

MERCADO de BONOS con rendimientos negativos: evolución reciente y posibles implicancias

MAURICIO DE LA CUBA* Y MARLON MALPARTIDA**

En el presente año se ha experimentado un alza significativa en el monto de bonos que ofrecen un rendimiento negativo. El presente artículo reseña algunos detalles sobre su concepto, su evolución, posibles determinantes y sus potenciales impactos sobre los mercados.



* Jefe, Departamento de Economía Mundial del BCRP
mauricio.delacuba@bcrp.gob.pe



** Especialista, Departamento de Economía Mundial del BCRP
marlon.malpartida@bcrp.gob.pe

I. CONTEXTO: EVOLUCIÓN DE LOS BONOS CON RENDIMIENTOS NEGATIVOS

Desde la aplicación de políticas monetarias no convencionales, como respuesta a la última crisis financiera internacional, el monto de bonos con rendimientos negativos se ha incrementado significativamente. Esta tendencia se ha acentuado en lo que va del año: el monto de bonos que presenta rendimiento negativo se incrementó de US\$ 8.2 billones en diciembre de 2018 a alrededor de US\$ 15 billones¹ a setiembre (valor total equivalente al 34% del mercado de renta fija global). Se destaca que solo el 3% de los bonos totales da un rendimiento mayor a 5% (frente a la mitad de los bonos totales hace veinte años) y solo el 0.4%, un rendimiento superior al 10% (Financial Times, 2019).

Por emisor, se observa que la mayoría de estos bonos corresponden a bonos emitidos por los gobiernos de Japón y de países europeos (Alemania, Austria y Suiza), principalmente. En estos países, casi en su totalidad los títulos de renta fija (independientemente de su plazo) ofrecen rendimientos negativos. Si se distingue entre bonos corporativos y bonos soberanos, estos últimos explican la mayor parte: se estima que cerca de US\$ 14 billones del total de US\$ 15 billones corresponden a bonos soberanos. Asimismo, una mayor proporción de bonos de los países desarrollados ahora presenta rendimientos negativos con respecto al año pasado. Diversos tramos de las curvas de rendimientos permanecen debajo de 0%. Se

resalta Japón, donde todos los rendimientos de los bonos son negativos; seguido de Alemania y Países Bajos donde hay tasas negativas en los bonos que maduran hasta en 20 años.

II. MARCO CONCEPTUAL: ¿QUÉ SIGNIFICA UN RENDIMIENTO NEGATIVO?

Un agente adquiere un bono a un precio que puede ser igual, menor o mayor al valor nominal (facial). Durante la vigencia del bono, el tenedor recibe una renta fija (cupón). Ello se refleja en la fórmula siguiente:

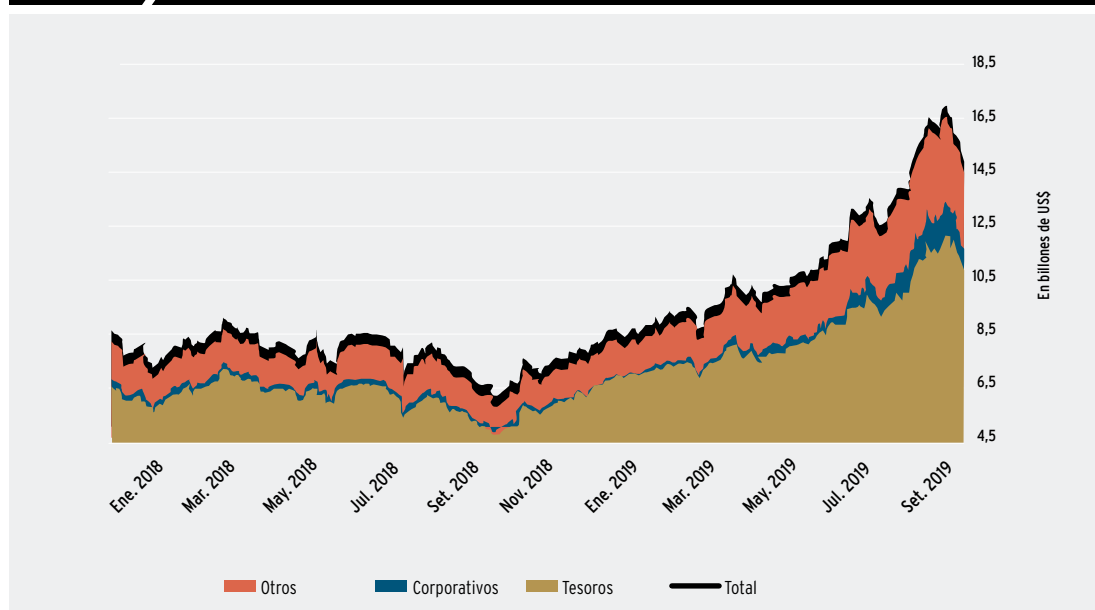
$$P = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+r)^t} + \frac{VF}{(1+r)^n}$$

