

L OS BONOS DE GOBIERNO indexados a la inflación y su ROL INFORMATIVO

OSCAR BENDEZÚ* JEFERSON CARBAJAL**
Y JEAN PAUL WATSON***

Los Bonos de Gobierno indexados a la inflación otorgan a los inversionistas retornos en términos de poder adquisitivo y reflejan información acerca de las expectativas de inflación a distintos horizontes temporales. Por ello, estos se están convirtiendo en una herramienta moderna y decisiva para la toma de decisiones de política monetaria.

* Especialista de Análisis Táctico de Inversiones Internacionales del BCRP.
oscar.bendezu@bcrp.gob.pe

** Jefe del Departamento de Análisis Táctico de Inversiones Internacionales del BCRP.
jeferson.carbajal@bcrp.gob.pe

*** Especialista de Análisis Táctico de Inversiones Internacionales del BCRP.
jeanpaul.watson@bcrp.gob.pe

¿QUÉ SON?

Los Bonos de Gobierno indexados a la inflación son títulos de deuda con un valor nominal sujeto a ajustes periódicos acordes con la inflación¹. Estos bonos son considerados inversiones sumamente seguras porque proveen a los inversionistas de un retorno en términos de poder adquisitivo, al incrementar los pagos de cupón y capital en la misma proporción en la que aumenta el respectivo índice de precios².

EL MERCADO DE BONOS INDEXADOS

El mercado de bonos indexados se ha expandido considerablemente en los últimos años, sin embargo el uso de este tipo de instrumentos no es algo nuevo: ya en 1780, en Estados Unidos, se transaban instrumentos indexados al precio de la plata. Posteriormente, entre 1950 y 1970, países latinoamericanos con problemas de alta inflación (Chile, Brasil, Colombia y Argentina) vieron en este tipo de activos una solución para encontrar financiamiento de largo plazo.

No es hasta la década de 1980 que los principales países industrializados emitieron este tipo de bonos como parte de su política, para así obtener una mayor credibilidad en sus objetivos de controlar la inflación y obtener financiamiento a bajo costo. Estos bonos pueden recibir distintas denominaciones según el país que los emita, por ejemplo en EE.UU. reciben el nombre de *Treasury Indexed Protected Securities (TIPS)*.

En los últimos años, Estados Unidos se ha convertido en el principal mercado de instrumentos indexados, seguido por Reino Unido y la Eurozona, con Francia y Alemania como principales emisores (ver Gráfico 1). Asimismo, las economías emergentes que están ganando cada vez más importancia a nivel mundial, como Brasil, México, Turquía, Sudáfrica, etc. están buscando desarrollar el mercado de sus respectivos bonos indexados para ofrecer protección contra la inflación a inversores domésticos y para ampliar su conjunto de instrumentos de financiamiento.

Si bien los gobiernos son los principales emisores de estos instrumentos, hay una pequeña parte de las emisiones hechas por entidades privadas, principalmente bancos y fondos de pensiones.

Un gobierno emite este tipo de instrumentos por múltiples razones:

1. Busca suavizar sus flujos de caja: los ingresos del gobierno están parcialmente vinculados con la inflación, por lo que al tener ingresos y obligaciones ajustados al periodo, reduce la volatilidad de los flujos.
2. Permite conocer las expectativas del mercado respecto a la inflación futura.

3. Genera incentivos para luchar contra la inflación y mejora la credibilidad sobre el compromiso de mantener la inflación controlada.

Por otra parte, la razón principal por la que un inversor adquiere estos instrumentos es porque permite coberturarse ante el riesgo de inflación, al garantizar un pago de cupón y principal constante en términos reales. Otro beneficio es que se obtiene una mayor diversificación del portafolio, al tener una clase de activo diferente y retornos poco correlacionados con el resto de activos.

¿CÓMO SE AJUSTA EL VALOR NOMINAL A LA INFLACIÓN?

