivo de reducción del riesgo de refinanciamiento —y mejoramiento del perfil de la deuda— puede en determinada situación resultar fundamental, como sería el caso de una concentración de vencimientos en ciertos períodos. Para lograr estos objetivos se diseñó una estrategia por etapas que se describe a continuación:

Cuadro 3.7.
Estrategia de colocación de los bonos soberanos por etapas

Tipo	Tasa fija	Indexados VAC
Moneda	Soles	Soles indexados
Cupón %	Fijo por definir en subasta o definido por la DNEP*	
Plazos	Proceso gradual	7, 10 y 15 años
1ª Etapa	1,5; 2; 3 y 5 años letras del tesoro (iguales y menores a un año)	
2ª Etapa	1,5; 2; 3; 5; 7; 10 y 15 años, letras del tesoro (iguales y menores a un año)	
3ª Etapa	<i>Benchmarks</i>	
Pago de cupones	Semestral, base 30/360	
Plazo mínimo	1,5 años	7 años
Emisión		Semestral
1ª Etapa	Mensual	
2ª Etapa	Mensual	
3ª Etapa	Mensual o quincenal	

Fuente: MEF (elaboración propia)

*Si se define el cupón en la subasta, puede aumentar desproporcionadamente el costo de financiamiento. Esto abona a favor de una subasta por precio y no por tasa

Con relación al proceso de implementación de las colocaciones, la estrategia estableció lo siguiente:

4.3.1. Primera etapa

En la primera etapa, se subastarían bonos soberanos en soles a tasa nominal fija a plazos de 1,5; 2 y 3 años, con el fin de reducir el riesgo de mercado y aumentar la liquidez del mercado secundario. También se emitirían bonos soberanos en soles a tasa nominal fija a cinco años para reducir el riesgo de refinanciamiento. Asimismo, se emitirían bonos VAC a un plazo mínimo de siete años con el fin de realizar operaciones de manejo de deuda.

El plazo de vencimiento de los bonos emitidos en cada subasta sería establecido previa reunión con los creadores de mercado. Así, la oferta de títulos reflejaría las preferencias del mercado por título de determinados plazos de vencimiento.

4.3.2. Segunda etapa

Esta etapa empezaría una vez que el Programa de Creadores de Mercado se haya consolidado, reflejándose en sensibles aumentos de la liquidez de los bonos soberanos —número de operaciones, volumen negociado, etcétera— y en la profundidad del mercado secundario —distribución de la deuda entre un número creciente de inversionistas—. El objetivo sería empezar a completar los tramos más largos de la curva de rendimiento; por lo tanto, en acuerdo con los creadores de mercado se incrementará el plazo de los títulos —siete, diez y quince años—, lo que ayudaría a reducir el riesgo de refinanciamiento y mejorar el perfil de deuda pública.

4.3.3. Tercera etapa

El inicio de la tercera etapa se daría una vez que el mercado haya revelado claramente sus preferencias por los títulos más líquidos y distintos plazos, los cuales serían elegidos como *benchmarks*. Esto permitiría aumentar aún más la liquidez de los títulos y reducir el diferencial entre la compra y venta, haciendo más fácil salirse de posiciones no deseadas.

La consolidación de los *benchmarks* en el mercado se daría a través de operaciones de manejo de deuda, recomprando títulos poco líquidos o canjeándolos por bonos *benchmark*. Cabe destacar que la elección de *benchmarks* de distintos plazos, junto con una política adecuada de operaciones de manejo de deuda, permitiría una mejor administración de los vencimientos y de sus servicios.

En esta etapa, como el mercado sería más activo, la frecuencia de las colocaciones podría pasar de una frecuencia mensual a una quincenal, previa evaluación con los creadores de mercado.

4.4. EVALUACIÓN DEL DESEMPEÑO DEL PROGRAMA DE CREADORES DE MERCADO, 2003-2007

Desde que se inició el Programa de Creadores de Mercado, en el marco de lo establecido por la estrategia de desarrollo del mercado de deuda pública, se han obtenido varios logros, en particular en lo referente al mercado secundario, lo que evidenciaría lo apropiado del diseño propuesto del mercado.

Dada la administración responsable de la deuda pública, la gran aceptación de los bonos soberanos por el mercado determinó que las etapas señaladas se cumplieran antes de lo previsto. La *primera etapa* —que culminaría con la colocación de bonos a tasa fija de hasta cinco años de plazo al vencimiento y bonos a tasa VAC de hasta siete años— se alcanzó en julio de 2003, es decir, a solo cuatro meses de iniciado el programa. En junio de 2003, se subastaron los bonos ajustados a la inflación 10JUN2010, a siete años de plazo al vencimiento. En julio de 2003, se subastaron los bonos a tasa fija 09JUL2008, de cinco años de plazo al vencimiento. Así, si bien la estrategia tenía previsto concretar la primera etapa para el tercer trimestre de 2004, la gran aceptación de bonos soberanos facilitó su implementación.

Cuadro 3.8.
Resultados de subastas marzo-julio de 2003

Colocación	Fecha de subasta	Bonos	Tipo	Plazo (años)	Monto subastado (\$/. MM)	Monto demandado (\$/. MM)	Monto colocado (\$/. MM)	Precio (%)	Tasa (%)
Primera	27-Mar-03	21JUN2004	Reapertura	1,2	100	356,5	150	108,08	5,89
Segunda	07-Abr-03	08OCT2004	Nueva	1,5	100	277	150	100,00	5,8975
Tercera	12-May-03	08OCT2004	Reapertura	1,4	50	185	75	100,24	5,7
	13-May-03	18ENE2005	Reapertura	1,7	100	256,2	150	102,88	6,09
Cuarta	09-Jun-03	10JUN2010	Nueva	7,0	50	192	75	100,00	VAC + 6,70
	10-Jun-03	11JUN2005	Nueva	2,0	100	316	150	100,00	5,89
Quinta	07-Jul-03	11JUN2005	Reapertura	2,0	100	247	147	102,15	4,69
	08-Jul-03	09JUL2008	Nueva	5,0	50	123	75	100,00	9,47

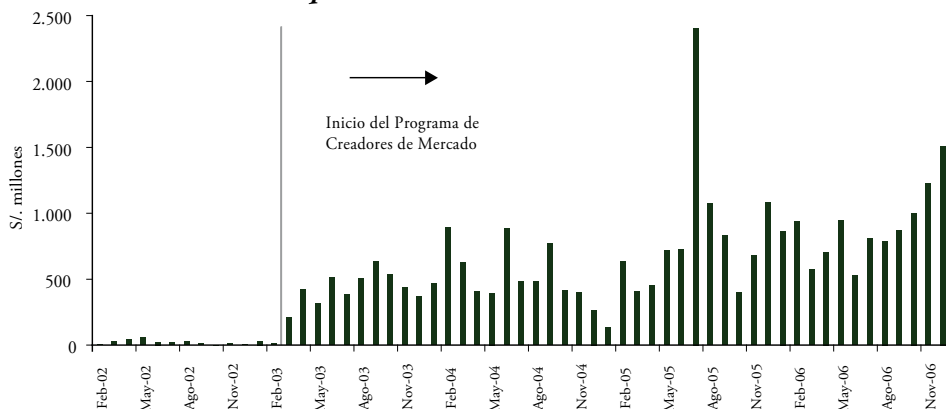
Fuente: MEF (elaboración propia)

La *segunda etapa* suponía, en primer lugar, el mejoramiento de los niveles de liquidez y profundidad del mercado secundario de deuda pública, y en segundo lugar, la extensión de la curva de rendimientos a plazos de siete, diez y hasta quince años.

Con relación a los niveles de liquidez del mercado de deuda pública, el gráfico 3.6. muestra los montos mensuales negociados de bonos soberanos en los mecanismos centralizados aprobados por el MEF. Como se puede apreciar, luego del inicio del programa, se ha registrado un importante incremento de la negociación secundaria. El punto más alto se registra en julio de 2005, lo cual se explica por la operación de prepago con el Club de París, la misma que supuso una significativa colocación de bonos.

