

Recuadro 3
EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE RENDIMIENTO DE
BONOS GUBERNAMENTALES EN PERÚ Y AMÉRICA LATINA
(2019-2025)

El presente recuadro describe la evolución del rendimiento y del diferencial de tasas de interés de los bonos gubernamentales de Perú y la región latinoamericana²⁶, para el periodo comprendido entre enero de 2019 y febrero de 2025. Durante este lapso los mercados financieros experimentaron cambios en el apetito por el riesgo, lo que generó una salida heterogénea de capitales, la depreciación de las monedas locales frente al dólar y un aumento en las primas por riesgo en las economías emergentes. Ello se dio en el contexto de: (i) la pandemia del Covid-19 (2020-2021) y las políticas monetarias expansivas adoptadas para mitigar los efectos de la emergencia sanitaria; (ii) las presiones inflacionarias globales (2021-2023); (iii) la incertidumbre política derivadas de las elecciones presidenciales de 2021 en el caso de Perú; (iv) los cambios en la perspectiva y calificación de la deuda peruana²⁷ (2022 a 2024); (v) las tensiones geopolíticas entre Rusia y Ucrania desde 2022; (vi) la aprobación de retiros extraordinarios de los aportes de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) entre 2020 y 2024; y (vii) los cambios en la expectativa de normalización de la política monetaria en Estados Unidos (2024).

Tamaño del mercado de renta fija gubernamental

En la región, el saldo total de bonos de gobierno²⁸ aumentó de USD 2 371 mil millones en diciembre de 2019 a USD 2 847 mil millones en diciembre de 2024. Brasil y México son los principales emisores, representando el 58 y 27 por ciento del total, respectivamente. En el caso de Perú, el saldo de bonos gubernamentales, incluyendo valores en soles, en soles de valor ajustados a la inflación (VAC), en dólares y euros, creció de USD 47 mil millones en diciembre de 2019 a USD 72 mil millones en diciembre de 2024, lo que equivale a un aumento de 49 por ciento en su saldo. La participación de Perú en la región es de alrededor de 3 por ciento a diciembre de 2024 (2 por ciento en diciembre de 2019). En términos del Producto Bruto Interno (PBI), la deuda gubernamental en bonos de Perú representa el 27 por ciento, mientras que el promedio regional a diciembre de 2024 se sitúa cerca del 49 por ciento al cuarto trimestre de 2024.

Por su parte, las colocaciones en el mercado internacional han mostrado fluctuaciones en los últimos años debido a diversos factores. Entre 2019 y 2021, se registró un crecimiento sostenido en las emisiones, impulsado principalmente por la necesidad de financiar el gasto asociado a la pandemia del Covid-19. En 2022, la emisión de bonos se redujo significativamente en un contexto de aumento de las tasas de rendimiento de los bonos del Tesoro Americano de Estados Unidos de América (EUA), lo que encareció el costo de endeudamiento para los países de la región. En 2023 y 2024, las emisiones internacionales recuperaron dinamismo, bajo condiciones de financiamiento más favorables.

26 Se analiza a Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

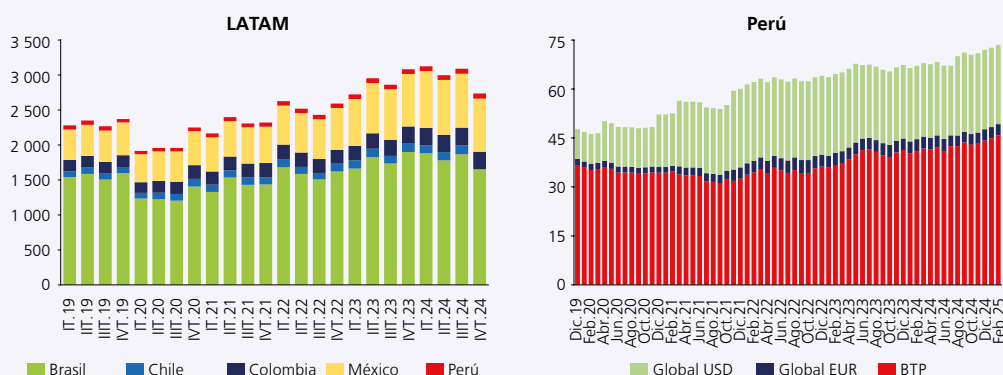
27 El 12 de diciembre de 2022, la agencia calificadoradora de riesgo Standard& Poor revisó la perspectiva de la deuda peruana de estable a negativa por el riesgo político; mientras que el 25 de abril de 2024 la misma agencia redujo la calificación crediticia de largo plazo en moneda extranjera de BBB a BBB- y en moneda local de BBB+ a BBB por la incertidumbre política que limitaría el crecimiento.