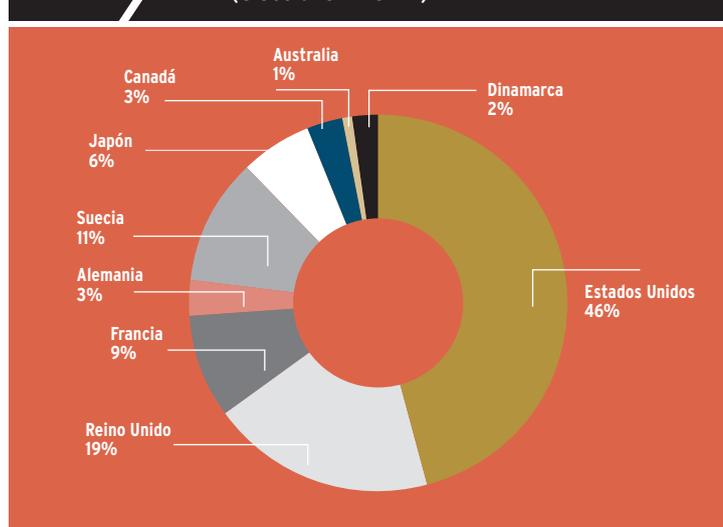
A diferencia de un bono tradicional, cuyo pago de cupón y valor del principal se ve mermado por la inflación en términos de poder adquisitivo, un bono indexado a la inflación ofrece un pago de cupón y valor de principal fijos en términos reales, siendo el valor nominal el que se ajusta con la finalidad de ofrecer un valor real constante a lo largo de la vida del instrumento y proteger así al inversor.

Para hacer este ajuste se calcula el ratio entre un índice de referencia (calculado de forma diaria) a la fecha de pago de cupón o de principal y el nivel de referencia al momento en el que el bono fue emitido.

$$\text{Ratio} = \frac{\text{Índice de Referencia en el periodo } t}{\text{Índice de Referencia en el periodo base}}$$

El ajuste al valor nominal del principal se hace multiplicando el monto real garantizado por el valor de este ratio, y aunque la tasa cupón sea fija al calcularse sobre el nuevo principal, se recalcula también.

GRÁFICO 1 Principales emisores de Bonos de Gobierno indexados a la inflación (Octubre–2014)



FUENTE: Bloomberg.

¹ Inflación según IPC Urbano.

² La forma de ajuste puede variar dependiendo del gobierno emisor. En el caso de EE.UU., el ajuste se hace a través del Índice Urbano de Precios al Consumidor no desestacionalizado.

GRÁFICO 2 Rendimientos nominales y reales de Bonos de Tesorería de EE.UU.



BREAKEVEN/ EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

El hecho de que los TIPS se aprecien con la inflación crea una estrecha relación entre las tasas de rendimiento de los bonos de gobierno indexados y sus pares no indexados. Dado que el riesgo de crédito de ambos activos es el mismo, el mercado intenta continuamente igualar sus respectivos retornos esperados³, siendo la inflación comúnmente positiva, la tasa de rendimiento de los TIPS debe ser menor, para compensar por la futura apreciación del valor nominal del bono indexado.

La diferencia entre los rendimientos de mercado de un bono convencional (rendimiento nominal) y el de un bono indexado a la inflación (rendimiento real) se conoce comúnmente como *Inflation breakeven* o simplemente *breakeven*.

Así se tiene⁴:

$$\text{Rendimiento}_{Ty} = \text{Rendimiento}_{TIPS} + \text{Breakeven}$$

Expresado de otra manera:

$$\text{Breakeven} = \text{Rendimiento}_{Ty} - \text{Rendimiento}_{TIPS}$$

ADEMÁS DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

El *breakeven* contiene dos elementos adicionales a las expectativas de inflación: una prima por inflación y una prima por liquidez.

La prima por inflación refleja el rendimiento adicional exigido por los inversores cuando se encuentran en un escenario de inflación volátil y existe el riesgo que la inflación sea más alta de lo esperado.