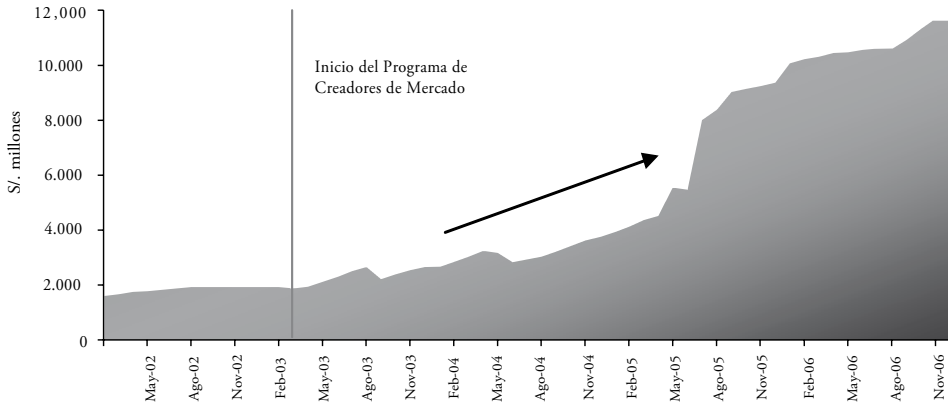
El incremento del saldo de bonos soberanos ha favorecido la liquidez secundaria de los mismos, si se considera que al inicio del PCM el saldo ascendía a S/. 1.933,2 millones, mientras que al cierre de diciembre de 2006 este se ubicó en niveles de S/. 11.717 millones (ver gráfico 3.7.). Es claro que la administración responsable del programa ha generado la confianza de los inversionistas locales y extranjeros, ya que lo que se propuso en la estrategia respecto al mercado doméstico no fue el considerar este como una nueva fuente de financiamiento, sino como una alternativa a través de la cual se puede sustituir financiamiento externo por local, mejorando el calce de monedas de la deuda, y reduciendo así sus riesgos. Esta correcta administración permitió incrementar el saldo de bonos soberanos, y con ellos, su liquidez secundaria.

Gráfico 3.6.
Liquidez en el mercado secundario



Fuente: MEF (elaboración propia)

Gráfico 3.7.
Saldo de bonos soberanos



Fuente: MEF (elaboración propia)

Un aspecto fundamental a tener en cuenta en lo referente al incremento de la liquidez de los bonos soberanos es la obligación de los CM y los ACM de cotizar de manera permanente y simultánea precios de compra y venta para un conjunto de bonos. La obligación de colocar precios de referencia obliga a los participantes a valorizar los instrumentos de deuda de manera permanente, lo que ha permitido la formación de la curva de rendimientos libre de riesgos, que sirve como referencia para las emisiones privadas, y además facilita la liquidez secundaria de los bonos soberanos.

Respecto a la profundidad del mercado, esta se asocia a una tenencia no concentrada de los títulos de deuda. La lógica es que si un tenedor concentra la tenencia de los bonos y quiere vender su posición, la oferta de títulos implicará una caída en su precio. Sin embargo, con una tenencia atomizada de los bonos, la venta por parte de un tenedor no debería afectar los precios. La activa negociación de los títulos en el mercado secundario facilita la profundidad de la tenencia de bonos.

Como se puede apreciar en el subcapítulo 2 del presente capítulo, al inicio del programa la tenencia de los bonos soberanos se encontraba concentrada en dos tipos de tenedores: 42% del saldo emitido estaba en poder de los bancos, y 37% en las AFP. Las compañías de seguros, fondos públicos y privados, y personas naturales, no alcanzaban individualmente a concentrar más del 10% del total emitido. Así, se puede afirmar que a inicios del programa, el mercado de bonos soberanos era poco profundo.

Existen tres tenedores importantes por analizar: las AFP, los inversionistas extranjeros y los bancos. Entre marzo de 2003 y marzo de 2007, se observa que las AFP han mantenido una importante participación en la tenencia de bonos soberanos, al punto

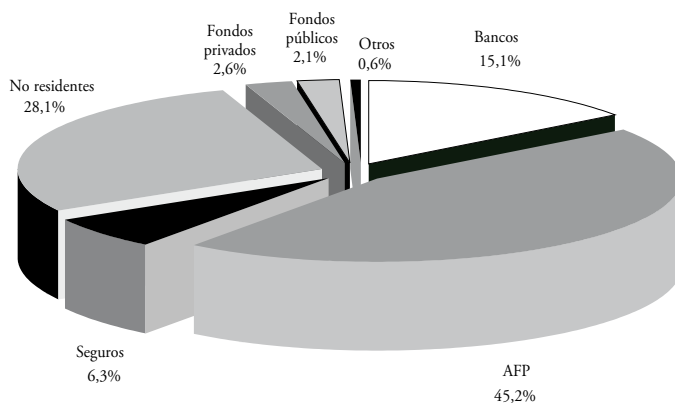
de que son los principales tenedores de los mismos —en marzo de 2007 concentraron el 46% del total del saldo emitido—.

Los inversionistas extranjeros, por su parte, recién ingresaron a invertir en bonos soberanos a partir de enero de 2005, lo que permitió mejorar la profundidad del mercado, ya que apareció un nuevo grupo de tenedores. Se debe remarcar que son inversionistas foráneos invirtiendo en soles, lo que manifiesta las expectativas positivas que existen en torno a la administración de la deuda pública y a los fundamentos económicos del país.

Finalmente, respecto de los bancos, su participación porcentual dentro del total de la tenencia de bonos soberanos se ha reducido con respecto a la que registraron al inicio del programa, al pasar de 42% en marzo de 2003 a 15% en marzo de 2007. Esto se explica por la labor de distribución de los bonos soberanos que los bancos CM han realizado en el mercado secundario, pues al ser las únicas entidades que han tenido derecho a participar en las subastas primarias, de no haber distribuido los papeles, su posición en los mismos se habría incrementado de manera directa en función de las colocaciones del gobierno.

Así, en un contexto de un incremento significativo de la liquidez del mercado secundario, el MEF-DNEP pudo ir extendiendo el plazo de la curva de rendimientos. En agosto de 2004, con la subasta de los bonos 10AGO2011, se colocó una referencia de siete años a tasa fija. En octubre de ese mismo año se colocó una referencia de bonos a tasa VAC de veinte años de plazo, lo que permitió extender también la curva de tasas reales. Finalmente, en julio de 2005, en el marco de la operación de prepago al Club de París, se colocaron bonos a tasa fija con plazo al vencimiento a doce y quince años.

Gráfico 3.8.
Tenencia de bonos soberanos a marzo de 2007



Fuente: MEF (elaboración propia)

Posteriormente, en 2006 se extendería la curva de rendimientos de bonos soberanos hasta los veinte años. En este sentido, dado que los niveles de liquidez se incrementaron, que los inversionistas foráneos empezaron a invertir en bonos soberanos a partir de enero de 2005 —lo que mejoró la profundidad del mercado— y que en dicho año la curva de rendimientos se extendió hasta el plazo de quince años, se puede afirmar que la *segunda etapa* se alcanzó en julio de 2005, es decir, dos años después de haber concluido la primera.

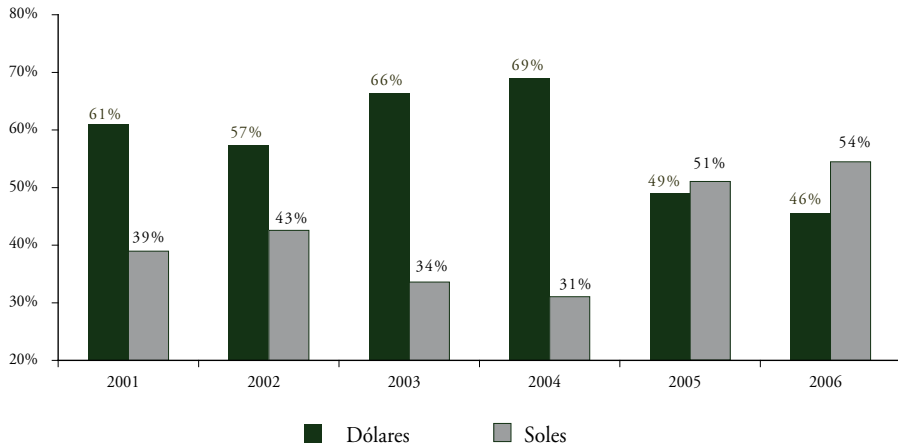
Luego de haber culminado la segunda etapa, se dio inicio a la *tercera etapa*, a través de la cual se identifican ciertos bonos de referencia en el mercado a los cuales se les debe dar mayor liquidez. Los *benchmarks* actuales son los bonos 10AGO2011, 05MAY2015, 12AGO2017, 12AGO2020 y 12AGO2026. Es decir, el mercado ha revelado su preferencia por bonos a plazos de cinco, diez, doce, quince y veinte años a tasa fija. Cabe señalar que entre los meses de mayo y junio de 2006 se realizó un intercambio de bonos soberanos de baja liquidez por la reapertura de los bonos identificados como *benchmarks*, en el marco de lo estipulado por la estrategia de administración de pasivos de la deuda pública. Por tanto, en la actualidad, se puede afirmar que el programa se encuentra en la *tercera etapa*.

