

# I nversiones en búsqueda de retorno... DEL CAPITAL

MARYLIN CHOY \*

Hoy más que nunca hay mucha liquidez en los mercados pero los inversionistas, especialmente los institucionales (fondos de inversión, fondos de pensiones, fondos soberanos de riqueza, fondos mutuos, bancos centrales, etc.), ven cada día más difícil la inversión de sus fondos en activos seguros y rentables. Así, el riesgo ha subido sustancialmente (lo que se refleja en la mayor volatilidad de los precios de los activos) y las tasas de interés han caído a niveles sumamente bajos, las que en algunos casos no sólo llegan a cero, sino incluso a valores negativos en términos nominales.

\* Gerente Central de Operaciones del BCRP.  
marylin.choy@bcrp.gob.pe

La inversión en activos financieros como depósitos, bonos y acciones, busca obtener una rentabilidad que se expresa en el retorno, que en términos simples, está dado por la tasa de interés (o el dividendo) y la ganancia (o pérdida) que se puede generar por la variación en el precio del activo financiero (esta última en los depósitos es cero, o al menos solía serlo). El cambio en el precio de un activo financiero es inverso a los movimientos en las tasas de interés. Así, cuando las tasas de interés suben, el precio de los activos financieros baja y viceversa.

Por lo general, las inversiones buscan tener un retorno positivo en términos reales, es decir, una rentabilidad mayor que la inflación. Sin embargo, en la actualidad, conseguir rendimientos, no en términos reales, sino nominales positivos en los mercados internacionales, ya es una satisfacción para el inversionista.

La crisis financiera internacional, y la europea en particular, han incrementado la incertidumbre y el riesgo de las inversiones y, por lo tanto, el temor de los inversionistas. Por estas razones, ellos buscan ahora seguridad más que rentabilidad, es decir, priorizan asegurar el retorno de su capital aunque eso implique cero de rentabilidad. Incluso, están dispuestos a perder un pequeño porcentaje de su inversión ante el riesgo de pérdidas mayores, o lo que es lo mismo, a pagar por la seguridad de recuperar su capital.

Así, hoy en día los inversionistas se tienen que conformar, en el mejor de los escenarios, con tasas nominales de interés sumamente bajas y, en muchos de los casos, con que les retornen sólo el capital, es decir, cero tasa de interés nominal. No es raro ahora encontrarse con tasas de interés negativas en términos nominales, lo que quiere decir que, el inversionista no recupera ni siquiera el capital.

Esto se evidencia en las tasas de interés nominales negativas de corto plazo, tanto en los papeles emitidos por algunos gobiernos como en los depósitos en bancos percibidos como los más sólidos.

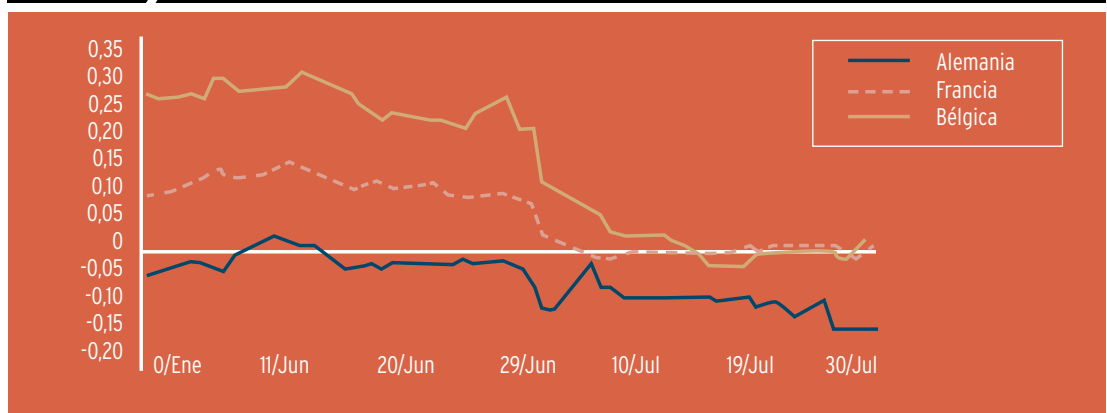
Como se puede observar en el Gráfico 1, las letras (que son papeles con plazos menores a un año) emitidas por el gobierno alemán principalmente, y por los gobiernos francés y belga en algunas ocasiones, están en el terreno negativo desde hace algunos meses y con tendencia a la baja.