28 Considera los bonos gubernamentales en moneda local, ajustados a la inflación y moneda extranjera en cada país.



**SALDO DE DEUDA GUBERNAMENTAL Y CARACTERÍSTICAS DE BONOS EN PERÚ**

(Miles de millones USD)



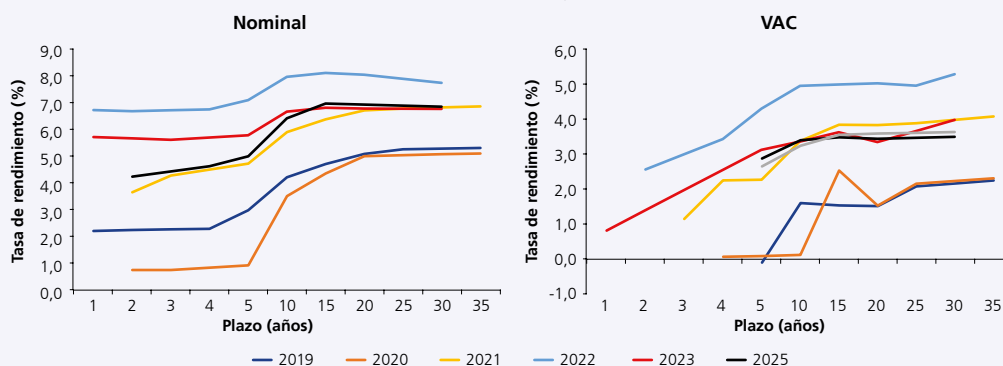
Fuente: The Institute for International Finance para Brasil, Chile, Colombia y México y Ministerio de Economía y Finanzas para Perú.

Evolución de las Curvas de Rendimiento de los Bonos Gubernamentales

Entre diciembre de 2019 y febrero de 2025, la curva de rendimiento de los bonos peruanos en soles a tasa fija (BTP nominal) registró una reducción promedio de 60 puntos básicos en sus tasas de rendimiento. En 2020, la curva de rendimiento de los bonos peruanos en soles descendió en promedio 105 puntos básicos, principalmente en el tramo corto y medio (167 puntos básicos), en línea con el promedio regional (131 puntos básicos) y con la disminución de las tasas de rendimiento de los bonos del tesoro americano (130 puntos básicos). Esta disminución estuvo influenciada por las políticas monetarias expansivas implementadas tanto a nivel local como global para enfrentar la crisis del COVID-19. Sin embargo, durante el mismo periodo, la volatilidad del rendimiento de los bonos en Perú aumentó debido a la aprobación de los primeros retiros extraordinarios de fondos de pensiones²⁹.

CURVAS DE RENDIMIENTO DE LOS BONOS GUBERNAMENTALES

(En porcentaje)

**VARIACIÓN PROMEDIO DE TASAS DE RENDIMIENTO**
(en puntos básicos)

	Nominales						Ajustados a la Inflación					
	2020	2021	2022	2023	2024	2025*	2020	2021	2022	2023	2024	2025*
Perú	-105	242	190	-142	-31	-24	-7	207	112	-144	-14	-1
LA5	-131	342	218	-142	148	-31	-35	161	110	-67	71	-11
EUA	-130	43	328	22	-4	-20	-156	-14	335	11	13	-57

* Al 28 de febrero.