Finalmente, un aspecto fundamental a tener en cuenta es si ha habido algún impacto sobre las emisiones de los privados. De haberlo, se podría afirmar que el desarrollo del mercado de deuda pública ha estimulado el desarrollo del mercado doméstico de capitales.

Con respecto al descalce de monedas, como se sabe, los emisores privados, ante la ausencia de tasas de referencia en soles, emitían en dólares americanos, lo que les generaba un descalce entre sus activos y pasivos. En el año 2002, el 57,44% del total emitido estuvo denominado en dólares americanos. Es decir, las emisiones se encontraron, principalmente, en moneda extranjera. El restante 42,56% estuvo denominado en soles, a plazos menores a los tres años.

En el año 2006, es decir, luego de cuatro años de iniciado el programa, la composición de las emisiones por moneda registró una importante variación: el 54,5% de las emisiones estuvieron denominadas en soles y a plazos de hasta 14,5 años a tasa fija, y el 45,5% restante, en dólares americanos. Así, en el tiempo que lleva operando el programa, los emisores corporativos han empezado a colocar mayor deuda en soles, lo que ha sido posible por el establecimiento de referencias de tasas por parte del gobierno.

Gráfico 3.9.
Composición por moneda de las emisiones privadas



Fuente: MEF (elaboración propia)

El plazo promedio de las colocaciones del gobierno en bonos soberanos a tasa fija, incluyendo aquellas con fines de reperfilamiento, ha venido registrando de manera sostenida un incremento, pasando de 2,31 años en 2002 a 16,33 años en 2005. El plazo promedio de las emisiones privadas en soles y a tasa fija, por su parte, registró un incremento en 2003, una ligera reducción en 2004 asociada a la mayor colocación a plazos cortos en un escenario de tasas al alza, y en 2005, el incremento fue bastante significativo, tendencia que continuó durante 2006.

Cuadro 3.9.
Plazo promedio de las colocaciones primarias

Año	Bonos soberanos (años)	Bonos privados (años)
2002	2,31	1,01
2003	2,71	1,76
2004	5,36	1,71
2005	11,66	4,63
2006	16,33	5,20

Fuente: MEF (elaboración propia)

Anteriormente, en julio de 2003 el gobierno extendió la curva de rendimientos libre de riesgo de dos a cinco años. En ese mismo año, luego de dos meses de la subasta de dichos bonos, Telefónica del Perú subastó, por primera vez, títulos de renta fija en nuevos soles a un plazo de cinco años. El plazo más largo registrado para una colocación en soles de un emisor privado previa a la de Telefónica fue de tres años.

En el año 2004, la curva libre de riesgos en soles se extendió de cinco a siete años. Sin embargo, en ese año, si bien los privados emitieron a plazos de cuatro y cinco años en bonos en soles a tasa fija, no extendieron más el plazo debido a una coyuntura de tasas internacionales y locales al alza.

En 2005, el gobierno extendió el plazo de los bonos soberanos de siete a quince años. En dicho contexto, los emisores privados extendieron el plazo de sus colocaciones en soles de 5 a 10,5 años. Nuevamente fue la empresa Telefónica del Perú la que colocó el plazo más largo el 3 de octubre de 2005, luego de que en julio de ese año el gobierno extendiera el plazo hasta los quince años.

En 2006, la curva de rendimientos de los bonos soberanos a tasa fija se extendió hasta los veinte años. En ese contexto, las empresas privadas incrementaron también el plazo de sus colocaciones en soles a tasa fija al pasar de 10,5 años a 11 (Telefónica del Perú, 17 de mayo de 2006), posteriormente a 12 (Corporación Andina de Fomento-CAF, 25 de mayo de 2006) y finalmente a 14,5 años (Proyecto Olmos, 8 de agosto de 2006).

Por lo tanto, se puede afirmar que los privados no solo han incrementado sus emisiones en soles, lo que les ha permitido reducir el descalce de monedas de su deuda, sino también incrementar el plazo promedio de colocación de la misma, lo que reduce su descalce de plazos. Sin las referencias establecidas por la curva de rendimientos generada por la implementación del Programa de Creadores de Mercado, este logro no habría sido posible.

4.5. BONOS *BENCHMARK* Y PRÉSTAMO TEMPORAL DE BONOS SOBERANOS

La estrategia señaló que el principal beneficio de la emisión de bonos *benchmark* es el aumento de la liquidez de los títulos y la reducción de los costos de la deuda. No obstante, debe tomarse en cuenta que se puede afectar negativamente la estructura de vencimientos, ya que un menor número de plazos resultaría en un calendario de amortizaciones menos uniforme.

En mercados secundarios poco líquidos la posibilidad de emisión de bonos *benchmark* se limita a un número pequeño de plazos. La elección de plazos mayores se debe realizar cuando el mercado secundario de bonos soberanos esté más desarrollado, el

programa sea más creíble y exista suficiente variedad de plazos como para poder elegir *benchmarks*. Los criterios de selección serán la aceptación y liquidez de los títulos y la necesidad de plazos largos para completar los últimos tramos de la curva de rendimiento. Una vez elegidos los *benchmarks* se procederá a reemplazar los títulos no referenciales mediante operaciones de manejo de deuda.

En la actualidad, los bonos considerados como *benchmarks* por el mercado son cinco series. Si se compara este número con el de otros países, en definitiva resulta una cantidad bastante reducida. Pero conforme el desarrollo del mercado de deuda pública continúe, en términos de liquidez y profundidad, se podrá incrementar el número de bonos soberanos de referencia.

Por otro lado, una práctica común de los inversionistas es el irse cortos. En forma resumida, irse cortos significa vender un título que el vendedor no posee, con la esperanza de que su precio decline, de tal forma que el vendedor pueda comprarlo luego a un precio menor, cubriendo de esta manera su posición corta —*short position*—. Esto se hace cuando se espera que el mercado vaya hacia la baja. La estrategia mencionó que para hacer viable esta práctica y, con ello, aumentar la liquidez de los bonos soberanos, el MEF deberá promover la institucionalización y el desarrollo de este mercado temporal de préstamo de bonos soberanos a tasa fija y en soles. Las operaciones de préstamos de bonos soberanos serían por un día y renovables cada día; además serían colateralizados con otros títulos o en dinero. En el mecanismo que se implemente participarán de forma exclusiva los CM.

Desde 2003 hasta la fecha, el MEF-DNEP ha realizado las coordinaciones entre las distintas instituciones participantes en el mecanismo propuesto: CM, ACM, CAVALI, SBS, BCRP, entre otros. Sin embargo, hasta la fecha, algunos aspectos regulatorios de los principales inversionistas institucionales han dificultado que este mecanismo empiece a operar.

4.6. OPERACIONES DE ADMINISTRACIÓN DE DEUDA PÚBLICA

Las operaciones de manejo de deuda se definen como aquellas que sin incrementar el endeudamiento neto del gobierno contribuyen a mejorar las condiciones del perfil de la deuda total —en términos de costos, riesgos, duración, vencimiento, etcétera— y, específicamente en el mercado interno, permiten aumentar la liquidez de los bonos soberanos.

La estrategia plantea que las operaciones de manejo de deuda serán, entre otras, las operaciones de refinanciación, reprogramación, canjes de deuda, sustitución de deuda externa por interna y cobertura de riesgo.

4.6.1. Operaciones de refinanciación (prepagos o renegociación)

La estrategia consideró principalmente tres foros con los cuales sería posible realizar este tipo de operaciones: organismos multilaterales, proveedores y bonos. Con respecto a los organismos multilaterales, de acuerdo a las condiciones de los contratos de préstamo suscritos con estas instituciones, se consideró factible prepagar deuda. En ese sentido, se podían plantear dos opciones de posibles prepagos realizables con recursos provenientes del mercado: una eran los préstamos caros del Banco Mundial, CAF y BID que se encontrasen en proceso de amortización y cuya cancelación total ocurriese durante los próximos siete años; la otra opción eran todos los préstamos de canasta de monedas del Banco Mundial.