La inseguridad y la incertidumbre se acentuaron con la degradación no sólo de los grandes bancos y la quiebra de varios de ellos, sino también con la reducción de la calificación crediticia de países periféricos de Europa, que genera el temor a la posibilidad de un incumplimiento en el pago de sus deudas (*default*), a lo que se suma las dudas sobre el futuro del euro. Todo esto ocasiona que los inversionistas corran a refugiarse en los activos que consideran más seguros (*flight to quality*). Y, en esta búsqueda, los ganadores son los *Treasury Bills* americanos, porque se considera que la probabilidad de *default* del Tesoro americano es cercana a cero y porque son los papeles más líquidos, es decir, que pueden ser vendidos fácilmente, porque por lo mismo, siempre hay quien quiera comprarlos. Y como en época de crisis, tener efectivo o caja es lo más seguro (*cash is King*) muchos están dispuestos a mantener depósitos aunque tengan que pagar por ello, aceptando una tasa negativa de interés nominal (pérdida del principal).

**LOS ANTECEDENTES**

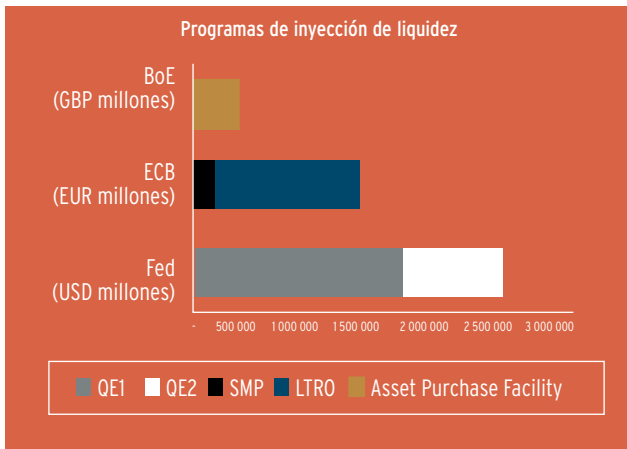
Desde la crisis financiera internacional de 2008, los bancos centrales en general están bajando sus tasas de interés. Tanto el Banco de Inglaterra (*Bank of England, BoE*), el Banco Central Europeo (*European Central Bank of Europe, ECB*) y la Reserva Federal de los Estados Unidos (*Federal Reserve, FED*) vienen inyectando gran cantidad de liquidez a través de la compra de bonos de los gobiernos (*quantitative easing o QE*) y, como en el caso de la FED, tratan de mantener bajas las tasas de interés de largo plazo vendiendo bonos de corto plazo y comprando de largo plazo (*operación twist*). La tasa de política monetaria en estos países es actualmente menos de 1 por ciento (ver Gráficos 2 y 3).

**GRÁFICO 1** ■ Rendimientos de letras en terreno negativo



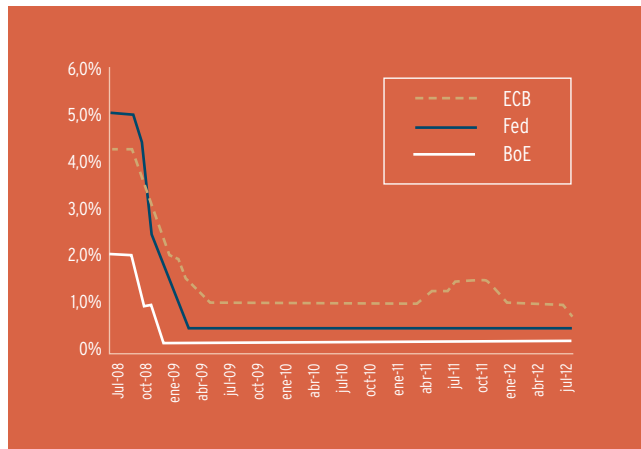
FUENTE: BLOOMBERG.

**GRÁFICO 2** Inyección de liquidez de los bancos centrales



FUENTE: BLOOMBERG.