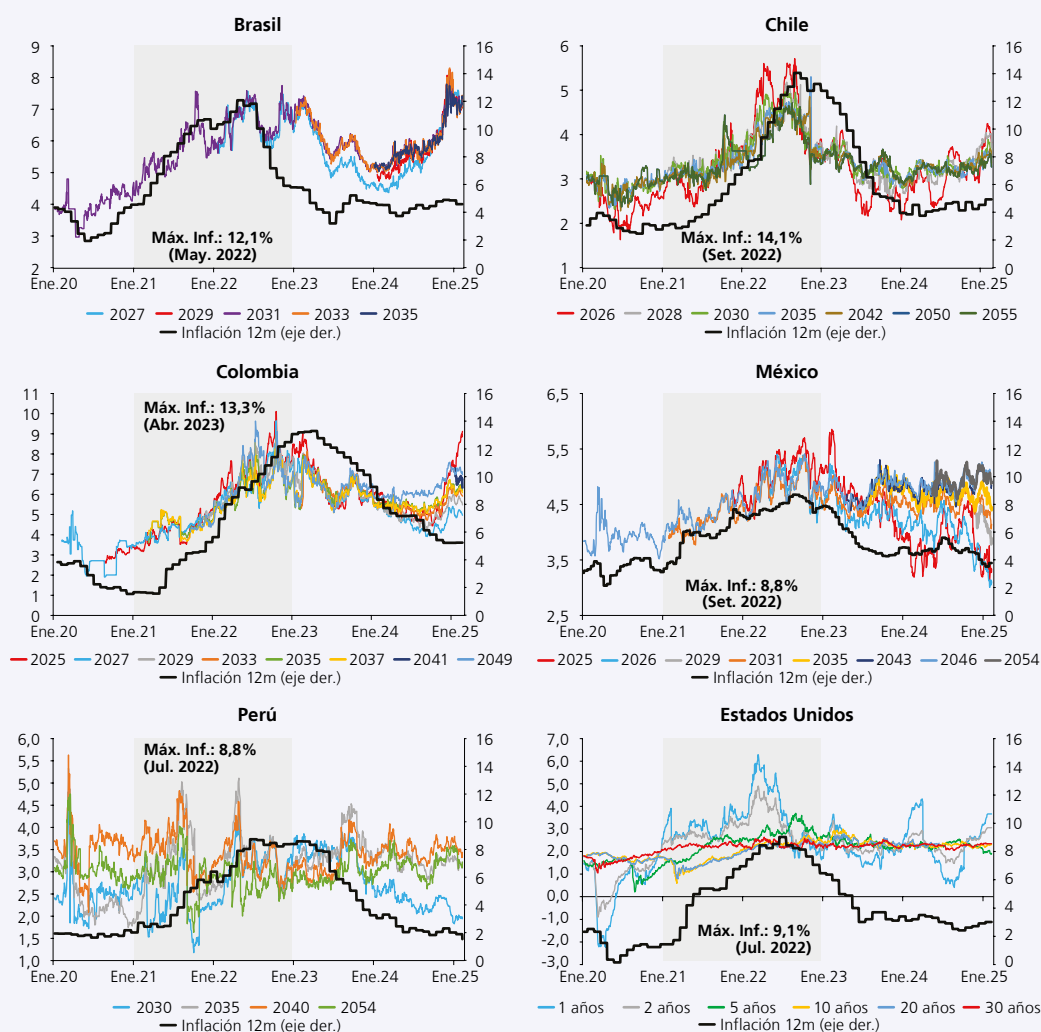
Fuente: Bloomberg y MEF.

29 El total de retiros fue de S/ 115,3 mil millones (S/ 33,7 mil millones en 2020; S/ 32,2 mil millones en 2021; S/ 22,0 mil millones en 2022; y S/ 27,3 mil millones en 2024).

En 2021 y 2022, las tasas de rendimiento de los bonos soberanos peruanos aumentaron en promedio 242 y 190 puntos básicos, respectivamente, por debajo del promedio regional (342 y 218 puntos básicos, respectivamente).

Las mayores presiones inflacionarias en la región observadas en 2021 y 2022 se reflejaron en el mercado de bonos latinoamericano mediante un aumento en las tasas de interés de los bonos nominales, así como en el *spread* entre los bonos nominales y los ajustados a la inflación. En este contexto, el *spread* promedio entre los bonos nominales y los VAC peruanos aumentó en 2021 y 2022 alrededor de 207 y 112 puntos básicos, siguiendo una tendencia similar a la de otros países de la región y EUA. En particular, cuando la inflación interanual en Perú alcanzó un máximo en el periodo (8,8 por ciento en julio de 2022), el *spread* promedio entre el BTP nominal 2029 y VAC 2030 presentaba una tendencia al alza, alcanzando 3,73 por ciento en julio de 2022 (4,30 por ciento en mayo de 2022), para luego disminuir paulatinamente hasta el nivel actual de 1,97 por ciento. Es importante destacar que, en la mayoría de los países de la región analizados, tanto la inflación interanual como el *spread* entre las tasas de los bonos nominales y los ajustados por inflación alcanzaron los niveles más altos del periodo de análisis en 2022.