En relación con la posibilidad de refinanciación con los proveedores, JAPECO constituía alrededor del 90% del total de esta denominación (US\$ 856 millones), de los cuales aproximadamente US\$ 693 millones se encontraban pactados a tasas de 5,5%, considerada alta para las condiciones en el mercado para préstamos denominados en esta moneda. Por esta razón, y dado que el contrato suscrito con JAPECO contemplaba la posibilidad de realizar prepagos, se consideró factible utilizar esta vía para cancelar parcial o totalmente esta deuda. Esto se podría realizar a través de una emisión de bonos en yenes y/o un préstamo del gobierno japonés.

Por último, el 57% de los bonos externos se encontraba, al momento de diseñar la estrategia, constituido por bonos Brady, por lo cual una parte podría ser sujeta a un nuevo canje como el que se realizó en febrero de 2002, debiendo evaluarse la oportunidad de su lanzamiento en el transcurso del año, en función del contexto vigente.

En diciembre de 2005 se llevó a cabo la operación de prepagos con JAPECO. Se anunció un prepagos de hasta JPY 100.418 millones, a ser cancelados con emisión de deuda en soles. La serie en soles utilizada para la realización de esta operación fue la 12AGO2020, a tasa fija, con un cupón de 7,84%. Se anunció una subasta por la suma de hasta S/. 930 millones. Sin embargo, finalmente se colocaron S/. 811 millones.

Se realizó además una emisión en el mercado internacional para poder efectuar el prepagos. Para ello, se reabrió la serie de bonos globales con vencimiento el 21 de julio de 2025, que registra un cupón de 7,35%, siendo colocados US\$ 500 millones.

En esta operación, los CM y los ACM fueron designados como únicos participantes de la subasta de bonos soberanos. Es importante destacar este rol de intermediación que vienen cumpliendo los CM y los ACM, dado que reducen el esfuerzo de captación del emisor, en la medida en que son ellos los que se encargan de conseguir las propuestas para las subastas. Es destacable que exista un esfuerzo común de los agentes privados y de los públicos para la correcta administración de la deuda.

Finalmente, hasta la fecha no se ha llevado a cabo ninguna operación de prepago para sacar del mercado los bonos Brady.

4.6.2. Reprogramación de deudas

La estrategia señaló que estos acuerdos implican la modificación de los cronogramas de pagos establecidos y están sujetos a la voluntad del prestamista y del prestatario. Por la magnitud de los adeudos que se mantienen, un acuerdo de este tipo tendría que propiciarse con los organismos multilaterales y con el Club de París, en tanto son las fuentes cuyos pagos presionan de manera gravitante en el servicio que deberá atenderse durante los próximos años. Hay que mencionar, sin embargo, que dada la política de los organismos multilaterales, no es posible reprogramar estas obligaciones. En el caso del Club de París, el acta de acuerdo sobre la consolidación de la deuda peruana de 1996, en su cláusula quinta, hace improbable esta opción debido a que estipula que dicho acuerdo constituye una reprogramación y que, por lo tanto, evita la necesidad de una posterior reprogramación.

Desde la implementación del Programa de Creadores de Mercado hasta la fecha, se ha realizado una operación de prepago al Club de París, en el mes de julio de 2005. En aquella oportunidad, de acuerdo a lo pactado entre el Perú y sus principales acreedores del Club de París, se prepagó un total de US\$ 1.555 millones correspondientes a los vencimientos del principal de deuda comercial comprendidos en el período de agosto de 2005 a diciembre de 2009. Los US\$ 1.555 millones requeridos para efectuar el prepago fueron financiados mediante cuatro emisiones: tres en el mercado doméstico en nuevos soles y una en el mercado internacional en dólares americanos.

Cuadro 3.10.
Países del Club de París que participaron en el prepago

Colocación	Fecha de subasta	Bonos	Tipo	Plazo (años)	Monto subastado (\$/. MM)	Monto demandado (\$/. MM)	Monto colocado (\$/. MM)	Precio (%)	Tasa (%)
Primera	27-Mar-03	21JUN2004	Reapertura	1,2	100	356,5	150	108,08	5,89
Segunda	07-Abr-03	08OCT2004	Nueva	1,5	100	277	150	100,00	5,8975
Tercera	12-May-03	08OCT2004	Reapertura	1,4	50	185	75	100,24	5,7
	13-May-03	18ENE2005	Reapertura	1,7	100	256,2	150	102,88	6,09
Cuarta	09-Jun-03	10JUN2010	Nueva	7,0	50	192	75	100,00	VAC + 6,70
	10-Jun-03	11JUN2005	Nueva	2,0	100	316	150	100,00	5,89
Quinta	07-Jul-03	11JUN2005	Reapertura	2,0	100	247	147	102,15	4,69
	08-Jul-03	09JUL2008	Nueva	5,0	50	123	75	100,00	9,47

Fuente: MEF (elaboración propia)

En todas las subastas se registró un elevado nivel de demanda, y las tasas de colocación para las emisiones de bonos soberanos se encontraron alrededor de ochenta puntos básicos por debajo de lo que esperaba el mercado. Por tanto, fue una operación exitosa dado el bajo costo del financiamiento, la reducción de las presiones de corto plazo sobre el perfil de la deuda, y la reducción del riesgo cambiario. Los CM y los ACM nuevamente tuvieron una participación activa, al ser las únicas entidades autorizadas para realizar ofertas en las subastas. Cabe señalar que el gobierno realizó una segunda operación de prepago con el Club de París, a mediados de 2007.

4.6.3. Canjes de deuda

Sobre este mecanismo, la estrategia menciona que está contemplado explícitamente en los acuerdos celebrados con el Club de París. En función de la minuta de 1996, es posible canjear el 100% de la deuda concesional, así como el 20% o DEG 30MM de la deuda comercial que se mantuviera al 30 de setiembre de 1991, cualquiera que fuese el monto mayor.

Los canjes de deuda permiten disminuir el saldo adeudado, mejoran el ratio deuda/PBI y hacen factible que recursos que debían orientarse al pago de deuda permanezcan en el país y satisfagan necesidades prioritarias de la población, fundamentalmente de carácter social. Las deudas pueden ser canjeadas por donación y/o inversión.

En el caso de canjes por donación, la estrategia se orientaría a reiniciar las conversaciones con los países del Club de París que cuenten con adeudos de carácter concesional e invitarlos a participar activamente.

Desde que fuera implementada la estrategia de administración de la deuda pública hasta marzo de 2007, no se realizó ninguna operación de canjes de deuda de este tipo.

4.6.4. Sustitución de deuda externa por deuda interna

En el documento de la estrategia se planteó la necesidad de sustituir deuda externa por interna, para reforzar el desarrollo del mercado doméstico de deuda pública que se inició con las emisiones de bonos soberanos bajo el PCM. Se identificaron dos tipos de operaciones:

a) Operaciones de cobertura de riesgos

Se mencionó que dentro de una perspectiva de administración proactiva de deuda, es posible realizar operaciones de cobertura de riesgo a fin de reducir el impacto de las fluctuaciones en aquellas variables vinculadas al endeudamiento público tales como

los tipos de cambio y las tasas de interés. Con este fin, sería importante delimitar los niveles máximos tolerables que se esté dispuesto a sacrificar en ambos casos, buscando la combinación óptima que permita minimizar costos asumiendo niveles de riesgo razonables. En este sentido, es necesaria una definición institucional de aversión al riesgo y la decisión de utilizar los instrumentos que el mercado ofrece para cubrirse del mismo. En cuanto al marco legal aplicable, se deberá concretar a la brevedad posible la suscripción de los contratos ISDA (International Swaps and Derivatives Association) con los principales bancos de inversión y revisar la normatividad vigente a fin de garantizar que no se presenten problemas de tipo contable para el registro de estas operaciones.

Hay que señalar que hasta la fecha no se han realizado operaciones de cobertura de riesgos de este tipo.

b) Operaciones de manejo de deuda realizadas con bonos soberanos

En lo que toca a las operaciones de manejo de deuda realizadas con bonos soberanos, la estrategia propone que estas sean destinadas a aumentar la liquidez y el perfil de vencimientos de la deuda de los bonos soberanos, a través del canje de títulos con poca liquidez o prontos a vencer por bonos *benchmark* de más largo plazo o bonos *vac*. De otro lado, a través del Programa de Creadores de Mercado se podría poner en marcha la sustitución gradual de deuda externa o interna en dólares por bonos soberanos en soles a tasas fijas o bonos indexados a la inflación —en este último caso los plazos deberán ser mayores—. Asimismo, se canjearían los bonos creados para fines específicos, como los de apoyo al sistema financiero, por bonos *benchmark*, con lo cual se estaría aumentando la liquidez de los bonos en circulación.