Donde P es el precio de mercado del bono con una madurez a n periodos; C_t los cupones; VF , el valor facial; y r es el rendimiento nominal del bono.

Si asumimos un caso simple donde el cupón es cero², un rendimiento negativo sería equivalente a que el precio del bono exceda el valor facial del mismo. De este concepto se puede desprender dos resultados relevantes:

- Tener un bono con rendimiento negativo no genera necesariamente una pérdida. Si el agente compra un bono sin cupón a un precio mayor que el valor facial y lo mantiene hasta

GRÁFICO 1 ■ Deuda global con rendimientos negativos (capitalización de mercado)



FUENTE: BLOOMBERG Y BARCLAYS.

¹ Llegó a su punto más alto con un monto de US\$ 17 billones en agosto.

² La mayoría de bonos con rendimientos negativos presentan cupones con valores ligeramente positivos o nulos.

el vencimiento, incurrirá en una pérdida. Sin embargo, puede vender el título antes de su vencimiento y obtener ganancias derivadas de cambios en el precio³, posición cambiaria, recepción del cupón o de las reinversiones de las ganancias.

- b. Nuevas emisiones y muchos bonos emitidos anteriormente con rendimientos positivos ahora son parte de este grupo de activos con rendimientos negativos. Por ejemplo, el bono soberano japonés con cupón de 0.5% a 10 años emitido el 22 de setiembre del 2014 inició con un rendimiento de +0.535% y al 8 de noviembre del 2019 presentaba un rendimiento de -0.185%.

III. LOS FACTORES DETRÁS DE ESTA TENDENCIA

El aumento en el monto de bonos con rendimientos negativos se puede explicar por una serie de factores que van desde el manejo monetario de los principales bancos centrales hasta factores macroeconómicos y de percepción de riesgo.

1. La política monetaria de las economías desarrolladas influye en los rendimientos de los bonos básicamente a través de diversos canales:

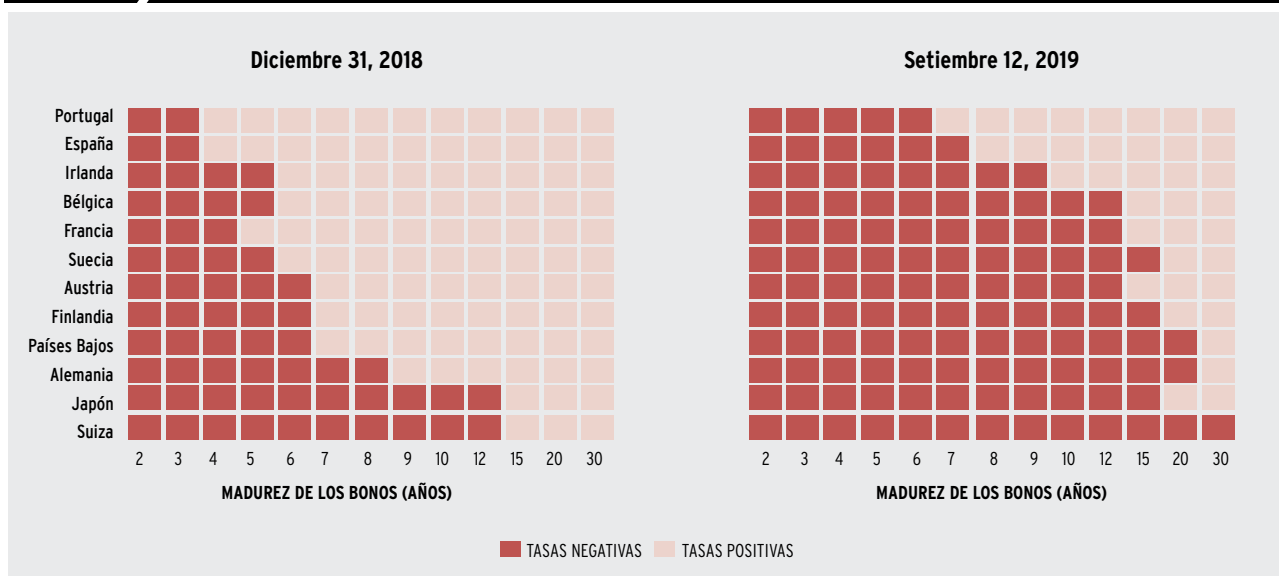
- a. **Expectativas de menores tasas de política monetaria:** En lo que va de 2019, la mayoría de bancos centrales han adoptado una postura de mayor flexibilización respecto a lo previsto a inicios del año. La Fed pausó su ciclo de alza de tasas del 2018 y decidió recortar las tasas por