La prima por liquidez refleja el rendimiento adicional exigido al comprar un instrumento menos líquido que un bono convencional. En los últimos años, el mercado de TIPS se ha expandido considerablemente, por lo que esta prima ha caído, pero sigue siendo necesario considerarla en el cálculo al existir el riesgo potencial de que en una situación de estrés, la liquidez de este mercado se vea disminuida.

De la anterior ecuación se deduce que cuando un inversionista compra un bono indexado, está “apostando” a que la inflación que se realice dentro del periodo de vida del bono indexado compensará la menor tasa de rendimiento del mismo. Es decir, si la inflación observada durante la vida útil del bono es igual a la inflación esperada, el retorno realizado de ambos activos será el mismo. Por esta razón, la inflación implícita en los precios de bonos indexados es llamada *breakeven*, porque es la tasa de inflación necesaria para que una inversión en un bono indexado iguale en retorno a una inversión en un bono no indexado.

$$\Delta\%IPC > \text{breakeven} \rightarrow \text{Retorno}_{TIPS} > \text{Retorno}_{Ty}$$

$$\Delta\%IPC = \text{breakeven} \rightarrow \text{Retorno}_{TIPS} = \text{Retorno}_{Ty}$$

$$\Delta\%IPC < \text{breakeven} \rightarrow \text{Retorno}_{TIPS} < \text{Retorno}_{Ty}$$

De aquí se puede distinguir que los bonos indexados tienen un rendimiento real, en contraste con el rendimiento nominal de sus pares no indexados. Dado que la inflación esperada en Estados Unidos es positiva en circunstancias normales, los rendimientos nominales de mercado son normalmente mayores a los rendimientos reales (ver Gráfico 2).

ROL INFORMATIVO

Los *breakeven* se negocian constantemente en el mercado y reflejan la evolución de la expectativa de inflación esperada para diferentes horizontes de tiempo. Por ejemplo, si un bono indexado a 10 años y un bono no indexado a 10 años tienen respectivamente tasas de rendimiento de 2,5% y 0,5% (*breakeven* de 2%) significa que el consenso del mercado es que la inflación promedio en Estados Unidos será de 2% anual, durante los próximos 10 años.

Bonos con diferentes tiempos de vida reflejan expectativas de inflación a plazos distintos, con lo cual se puede conocer la inflación esperada para años determinados analizando los *breakeven* de los bonos

³ El bono indexado a la inflación y el bono no indexado deben ser comparables: estar denominados en la misma moneda, mismo tiempo de vida y no tener opcionalidad
⁴ $\text{Rendimiento}_{TIPS}$: Rendimiento del bono de gobierno indexado a la inflación esperada al momento de la compra del bono indexado. Rendimiento_{Ty} : Rendimiento del bono de gobierno no indexado a la inflación.

indexados. Por ejemplo: Si los *breakeven* de TIPS a 2 y 3 años son respectivamente 0,90% y 1,40%, se sabe que la inflación esperada promedio para los siguientes 2 años es 0,90% y para los siguientes 3 años es 1,40%.

A partir de la información de mercado de los *breakeven* y cálculos hechos a partir de ella, se puede construir una senda de la inflación esperada según consenso de mercado. Esta senda construida puede tener múltiples aplicaciones en finanzas y estudios macroeconómicos, al proveer al analista de un enfoque *forward-looking* de la inflación.

Sin embargo, se debe ser cauteloso al usar el *breakeven* como medida de las expectativas de inflación ya que tanto la prima por inflación como la prima por liquidez disminuyen el *breakeven* y en un escenario de inflación volátil y baja liquidez llevarían a subestimar el verdadero consenso del mercado sobre la inflación futura.

El bajo crecimiento en las principales economías desarrolladas, la fortaleza del dólar americano, la desaceleración de China y los países emergentes, la caída en el precio de los principales *commodities* y en especial el petróleo, están acentuando las presiones deflacionarias a nivel mundial.