Por otra parte, la deuda externa —más de los tres cuartos de la deuda total— está, en su totalidad, denominada en moneda extranjera. Esto la hace muy vulnerable a cambios en los precios relativos de las monedas. Adicionalmente, más de la mitad de la deuda externa está contratada a tasas variables lo que la hace vulnerable a cambios en las tasas de interés internacionales. Como se comprenderá, estas características de la deuda hacen difícil asegurar la sostenibilidad de la política fiscal. Por esta razón, una gestión responsable de las finanzas públicas supone la sustitución gradual de la deuda externa por deuda interna.

Se estableció también que para mejorar el perfil de vencimientos y reducir el riesgo cambiario y de tasa de interés de la deuda pública se deberían emprender operaciones de manejo de deuda específicas a estos fines. En primer lugar, para reducir la concentración de vencimientos se retirará deuda por vencer a través de recompras o de canjes por bonos soberanos de mediano y largo plazo. En segundo lugar, con el fin de reducir la vulnerabilidad a variaciones en las tasas de interés internacional y al tipo de cambio,

los bonos soberanos con los cuales se hará el reemplazo de la deuda por vencer serán en moneda nacional y a tasa de interés fija, o bonos indexados a la inflación.

Así definidos los criterios, el gobierno, en agosto de 2004, realizó el primer intercambio de deuda en el mercado doméstico con fines de reperfilamiento, para lo cual se debió diseñar todo el proceso de este tipo de operaciones. Desde esa fecha, se han realizado en cuatro oportunidades más operaciones de canje de deuda, todas ellas de carácter potestativo —opcional— para los tenedores de los bonos a ser retirados. En ellas se entregaron, a cambio de dichos bonos, nuevos títulos en soles a tasa fija y a tasa ajustada a la inflación, que permitieron establecer referencias líquidas para plazos largos.

En el primer intercambio (agosto de 2004), se retiraron S/. 192,3 millones de bonos con vencimiento en octubre de 2004, siendo entregados bonos ajustados a la inflación con vencimiento en agosto de 2011. Es decir, se retiraron bonos de menos de dos meses de plazo al vencimiento por bonos de siete años de plazo, lo que aligeró las presiones de corto plazo sobre la caja, sin alterar el valor presente de la deuda interna e incrementando su vida media de 3,6 años a 4,1 años. El saldo al vencimiento de los bonos 08OCT2004 era de S/. 225 millones, por lo que se retiró el 85% del total de la serie. Los tenedores de los bonos retirados que optaron por no participar en el canje recibieron el principal más intereses en el mes de octubre de ese año, sin que haya existido ningún tipo de penalidad por no participar en el proceso.

En el segundo intercambio (diciembre de 2004), se canjearon S/. 443,5 millones de bonos con vencimiento en enero de 2005, entregándose a cambio bonos con vencimiento en agosto de 2011 —bonos a tasa fija— y en octubre de 2019 —bonos a tasa ajustada a la inflación—. La decisión de cuáles bonos recibir a cambio de la serie 18ENE2005 fue a criterio de los tenedores, pudiendo elegir una composición de ambas series también. El saldo al vencimiento de los bonos retirados ascendía a S/. 464 millones, por lo que se intercambió el 96% del total emitido. Este intercambio fue importante porque permitió incrementar la vida media de la deuda interna de 4,6 años a 5,5 años y, principalmente, porque participaron bancos de inversión del exterior, con lo cual se registraron, por primera vez, tenedores extranjeros de bonos denominados en soles. Además, este intercambio permitió reducir el saldo nominal de la deuda en S/. 47 millones, debido a un diferencial de precios a favor del MEF.

El tercer intercambio, realizado en mayo de 2005, tuvo algunas particularidades que se deben resaltar. En primer lugar, en los dos primeros canjes se retiraron series en soles a tasa fija. En esta oportunidad se retiraron bonos denominados en dólares americanos, y a tasa variable, por bonos en nuevos soles a tasa fija y a tasa ajustada a la inflación. En segundo lugar, no se intercambiaron bonos soberanos, sino bonos de

emisiones específicas, en particular los emitidos bajo el decreto supremo 137-2000-EF y decreto de urgencia 099-2001.

En dicho intercambio se retiraron US\$ 262 millones —el 100% del saldo emitido— de bonos con vencimiento en noviembre de 2005 por bonos soberanos con vencimiento en 2015 —tasa fija— y 2035 —tasa ajustada a la inflación—. Con ello, la vida promedio de la deuda interna registró una significativa variación: pasó de 4,3 años a 5,9 años. Asimismo, retirar bonos en dólares a cambio de bonos en soles implicó una reducción del riesgo cambiario de la deuda pública. Los CM y los ACM fueron las únicas entidades autorizadas para participar en el canje de manera directa.

En el cuarto intercambio, realizado en setiembre de 2005, nuevamente se retiraron bonos específicos (decreto supremo 138-2000-EF) por bonos soberanos ajustados a la inflación (13OCT2024). Los bonos canjeados se encontraban denominados en moneda extranjera y a tasa variable. Del total de US\$ 127 millones posibles a ser intercambiados, se retiraron US\$ 106 millones, lo que significó una participación del 83% de los tenedores. Esta operación permitió al gobierno incrementar la vida media de la deuda doméstica de 5,9 años a 6,7 años, lo que contribuyó a reducir el riesgo de refinanciamiento de la misma. Los CM y los ACM fueron las únicas entidades autorizadas para realizar ofertas en el intercambio, es decir, la demanda se canalizó a través de ellos.

Como se mencionó, estas operaciones de intercambio no se hubieran podido llevar a cabo con un mercado doméstico de deuda pública en soles ilíquido, debido a que hubiera sido muy dificultosa la valorización. Estas operaciones también fueron posibles debido a que la correcta administración de los pasivos del gobierno generó una confianza en los agentes que se tradujo en la gran aceptación que tuvieron los canjes de deuda interna.

ANEXO 3.1.

CARACTERÍSTICAS Y CONDICIONES FINANCIERAS DE LOS BONOS DEL TESORO PÚBLICO

1. Bonos de capitalización BCRP

Por el decreto supremo 066-94-EF, del 4 de junio de 1994, se autorizó al MEF la emisión de bonos de capitalización del BCRP hasta por un monto de S/. 618.000.000, en dos series: A y B. Las colocaciones fueron de S/. 239.000.000 a una tasa TIPMN y S/. 374.796.468 (sin tasa), respectivamente. Cabe destacar que ninguno de estos títulos es negociable.

2. Bonos FONAVI

Mediante el decreto de urgencia 128-96, del 15 de enero de 1997, se autorizó al MEF a cancelar las deudas que tenían diversas entidades con el FONAVI, a través de la emisión de bonos hasta por la suma de S/. 384.000.000. La colocación fue de S/. 383.008.151 a una tasa TIPMN. Estos títulos no son negociables.

3. Bonos de apoyo al sistema financiero

3.1. ADQUISICIÓN DE ACTIVOS

El decreto de urgencia 041-99, del 14 de julio de 1999, autorizó al Banco de la Nación a adquirir activos de empresas del sistema financiero en las que el Estado tenía participación mayoritaria. Se autorizó al MEF a emitir bonos del tesoro público hasta por el equivalente a US\$ 200.000.000, de los cuales se colocaron US\$ 160.546.565 (a tasa TIPMEX+2%) y S/. 48.479.696 (a tasa TIPMN).

3.2. SUSCRIPCIÓN TEMPORAL DE ACCIONES

Se aprobó mediante el decreto supremo 126-98-EF, luego modificado por el decreto de urgencia 034-99, y tuvo como fin apoyar al sistema financiero a través de la creación de un Programa de Consolidación Patrimonial para las empresas que lo conformen. Para la creación del programa fue precisa la conformación de un fondo fiduciario con bonos del tesoro público, para lo cual se emitió un monto de US\$ 52.060.000 a una tasa LIBOR 6m +3% pagaderas semestralmente. El programa se llevaría a cabo mediante la suscripción temporal de acciones de las empresas de operaciones múltiples del

sistema financiero, las mismas que deberán ser colocadas en el mercado o redimidas, revirtiendo los recursos obtenidos al fondo y, de ser el caso, al tesoro público. Son títulos libremente negociables.