**GRÁFICO 3** Tasas de interés de política monetaria



FUENTE: BLOOMBERG.

Esta compra de activos para inyectar liquidez se ha traducido en una reducción de las tasas de los bonos que emiten los gobiernos de los países considerados como más fuertes. Así por ejemplo, los bonos a 10 años de los gobiernos alemán y estadounidense rinden ahora menos de 2% al año, con una tendencia a acercarse a los niveles de Japón, del cual muchos analistas comentan su permanente trampa de liquidez (ver Gráfico 4). Y el terreno negativo ya se ha extendido también a los bonos que emiten a dos años los gobiernos europeos que son percibidos como los menos riesgosos, tales como Alemania, Suiza y Dinamarca (ver Gráfico 5).

**EFFECTOS COLATERALES**

Esta política de bajas tasas de interés reduce el costo de las deudas y busca reactivar las economías, incentivando la inversión para incrementar el empleo.

Sin embargo, la expansión monetaria ha generado otros efectos como el incremento de los precios de los productos que se negocian en los mercados

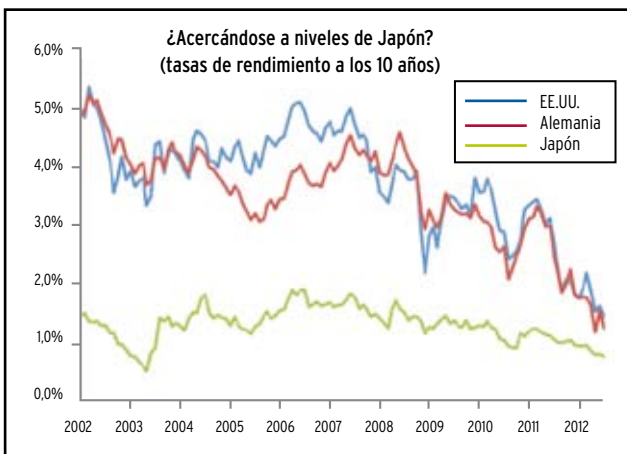
internacionales (*commodities*): minerales y metales como el oro; y alimentos, tales como el trigo, maíz, aceite, entre otros.

Otra consecuencia de la reducción de tasas y la mayor liquidez en los mercados internacionales es el flujo de capitales hacia los países emergentes en busca de mayor rentabilidad. El ingreso de capitales a las economías emergentes genera una presión apreciatoria en el tipo de cambio y, en muchos casos, ha motivado la intervención de los bancos centrales en los mercados cambiarios. Esta situación se ha traducido en un incremento de las reservas internacionales, gran parte de ellas invertidas en los *treasuries* y en los bonos de los gobiernos de los países desarrollados (ver Cuadro 1).

**OPCIONES PARA LOS INVERSIONISTAS**

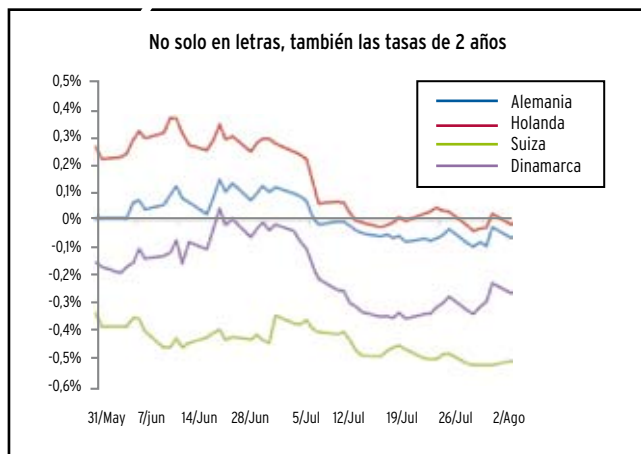
En esta coyuntura de tasas cercanas a cero o negativas para las inversiones, las decisiones de inversión dependerán del perfil de riesgos de los que invierten los fondos, cuanto más adversos al riesgo sean,

**GRÁFICO 4** Rendimiento de bonos soberanos de 10 años



FUENTE: BLOOMBERG.

**GRÁFICO 5** Rendimiento de bonos soberanos de 2 años



FUENTE: BLOOMBERG.

tendrán que conformarse con recuperar sólo el capital invertido.