LATAM Y EUA: SPREAD ENTRE LOS BONOS NOMINALES Y LOS AJUSTADOS A INFLACIÓN; E INFLACIÓN A 12 MESES (En porcentaje)



El área sombreada corresponde a los años 2021 y 2022.
Fuente: Bloomberg.



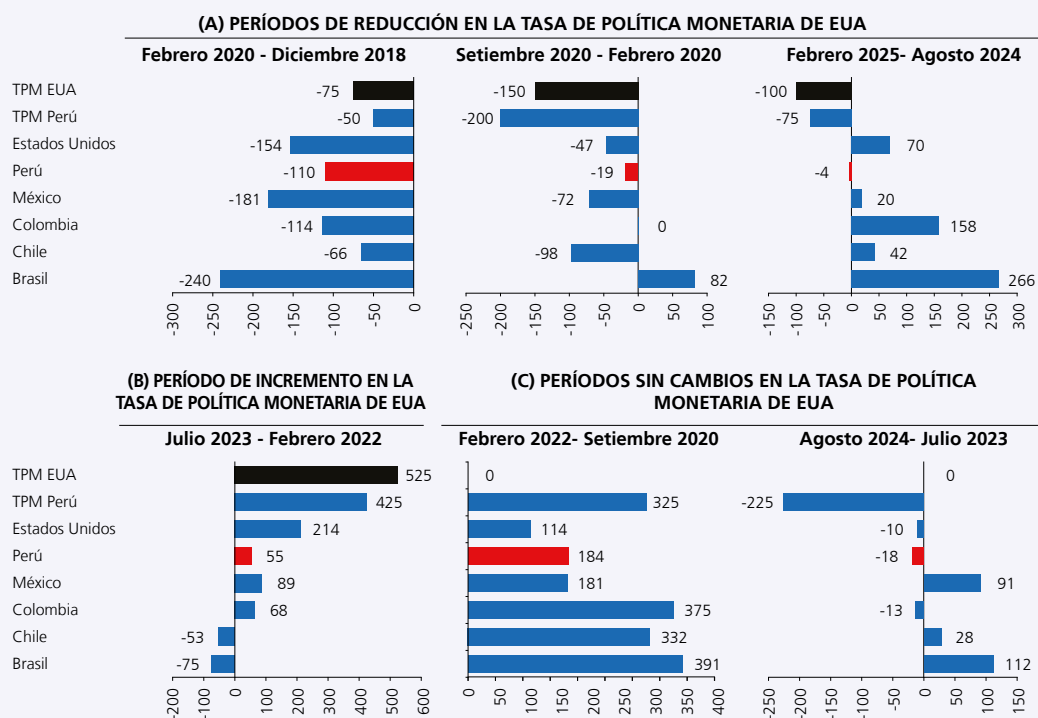


Por otro lado, entre 2023 y 2025, las tasas de rendimiento de los bonos peruanos han mostrado una tendencia a la baja, principalmente en el tramo corto de la curva de rendimiento, en línea con la evolución de la tasa de interés de referencia del BCRP y las menores expectativas de inflación.

Durante el periodo de análisis, un factor clave que sigue influyendo en el desempeño de los valores de renta fija gubernamental en moneda nacional, al igual que en otras economías emergentes, es la evolución de las expectativas sobre la velocidad de normalización de la política monetaria en EUA. En primer lugar, en episodios recientes de reducción en la tasa de política monetaria de EUA, las tasas de interés de largo plazo de la región presentaron un comportamiento heterogéneo. En Perú, durante el periodo en el que la tasa de política en EUA disminuyó en 75 puntos básicos (de diciembre de 2018 a febrero de 2020), el rendimiento del bono a 10 años disminuyó en 110 puntos básicos, mientras que la tasa del bono estadounidense descendió en 154 puntos básicos. Por otro lado, durante el periodo de intensificación de la crisis sanitaria de 2020 (de febrero a setiembre), el rendimiento del bono peruano a 10 años disminuyó en 19 puntos básicos.