3.3. CANJE TEMPORAL DE CARTERA

Se hicieron dos emisiones con el fin de apoyar al sistema financiero, a través de la transferencia de parte del portafolio de las empresas de operaciones múltiples del sistema financiero al MEF, a cambio de bonos del tesoro público. La primera se aprobó mediante el decreto supremo 114-98-EF, y autorizó al MEF a emitir bonos del tesoro público hasta por un monto de US\$ 150.000.000, del cual se colocaron US\$ 136.247.000 a tasa TIMES, siendo estos títulos negociables. La segunda emisión se aprobó por el decreto supremo 099-99-EF (19 de junio de 1999), y autorizó al MEF a emitir bonos hasta por un monto de US\$ 400.000.000, del cual se colocaron US\$ 290.700.000 (sin interés). Estos títulos no son negociables.

3.4. PROGRAMAS RFA Y FOPE

Se autorizó mediante el decreto de urgencia 059-2000 (16 de agosto de 2000) la emisión de bonos del tesoro público hasta por un monto de US\$ 500.000.000 en apoyo de los programas de Rescate Financiero Agropecuario (RFA) y de Fortalecimiento Patrimonial de Empresas (FOPE). No obstante, para el programa RFA se colocaron US\$ 33.344.000 a quince años y a una tasa de 8% nominal anual, mientras que para el FOPE se colocaron US\$ 1.454.000 a quince años y con una tasa nominal de 8% anual. Cabe resaltar que estos títulos son libremente negociables.

3.5. CONSOLIDACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO

La consolidación del sistema financiero se llevó a cabo mediante la emisión de los siguientes bonos:

- Bonos D.U. 108-2000 (28/11/2000). Con el artículo 2 se creó el Programa de Consolidación del Sistema Financiero, destinado a facilitar la reorganización societaria de empresas de operaciones múltiples, y mediante el decreto supremo 137-2000-EF se aprobaron las características de los bonos emitidos. Se autorizó al MEF a emitir bonos del tesoro público hasta por el monto de US\$ 200.000.000 para la aplicación del programa. No obstante, se colocaron US\$ 107.956.000 a una tasa LIBOR 6m+2%.

- Bonos líneas de crédito del Fondo de Seguro de Depósitos (FSD) D.S. 138-2000 (4/12/2000). Se autorizó la emisión de bonos del tesoro público destinados a otorgar al FSD una línea de crédito, a la que se refiere el artículo 4 del decreto de urgencia 108-2000, de hasta US\$ 200.000.000. La colocación fue de US\$ 129.751.000 a la tasa LIBOR 6m+2%.
- Bonos D.U. 099-2001 (28/07/2001). Se modificaron las características de la parte no utilizada de los bonos del tesoro público que fueron autorizados por el decreto de urgencia 034-99 y decreto supremo 099-99-EF. Los bonos soberanos serán empleados exclusivamente para concluir la implementación del Programa de Consolidación del Sistema Financiero, aprobado por el decreto de urgencia 108-2000. Los bonos colocados fueron de US\$ 153.799.000 (sin tasa).

Las tres emisiones antes mencionadas son libremente negociables.

4. Bonos de canje de deuda pública

Se autorizó por el decreto de urgencia 068-1999 la emisión de bonos del tesoro público hasta por el monto de US\$ 259.000.000 con el fin de ser entregados al Banco de la Nación como contraprestación por la cancelación de sus inversiones en deuda pública externa. Se colocó la totalidad del monto permitido a una tasa LIBOR 6m+3% nominal anual para la cancelación de inversiones en deuda pública externa. Estos títulos son libremente negociables.

5. Bonos de la Caja de Pensiones Militar y Policial

Mediante el decreto de urgencia 030-2001, modificado por el decreto de urgencia 038-2001, se autorizó la emisión de bonos del tesoro público con el fin de entregarlos a la Caja de Pensiones Militar y Policial para cancelar las deudas que el Estado, a través de los ministerios de Defensa y del Interior, mantiene con esta institución. La emisión fue de US\$ 33.756.000 a una tasa LIBOR 6m+2%. Son títulos libremente negociables.

6. Bonos soberanos

6.1. CARACTERÍSTICAS GENERALES

Los bonos soberanos son títulos de deuda pública interna de la República del Perú representados por el MEF. En marzo de 2001, con el decreto de urgencia 015-2001 se autorizó el primer programa de emisión de bonos soberanos, como parte de una estrategia de largo plazo para desarrollar efectivamente al mercado de capitales y

administrar más eficientemente la deuda pública. Desde entonces se han realizado tres programas de bonos soberanos.

Los bonos soberanos emitidos han sido principalmente a tasa de interés fija y en moneda nacional, a plazos de 1; 1,5; 2 y 3 años. Solo en agosto de 2002 se emitieron bonos VAC a siete años por un monto de S/. 49,2 millones.

Son emitidos por la República del Perú. Inicialmente se designaron dos bancos locales como agentes colocadores (primero el BBVA y luego el Wiese Sudameris). Actualmente, la emisión es realizada por la Dirección General de Crédito Público (DGCP).

6.2. CONDICIONES FINANCIERAS

- Los bonos han sido nominativos, indivisibles y libremente negociables, y han estado representados por anotaciones en cuenta en el registro contable que mantiene CAVALI y registrados en la Bolsa de Valores de Lima.
- Subasta: han sido colocados vía subasta pública de tipo holandesa, a través de la Bolsa de Valores de Lima.
- Su colocación ha sido a través de tramos, en los cuales se volvía a emitir un mismo bono con el fin de incrementar su saldo y aumentar su negociación secundaria.
- Redención del principal: los bonos se han amortizado solo en la fecha de vencimiento.
- Pago de impuesto a la renta: según el Texto Único Ordenado de la ley de impuesto a la renta, aprobado por el decreto supremo 054-99-EF, del 14 de abril de 1999, y su modificatoria ley 27804, publicada el 2 de agosto de 2002:

«Artículo 19.— Se establece que están exonerados de impuesto a la renta hasta el 31 de diciembre del año 2006:

[...]

h) Los intereses y demás ganancias provenientes de créditos concedidos al Sector Público Nacional, salvo los originados por los depósitos de encaje que realicen las instituciones de crédito [...].»

ANEXO 3.2.

EMISIÓN DE LETRAS DEL TESORO

1. Introducción

En el anexo 1 de la «Estrategia de colocaciones y de operaciones de manejo de deuda pública» (MEF 2003), se presentó un análisis detallado de la política de sobregiros del tesoro público, así como las razones de la necesidad de emitir letras del tesoro y los requerimientos de financiamiento mensual de la caja del tesoro. Dicha política se aplicaba como resultado de las transacciones diarias de las operaciones correspondientes a la caja fiscal, obteniéndose al final del día el saldo de la posición neta de las cuentas del tesoro público. Esta posición neta se obtiene después de descontar los saldos de la cuenta principal del tesoro público en el Banco de la Nación con los saldos de las otras cuentas del tesoro público en dicho banco. De acuerdo con esto y, en caso de presentar una posición neta deudora, se computan los intereses correspondientes a las posiciones diarias de dicho sobregiro, los que, luego de finalizado el mes, son cargados a la cuenta principal del tesoro público el último día útil del mes.

Esta situación generó a las cuentas fiscales dos problemas principales. En primer lugar, representó un alto costo financiero para la DGTP, la cual pagaba al Banco de la Nación una tasa aproximada de 14% efectiva anual por los saldos deudores de la posición neta —sobregiros—. En segundo lugar, la dependencia de los sobregiros como única fuente de financiamiento de corto plazo diluyó los incentivos de la DGTP para innovar alternativas para su manejo diario de caja y mejorar sus proyecciones de liquidez.

Por otro lado, es importante señalar que la presencia del gobierno en los mercados de corto, medio y largo plazos daría lugar a una curva de rendimiento consistente entre sus tramos, que se expresaría en tasas de interés referenciales distintas por las diferentes percepciones del riesgo con respecto a los plazos. Pero la percepción del riesgo con respecto al emisor ahora sería única.

Ante esta situación, se propuso la emisión pública de letras del tesoro con plazos de vencimiento menores o iguales a un año como instrumento de gestión financiera de corto plazo del gobierno.