Una opción para los inversionistas que buscan una mejor rentabilidad es la compra de bonos de mayor riesgo como los emitidos por los países emergentes, que pueden ofrecer tasas de interés un poco más altas. La otra opción es ir a plazos más largos y beneficiarse de los mayores rendimientos.

Sin embargo, estas estrategias pueden resultar costosas en el mediano plazo: por un lado, pueden generar la acumulación de potenciales pérdidas por la inversión en sectores más riesgosos y, dependiendo de la moneda en que invierten, está presente el riesgo cambiario. Por otro lado, las tasas de interés podrían empezar a subir y con ello el precio de los bonos caería, con lo cual el retorno de la inversión (tasa de interés más variación del precio del activo) podría ser negativo. La magnitud de la pérdida en el retorno, dependerá de la velocidad de la subida de las tasas de interés y la consecuente caída en el precio de los bonos, la cual, a su vez, estará en función del plazo del bono.

**QUÉ SE ESPERA A FUTURO**

No cabe duda que para los países emisores de deuda, la coyuntura de tasas bajas, incluso en los plazos más largos, les resulta conveniente. Sin embargo, tal como lo señala el Banco de Pagos Internacionales (BIS) en su Informe Anual<sup>1</sup>, el mantenimiento prolongado de un ambiente de tasas bajas como las de ahora, puede llevar a una serie de distorsiones: el crecimiento desmedido del crédito y de los precios de los activos, así como el flujo abundante de capitales a los países emergentes, que genera una gran apreciación de sus monedas (ver Cuadro 1).

Pero de acuerdo a los anuncios del presidente de la Reserva Federal, a los acontecimientos en los países europeos y a los indicadores de la actividad económica en los Estados Unidos de Norteamérica

y los principales países desarrollados, no se avizora una pronta reversión de la caída en las tasas de interés.

La salida de esta situación de bajas tasas de interés, y hasta negativas como se ha señalado, no será fácil y cuando la amenaza de inflación y las circunstancias lo requieran, la elevación de las tasas de interés por parte de los bancos centrales tendrá que ser gradual. Los portafolios de la mayoría de los inversionistas mantienen posiciones de largo plazo. Por lo tanto, la decisión de los bancos centrales de subir las tasas de interés a futuro tendría repercusión en los portafolios y en los balances de los inversionistas. En el caso de las instituciones financieras podría generar requerimientos de capital adicional, lo que pondría nuevamente en situación delicada a algunas de ellas.

El arte de los banqueros centrales estará a prueba una vez más, pues los inversionistas tratarán de adelantarse a la decisión de los hacedores de política monetaria y saldrán a vender sus posiciones de más largo plazo ante la expectativa de posibles alzas de tasas de interés. El mercado incrementará las tasas de interés, incluso antes de lo que los bancos centrales puedan considerarlo conveniente. Esto a su vez podría retardar la recuperación de las economías y el inicio de la elevación oficial de las tasas de interés.

Es por ello que en este entorno, resulta crucial la comunicación de las intenciones de la política monetaria y el manejo de las expectativas para propiciar una salida sin sobresaltos de este ambiente de tan bajas tasas de interés. Los bancos centrales tendrán que echar mano a toda la batería de instrumentos, incluso a los así llamados heterodoxos, como los encajes bancarios, las intervenciones en los mercados y los *communication tools*. Con ello tal vez las tasas de interés puedan volver a niveles considerados normales en el pasado, permitiendo al inversionista no sólo preocuparse por la búsqueda del retorno de su capital, sino también para obtener rentabilidad para sus inversiones. ■

**CUADRO 1** Variación de Reservas Internacionales de divisas (En miles de millones de US\$ dólares)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Saldos a Diciembre 2011
Países industrializados	91	99	61	83	194	269	2 037
Asia	396	695	410	715	651	424	5 112
América Latina	54	127	42	25	81	97	642
Europa Central y Oriental	26	42	6	13	14	3	260
Oriente Medio	96	108	150	-29	50	84	661
Rusia	120	171	-56	-5	27	8	441

FUENTE: BIS Informe anual 2011/12.

<sup>1</sup> Ver el capítulo IV del Reporte Anual 2011/12 del Bank of International Payments (BIS).