primera vez desde el 2008. El BCE ha postergado el ajuste previsto inicialmente para junio de 2019, recortó unas de sus tasas de política y anunció paquetes de estímulos. Asimismo, los compromisos de mantener las tasas muy bajas por periodos prolongados (como en el caso del BCE, BoJ, SNB y Riskbank) también contribuyen a que las tasas bajen y hasta generen inversiones en curvas de rendimientos (tasas de corto plazo mayores que las de largo plazo).

- b. **Revisión a la baja en las tasas neutrales de política:** La mayoría de economías desarrolladas han revisado a la baja su tasa de interés neutral en línea con los cambios en una serie de fundamentos (Carter, Chen & Dorich, 2019). Asimismo, algunos funcionarios de la Fed argumentan que probablemente la tasa neutral de interés ha caído debido a la baja inflación, a pesar del robusto mercado laboral. Esta disminución se transmite a lo largo de la curva, afectando también a las tasas neutrales de largo.

- c. **Compra significativa de bonos soberanos:** A partir de la crisis *subprime*, en el marco de las denominadas “políticas no convencionales”, los bancos centrales de las principales economías desarrolladas ejecutaron una política de compra de activos e incluyeron dentro de esta a los bonos soberanos. En la actualidad, los bancos centrales poseen, en promedio, alrededor del 25% de la deuda soberana de sus respectivos países o regiones. Esta política de compra permanece aún en Japón donde,

GRÁFICO 2 | Curva de rendimiento de las principales economías



FUENTE: THE ECONOMIST.

³ Por ejemplo, el bono soberano alemán con cupón de 0% a 10 años emitido el 10 de julio del 2019 inició con un rendimiento de -0,26% (un precio de 102,6 centavos de euro) y para la tercera semana de agosto tenía un precio de 106,9 centavos de euro (Wiltermuth, 2019).

mediante estas operaciones, el BoJ influye sobre los tramos largos de la curva de rendimiento, con el fin de mantenerla en alrededor de 0%. Por su parte, el BCE decidió reiniciar el programa compra de activos que culminó en diciembre 2018.

- d. **Demanda inelástica de fondos:** Diversos fondos, como los de inversión, *hedge fund*, planes de pensiones, seguros, bancos comerciales y centrales, cuentan con lineamientos de inversión orientados hacia activos líquidos. Entre estos se encuentran activos soberanos de las principales economías desarrolladas o emitidos en divisas, los cuales retroalimentan el crecimiento de los activos con tasas negativas.
- e. **Temores sobre la desaceleración económica:** Es otro elemento que tiende a reducir la demanda por títulos de renta variable hacia títulos considerados más seguros (renta fija). Las proyecciones de crecimiento mundial se han revisado sostenidamente a la baja en línea con el escalamiento de las tensiones comerciales e incertidumbre del *Brexit* y, en algunos casos, con la convergencia de las tasas de crecimiento hacia sus niveles potenciales.