La emisión de las letras del tesoro contribuiría a un manejo más adecuado de la estacionalidad financiera de las finanzas públicas, debiéndose programar su emisión conjuntamente con la estimación y programación de los ingresos y gastos mensuales de la DGTP, de tal forma que permita tener un calendario del monto a emitir para que sea incorporado en el programa monetario del BCRP.

Otra razón para que el gobierno considere su participación en el mercado de dinero de corto plazo es su contribución a la disminución de la volatilidad de la tasa interbancaria por los altos montos estacionales requeridos por el Banco de la Nación para el financiamiento del tesoro público.

Adicionalmente, la participación del gobierno en el mercado de corto plazo evitaría que el sector privado arbitre entre los mercados de corto y largo plazo provocando la generación de una curva de rendimientos empinada. La ausencia del gobierno en el mercado de corto plazo podría dar lugar a que las tasas en los plazos medios y largos sean más altas de lo que serían en caso de que las letras del tesoro sustituyeran a los certificados de depósitos del BCRP.

Por último, estos instrumentos permitirían reducir considerablemente el costo del financiamiento de los déficit de caja.

Las fechas, montos y plazos de las emisiones de letras del tesoro deben ser incorporados en un programa anual de colocaciones y que se aprobará y revisará trimestralmente. Este programa será remitido al BCRP para fines de regulación de la liquidez del sistema bancario y para evitar, en lo posible, superposiciones con las emisiones de los CD BCRP. Se emitirán letras del tesoro con plazos menores o iguales a un año.¹⁸

2. Reglamento¹⁹

La colocación y negociación de las LETRAS DEL TESORO PÚBLICO (LTP) se sujeta a las condiciones siguientes:

2.1. CARACTERÍSTICAS DE LAS LETRAS DEL TESORO

- Las LTP son títulos valores emitidos por la República del Perú, representada por el MEF-DGTP, que representan pasivos de este último a favor del adquirente. Están representadas por anotaciones en cuenta y son emitidas a descuento.
- Las LTP serán denominadas exclusivamente en soles.
- Las LTP serán emitidas a plazos menores o iguales a un año.
- La colocación de las LTP se efectúa mediante el mecanismo de subasta.
- El monto a emitir de las LTP lo determina la DGTP. Tienen valores nominales mínimos de S/. 100.000,00 cada una y son emitidas en múltiplos de S/. 100.000,00.

¹⁸ La ley anual de endeudamiento solo considera deuda de plazos mayores a un año, por lo que las letras del tesoro no estarían contenidas en dicha ley. Las letras serán enmarcadas dentro de un decreto de urgencia que las autorizará.

¹⁹ Esta es una glosa del reglamento publicado en Ministerio de Economía y Finanzas 2003, sección 3 del anexo 1, p. 241138.

- El derecho de propiedad de las LTP consta en el registro que, por separado, tiene a su cargo el Banco de la Nación (BN), en forma directa o a través de terceros.
- Las LTP son libremente negociables por sus titulares, debiendo el BN, en su calidad de administrador de tales títulos, ser informado de cualquier transacción, para su correspondiente registro, según el procedimiento descrito en este reglamento. La negociación de los títulos puede realizarse una vez emitidos y hasta un día hábil antes de la fecha de su vencimiento.
- El BN emitirá un reporte sobre el estado de las tenencias de LTP de las entidades participantes, por cuenta propia o de terceros.
- Las LTP podrán ser usadas en las operaciones de compra con compromiso de recompra que efectúe el BCRP, así como para garantía de crédito de regulación monetaria que el BCRP conceda.

2.2. ENTIDADES QUE PARTICIPAN EN LA ADQUISICIÓN DE LAS LETRAS DEL TESORO

En las subastas de colocación primaria de LTP pueden participar las siguientes entidades:

Por cuenta propia o en representación de terceros:

- Empresas bancarias.
- Empresas financieras.
- Sociedades agentes de bolsa.

Las entidades que participen representando a terceros deben suscribir un convenio con el BN, y asumir, entre otras, las obligaciones siguientes:

- Realizar un adecuado registro de los titulares de las LTP.
- Canalizar el pago del valor de las LTP, así como de su redención.
- Comunicar oportunamente al BN las transferencias de valores de sus clientes, el tipo de operación y el detalle de los precios de cada operación.

Solo por cuenta propia:

- Empresas de seguros.
- Administradoras privadas de fondos de pensiones.
- Sociedades administradoras de fondos mutuos de inversión en valores.
- Sociedades administradoras de fondos mutuos de inversión.
- Fondos de seguro de depósitos.
- Cajas municipales de ahorro y crédito.
- Cajas municipales de crédito popular.

2.3. PROCEDIMIENTO DE COLOCACIÓN Y ADJUDICACIÓN

2.3.1. Anuncio de la subasta

El anuncio de la subasta se realiza mediante el servicio de mensajes de Datos Técnicos S.A. (DATATEC), Reuters, Bloomberg, CIMD, facsímil y por otros medios disponibles. El anuncio incluirá el monto de LTP a subastar, el plazo, las fechas de emisión y de vencimiento, el número máximo de propuestas y la hora límite para su recepción. Cualquier información adicional relativa a cada subasta puede ser obtenida por las entidades participantes en el BN-División de Fideicomisos.

2.3.2. Presentación de las propuestas

Las propuestas pueden ser enviadas al BN-División de Fideicomisos, mediante el módulo de subastas electrónicas (MSE) de DATATEC, en sobres cerrados o, en el caso de las cajas municipales de ahorro y crédito y de las cajas municipales de crédito popular, por facsímil con clave de seguridad o en sobres cerrados.

El importe total de las propuestas de una entidad participante no debe exceder el monto de LTP a subastar. Si tal exceso ocurriese, el BN, en su calidad de administrador de la subasta, retirará el excedente, considerando para ello las propuestas de menor precio.

Cada propuesta debe contener, además del monto, el precio de adquisición de las LTP, expresado como porcentaje del valor nominal, con cuatro decimales.

Envío de propuestas mediante el MSE

- La presentación de propuestas mediante el MSE de DATATEC se efectúa de acuerdo con el procedimiento establecido por esa empresa. La entidad participante debe adoptar las medidas de seguridad que permitan un uso adecuado de las claves de acceso al MSE de DATATEC con arreglo a su régimen de poderes, pues queda obligada a comprar las LTP así demandadas.
- Los participantes pueden presentar, modificar o retirar sus propuestas hasta la hora de cierre de recepción de propuestas. Llegada esta, las propuestas que aparezcan vigentes tendrán el carácter de irrevocables y serán consideradas en el proceso de adjudicación de las LTP.
- En el caso de que la entidad participe por cuenta de terceros, en las subastas de LTP debe detallar los datos relativos al cliente.

Si la entidad participante tuviese problemas para el envío de propuestas mediante el MSE de DATATEC podrá, en forma extraordinaria, enviar sus propuestas a través del facsímil que se indique en la convocatoria y con la clave que corresponda. Estas propuestas

deberán enviarse antes de la hora de cierre de la subasta y sustituirán completamente las propuestas que se hubiesen enviado en forma electrónica.

Envío de propuestas en sobre o por facsímil con clave de seguridad

- Las propuestas presentadas en sobre cerrado serán remitidas al BN en el formulario que este proporcione, y deben estar firmadas por funcionarios que cuenten con poderes suficientes y firmas registradas en el BN.
- En el caso de las propuestas enviadas por facsímil por las cajas municipales de ahorro y crédito y por las cajas municipales de crédito popular, deberá señalarse la clave de seguridad que corresponda. Se coordinará con cada institución el envío al BN de claves de seguridad para ser usadas en los facsímiles.
- Cada sobre o facsímil debe contener una propuesta.
- En el caso de que la entidad participante actúe por cuenta de terceros, debe detallar los datos relativos al cliente.
- Las propuestas son irrevocables, y la entidad participante es responsable de su cumplimiento si fuese favorecida con la adjudicación.

2.3.3. Recepción de las propuestas

- El MSE de DATATEC dará conformidad a la recepción de las propuestas enviadas por su intermedio. El BN no será responsable de las fallas de comunicación en el envío de las propuestas o de los resultados de la subasta.
- Los sobres serán recibidos en el BN-División de Fideicomisos hasta la hora señalada en el anuncio de la subasta. El personero de la entidad participante depositará el sobre en el ánfora disponible para el efecto y recibirá un comprobante de recepción sellado, procediendo luego a firmar el «Registro de recepción de propuestas».
- Los facsímiles serán recibidos hasta la hora señalada en el anuncio de la subasta, dándose conformidad por esta misma vía. La hora válida de recepción será la que registre el facsímil del BN.