VARIACIÓN DE LAS TASAS DE RENDIMIENTO DE LOS BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS EN MONEDA LOCAL

(En puntos básicos)



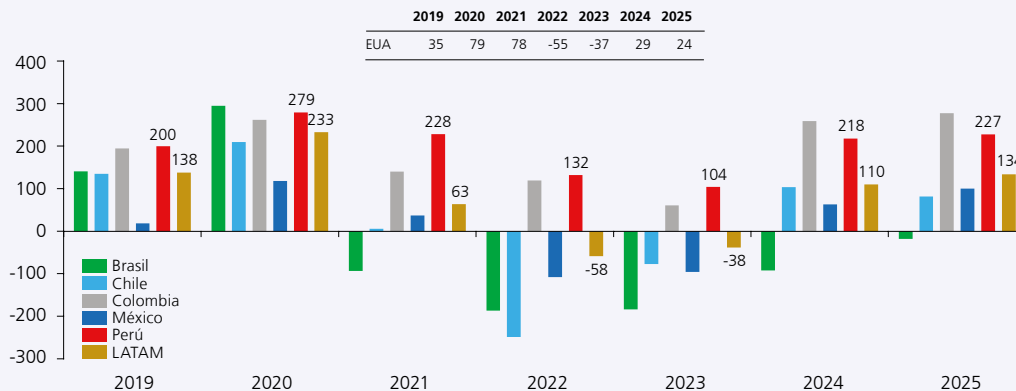
Fuente: Bloomberg.

En el caso de la pendiente de la curva de rendimiento, medida como el *spread* entre los bonos soberanos a 2 y 10 años, ésta se ha mantenido positiva en promedio durante el período 2019-2025. En 2020, la curva mostró un notable empinamiento debido a una reducción significativa en las tasas de los bonos de corto plazo (-149 puntos básicos) en comparación con la caída más moderada en los bonos de largo plazo (-70 puntos básicos). Por otro lado, en 2023, la pendiente alcanzó su nivel más bajo en el periodo

analizado (104 puntos básicos), al reducirse el rendimiento del BTP a 10 años (-130 puntos básicos) en mayor magnitud que del bono a 2 años (-101 puntos básicos).

PENDIENTE 10 – 2 AÑOS DE LA CURVAS DE RENDIMIENTO DE BONOS GUBERNAMENTALES

(En puntos básicos)



Al 28 de febrero.
Fuente: Bloomberg.

Diferencial de Tasas de interés de Largo Plazo

Una tendencia reciente en el rendimiento de los bonos soberanos ha sido el aumento del *spread* entre las tasas de largo plazo de los bonos en moneda local de la región y el bono estadounidense. Este diferencial ha fluctuado a lo largo del tiempo y ha mostrado un comportamiento diferenciado por países. Entre los factores comunes que han contribuido al aumento de estos diferenciales se incluyen el incremento en las primas inflacionarias, y las expectativas de que las tasas de política monetaria en EUA se mantendrán altas por más tiempo. Un análisis del diferencial de tasas de interés entre los bonos gubernamentales latinoamericanos y el bono estadounidense a 10 años, junto con la evolución del tipo de cambio muestra que, Chile ha mantenido el menor diferencial en cada año desde 2019, aunque su moneda ha mostrado una evolución heterogénea, con episodios de depreciación en 2019, 2021, 2023 y 2024, influenciados por factores idiosincráticos como las protestas sociales de 2019. Por su parte, Perú registró un diferencial de tasas y una depreciación del sol más pronunciada en 2020 y 2021, debido al impacto del Covid-19 y la incertidumbre política asociada a las elecciones presidenciales. En 2024, el diferencial promedio fue el menor de los últimos años, mientras que el sol se depreció en 1,5 por ciento, en un entorno de menor volatilidad.