Luego de varias generaciones en las que se luchó contra tasas altas de inflación pareciera que la batalla está ganada pero con algo de exageración. Estados Unidos, Reino Unido y la Eurozona tienen un objetivo de inflación de 2% pero se encuentran por debajo de ese objetivo. Inclusive China que tiene un objetivo de 4%, tiene una inflación por debajo de 2%.

Una inflación baja tiene varias implicancias negativas para las economías que sufren este fenómeno. La sola creencia de que los bienes valdrán menos mañana afecta la inflación y los bancos centrales enfrentan problemas para que las tasas reales estén lo suficientemente bajas para estimular la economía.

Es en esta coyuntura en la que el rol informativo de los bonos indexados a la inflación cobra especial importancia. Las expectativas de inflación de largo plazo en Europa, medidas entre otras formas como el *breakeven* dentro de 5 años cayeron hasta 1,82% en julio, bastante por debajo del objetivo de inflación del Banco Central Europeo (BCE). En agosto último, Mario Draghi, presidente del BCE anunció que usaría “todos los instrumentos necesarios” para que esta medida se recupere.

Asimismo, la Reserva Federal de EE.UU. en su último comunicado de política monetaria manifiesta que las “medidas de compensación por inflación” han declinado de alguna manera, pero que las expectativas de inflación de largo plazo se mantienen estables. Esto es clara referencia a los *breakeven* de corto y largo plazo, respectivamente.

UTILIDAD COMO ACTIVO FINANCIERO

Los bonos indexados tienen rendimiento en términos reales, es decir ajustados por inflación, y

son por lo general activos de alta calidad crediticia, lo que hace que los bonos indexados tengan un retorno poco correlacionado con los demás activos. Desde el punto de vista de un administrador de portafolio de inversión, los bonos indexados a la inflación son activos sumamente seguros además de contribuir fuertemente a la diversificación del portafolio.

En el caso de un portafolio de renta fija de alta calidad crediticia, los bonos indexados a la inflación brindan una exposición más sensible al ciclo económico al estar expuestos no sólo a la variación de tasas de interés, sino también a la apreciación del nominal según la inflación. Adicionalmente, dado que los bonos de alta calidad tienen tasas de rendimientos relativamente bajas, la inflación suele ser una de las preocupaciones principales de los administradores de este tipo de portafolios. Los bonos indexados pueden proteger de la inflación a los portafolios con retornos más moderados.

En el caso de un portafolio de renta variable, los bonos indexados a la inflación representan una forma de asegurar flujos de efectivo, porque los cupones corresponden a un bono emitido por un gobierno.

CONCLUSIONES

Los bonos indexados a la inflación son títulos de deuda cuyo valor nominal no es fijo, sino que está indexado al crecimiento del IPC del país del emisor. Esto brinda a los inversionistas activos de alta calidad con tasas de rendimiento en términos reales y alto potencial de diversificación.

Actualmente, los mercados de bonos indexados a la inflación, emitidos por distintos gobiernos y corporaciones, siguen creciendo rápidamente. En consecuencia, la interacción de los inversionistas y emisores en el mercado de estos activos hace disponible información de transacciones de mercado en base a la cual se puede conocer el consenso del mercado sobre la inflación futura.

El creciente uso y consecuente aumento en la profundidad de mercado hacen que las medidas de expectativas de inflación a través de estos instrumentos sean cada vez más limpias y útiles. Esto ha aumentado considerablemente su uso y seguimiento para la toma de decisiones de política monetaria.

REFERENCIAS

- D'Amico S., Kimz, D., Wei, M., 2009. "Tips from TIPS: the Informational Content of Treasury Inflation-Protected Security Prices". Federal Reserve Board, Washington, D.C.
 - García, J., Van Rixtel, A., 2007. "Inflation-linked Bonds from a Central Bank Perspective". Occasional Paper Series, European Central Bank.
 - Huber, S., 2013. "Inflation-Linked Bonds Preserving Real Purchasing Power and Diversifying Risk". Credit Suisse.
 - Kramer, W., 2013. "An Introduction to Inflation-Linked Bonds". Investment Research, Lazard Asset Management.
-