2.3.4. Procedimiento de adjudicación

- Las LTP serán adjudicadas, en primer lugar, a la propuesta que contenga el más alto precio ofrecido; siguiéndose luego, en orden descendente, hasta cubrir el monto de la subasta.
- En el caso de que dos o más propuestas tengan el mismo precio y el remanente de la cantidad subastada fuese insuficiente para atenderlas en su totalidad, se distribuirá el remanente en la proporción que corresponda a cada propuesta sobre

el total propuesto al mismo precio. Los montos así repartidos serán redondeados al múltiplo de S/. 100.000,00 superior o inferior, según corresponda.

- El BN, por indicación de la DGTP, podrá adjudicar un monto menor al anunciado para la subasta, y también declararla desierta.

2.3.5. Comunicación de los resultados

- Realizada la adjudicación, el BN informará el resultado de la subasta a las entidades participantes mediante DATATEC, Reuters, Bloomberg, CIMD y otros medios disponibles.
- El acta con los resultados de la subasta estará puesta a disposición de las entidades participantes, en el BN-División de Fideicomisos, a partir del día siguiente hábil al de la adjudicación.

2.3.6. Pago y registro de propiedad de las LTP adjudicadas

El pago y el correspondiente registro de la propiedad de las LTP se efectuará en el mismo día de su adjudicación. El monto a pagar se determinará multiplicando el precio ofrecido por el valor nominal de las LTP.

- Para el pago se debitará la cuenta corriente en moneda nacional que el participante mantiene en el BCRP. Para tal efecto, cada participante, previo registro de sus firmas autorizadas en el BN, suscribirá una orden irrevocable para el débito automático de su cuenta con el BCRP por el importe correspondiente a las LTP que le sean adjudicadas en las subastas de estos títulos valores en que participe. El cargo se efectuará mediante el sistema de liquidación bruta en tiempo real —sistema LBTR—, de acuerdo con lo señalado en el reglamento operativo.
- Tratándose de participantes que no mantengan cuenta corriente en el BCRP, el pago se realizará mediante órdenes de débito emitidas por una o más instituciones financieras que mantengan cuentas corrientes en el BCRP. Las órdenes de débito deben ser enviadas hasta las 16:00 horas por las instituciones financieras sobre cuyas cuentas corrientes se ejecutarán los débitos, mediante facsímil dirigido al BCRP-Departamento de Operaciones Cambiarias y Monetarias de la Gerencia de Crédito y Regulación Financiera, y serán ingresadas en el sistema LBTR para su procesamiento.

Si no se recibiesen las órdenes de pago por el monto total de LTP adjudicadas o si la cuenta de la institución financiera careciese de fondos disponibles, no se registrarán las LTP correspondientes a la parte impagada y se aplicarán las sanciones que se detallan en el numeral 2.7. de este anexo.

2.4. REGISTRO DE LAS LTP

- En el registro que administra el BN en forma directa o a través de terceros, se inscribirá la propiedad y otros derechos sobre las LTP. Se reconocerá como legítimo titular a quien aparece en él. Para la transmisión y el ejercicio de tales derechos se requiere la previa inscripción en el registro.
- Las inscripciones en el registro de propiedad de las LTP que administra el BN son realizadas luego de la adjudicación y pago de las subastas de LTP que el BN convoca en su calidad de agente financiero del Estado. También se inscribirán en el citado registro las transacciones que, debidamente informadas al BN, realizan las entidades participantes por cuenta propia o de terceros.
- Las entidades que representen a los terceros son responsables de la veracidad y exactitud de la información que suministren, y han de emplear formatos o medios especiales para hacer constar de modo indubitable la voluntad de sus clientes. Asimismo, serán responsables de utilizar los procedimientos adecuados para la identificación de estos últimos o de sus representantes, incluyendo los poderes respectivos.
- La información que las entidades participantes proporcionen al BN para fines de registro tiene carácter de declaración jurada.
- Las entidades señaladas en el numeral 2.2. que participen por cuenta de terceros deben llevar un registro de sus clientes y de las transacciones que efectúen a nombre de estos.
- Las entidades participantes que proporcionen información al BN para fines de registro, pagarán por cuenta de sus clientes el valor de adjudicación de las LTP y recibirán en nombre de ellos el monto de la redención de las LTP. La transferencia de dicho monto es de su responsabilidad.

2.5. TRANSFERENCIA DE LAS LTP

- Las entidades participantes deberán comunicar de inmediato al BN las transferencias de propiedad de las LTP que resulten por efecto de las transacciones de LTP que realicen en el mercado secundario, por cuenta propia o de terceros, para la actualización del registro correspondiente.
- Las comunicaciones de transferencia al BN podrán realizarse por medios físicos o electrónicos autorizados. En el primer caso se usará el formulario que se encontrará disponible en el BN o en la institución designada por este. Las comunicaciones de transferencias se recibirán hasta las 17:00 horas.

- En la comunicación al BN deberá señalarse si el cambio de propiedad es temporal o definitivo. En el caso de transferencia temporal, se indicará el plazo, el precio de la operación y si la transferencia corresponde al inicio o al final de la operación.
- Las entidades que ofrezcan servicios de negociación podrán enviar directamente al BN las comunicaciones de transferencia que se realicen a través de ellas, con la autorización previa del BN y de los participantes que tengan cuentas de valores en el registro de propiedad del BN.
- La exactitud, veracidad y oportunidad de la información es responsabilidad del participante que autoriza a las entidades que ofrecen servicio de negociación en el mercado secundario.

2.6. REDENCIÓN DE LAS LTP

En la fecha de vencimiento, o de ser esta feriado, el día útil siguiente, se pagará el valor nominal de las LTP. El pago se efectuará con recursos provenientes de la DGTP. Con este fin, el BN instruirá al BCRP a fin de que este debite la cuenta corriente del BN y transfiera los montos respectivos a los beneficiarios, de la forma que se indica a continuación:

- Mediante abono en las cuentas corrientes en moneda nacional en el BCRP, en el caso de las entidades participantes que mantengan cuenta corriente en el BCRP.
- Las entidades titulares de LTP que mantuviesen cuentas de LTP en el registro de propiedad del BN, pero no mantengan cuentas corrientes en el BCRP, deben enviar sus instrucciones sobre el destino de los fondos a más tardar el día hábil anterior al de la redención de las LTP. De lo contrario, se emitirá un cheque por el importe de las LTP, el que podrá ser recogido en el BN-División de Caja y Valores, a partir de las 14:00 horas del día del vencimiento de las LTP.
- En el caso de terceros titulares de LTP en el registro de propiedad del BN pero que no mantengan cuentas corrientes en el BCRP, mediante abono en las cuentas corrientes en moneda nacional en el BCRP de las entidades participantes que los representen.

2.7. INCUMPLIMIENTO DEL PAGO DE LAS LTP

Si la entidad participante favorecida no efectuase el pago por el total de las LTP adjudicadas, la operación se entiende como no realizada.

Cuando se pague solo una parte de las LTP adjudicadas, dicha parte se registrará comenzando por la propuesta que contenga el precio más alto, siguiéndose luego en orden descendente, hasta completar el monto pagado.

En ambos casos la entidad quedará impedida de intervenir en las dos posteriores subastas de LTP, y se le impondrá una penalidad en soles equivalente al 10% del monto cuyo pago debió cumplir. Dicha penalidad será debitada en la cuenta corriente de la entidad participante en el BCRP o descontada del monto de la más próxima redención de LTP de aquellos participantes que no mantengan cuenta corriente en el BCRP. Si volviera a ocurrir el incumplimiento en el pago, el impedimento será por tiempo indefinido, correspondiendo a la DGTP su levantamiento.

2.8. DISPOSICIONES FINALES

- El BN se reserva el derecho de rechazar las propuestas sin expresión de causa.
- La participación en las subastas presupone que las entidades participantes tienen pleno conocimiento del presente reglamento y se someten a él sin reserva alguna.
- Las discrepancias que pudieran surgir entre las entidades participantes y los terceros por cuenta de quienes efectúen transacciones con LTP, serán resueltas entre las partes, sin generar obligación o responsabilidad alguna para el MEF, el BN o el BCRP.