Los temores sobre una recesión global se habían incrementado. Reportes de casas de inversión respaldaban esta hipótesis. The Wall Street Journal (2019), en su encuesta de agosto, mostró una probabilidad de recesión de 34% para los próximos 12 meses. Por su parte, la Fed de New York reveló una probabilidad de 38%⁴ (Federal Reserve Bank of New York, 2019) para este evento. En este contexto, la demanda por títulos de renta fija aumentó y se redujo aquella por títulos de renta variable. Cabe señalar que la caída de los rendimientos fue más significativa en los tramos largos de la curva, por lo que esta se invirtió. Este evento, a su vez, suele preceder a una recesión en Estados Unidos, según investigaciones teóricas y prácticas.

Sin embargo, los recortes preventivos de la Fed en lo que va del año y políticas de estímulos fiscales y monetarios de distintas economías redujeron los temores de recesión.

- f. **Mayor incertidumbre global.** Aparte de reducir las perspectivas de crecimiento, las tensiones comerciales incrementaron la incertidumbre sobre los mercados globales y, de este modo, aumentaron la demanda por activos seguros. A esto se añadieron los conflictos en Medio Oriente, el *Brexit*, el ruido

político en Italia, Argentina, Turquía y las protestas en Hong Kong y Chile.

IMPLICANCIAS

Un entorno de rendimientos negativos tiene una serie de implicancias económicas:

1. En primer lugar favorece a aquellos que emiten títulos, pues acceden a condiciones financieras más favorables, y perjudica a los agentes que buscan rentabilizar sus excedentes a través del ahorro e inversión.
2. Incentiva la búsqueda de activos que ofrezcan mayores retornos a cambio de mayor riesgo. Muchos inversionistas busca invertir en activos de muy alto riesgo (bonos de gobiernos sin grado de inversión o títulos de participación, por ejemplo), otros aumentan la demanda por activos de economías emergentes con grado de inversión (como sucedió durante 2016). Sin embargo, el mercado de activos financieros de los mercados emergentes, dado su tamaño relativo, es insuficiente para absorber una entrada de capitales proveniente de las liquidaciones en los mercados desarrollados. Entre otros posibles riesgos está la entrada de capitales de forma masiva que genera burbujas en los mercados de activos, desalineamientos en el tipo de cambio y podría desestabilizar el sistema financiero.

El canal de transmisión de la política monetaria, desde tasas de corto plazo hasta las tasas de largo plazo, se ve limitado por la existencia de rendimientos negativos en los tramos largos. Ello debilita la efectividad de las políticas monetarias convencionales (centradas en la reducción de tasas) y estimula la aplicación de políticas no convencionales, las cuales incluyen la compra de activos que acentúa las presiones a la baja en los rendimientos y los torna más negativos.

REFERENCIAS:

- **Carter, T., Chen, X., & Dorich, J. (2019).** Bank of Canada. Obtenido de The Neutral Rate in Canada: 2019 Update: <https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2019/04/san2019-11.pdf>
- **Federal Reserve Bank of New York. (08 de 2019).** Federal Reserve Bank of New York. Obtenido de The Yield Curve as a Leading Indicator: https://www.newyorkfed.org/research/capital_markets/ycfaq.html
- **Financial Times. (13 de 08 de 2019).** Financial Times. Obtenido de Negative yields: Charting the surge in sliding rates: <https://www.ft.com/content/82c4d584-bce3-11e9-89e2-41e555e96722>
- **The Wall Street Journal. (08 de 2019).** The Wall Street Journal. Obtenido de Economic Forecasting Survey: <https://www.wsj.com/graphics/econsurvey/>
- **Wiltermuth, J. (22 de Agosto de 2019).** Here are four reasons why investors might snap up negative-yielding bonds. Obtenido de MarketWatch: <https://www.marketwatch.com/story/here-are-four-reasons-why-investors-buy-negative-yielding-bonds-2019-08-21>

⁴ Estimado obtenido de la curva de rendimiento de Estados Unidos y representa el nivel más alto desde la crisis financiera.