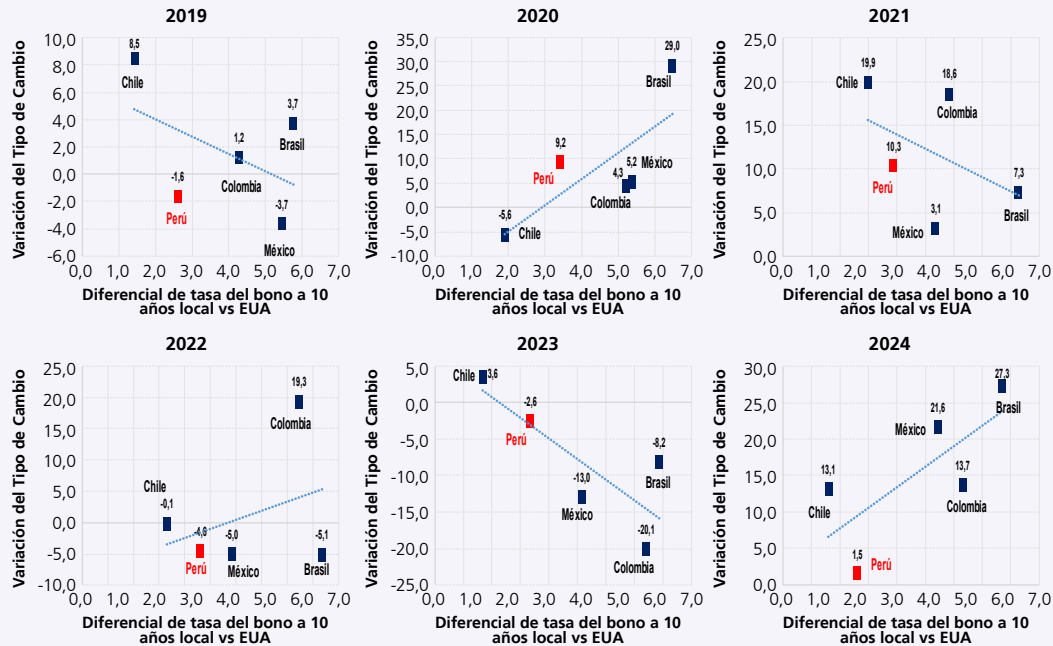
Los principales factores que explican la heterogeneidad de los diferenciales en Perú, en comparación con la región, responden a una combinación de factores estructurales y coyunturales:

La prima por riesgo doméstico: en los últimos años Perú ha enfrentado incertidumbre política, lo que ha incrementado la prima por riesgo exigida por los inversionistas para mantener deuda soberana a largo plazo.



**DIFERENCIAL PROMEDIO DE TASAS DE BONOS A 10 AÑOS Y VARIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO**

(En porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

Asimismo, en Perú, los retiros extraordinarios de fondos de pensiones han afectado la demanda por bonos soberanos, generando liquidación de bonos en un periodo corto y presionando al alza las tasas de interés³⁰. En Chile, aunque también se permitieron retiros de fondos de pensiones, el impacto en el mercado de renta fija por su tamaño relativo fue menor. Así, mientras que en Chile se realizó un mayor retiro en termino de montos y porcentaje del PBI (USD 44,3 mil millones y 14,6 por ciento, respectivamente), el total de retiros como porcentaje de la cartera de inversiones (21 por ciento), es significativamente menor a lo ocurrido en Perú (59 por ciento del valor de la cartera a diciembre de 2019). Además, los retiros extraordinarios en Perú han continuado hasta 2024.

RETIROS DE FONDOS DE PENSIONES EN PERÚ Y CHILE

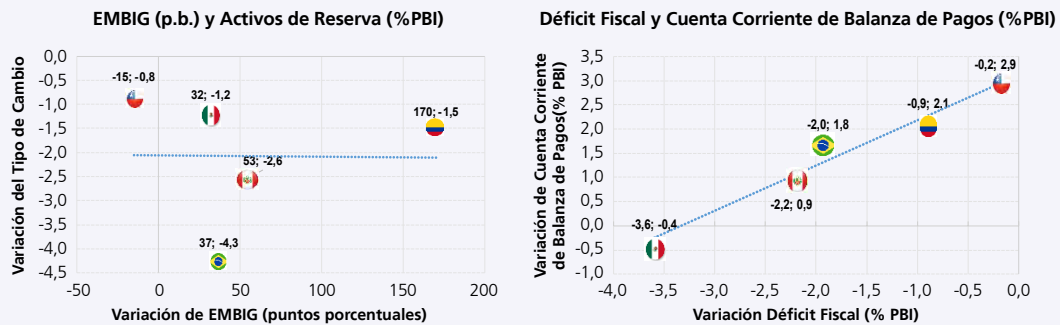
	Retiros (miles de millones USD)	Retiro (% PBI)	Retiros /Cartera AFP*
Perú	30,4	11,5	59
Chile	44,3	14,6	21

* Total de retiros como porcentaje de la cartera de inversiones de las AFP a diciembre de 2019.
Fuente: Superintendencia de Pensiones de Chile y Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

Por su parte, la calificación crediticia de la deuda en moneda extranjera de Perú ha experimentado cambios en su perspectiva, principalmente por la inestabilidad política, comportamiento que ocurrió también en los demás países de la región. Entre 2019 y 2024, el EMBIG Perú aumentó en 53 puntos porcentuales, por encima de Chile, México y Colombia, pero menor a Colombia (incremento de 170 puntos porcentuales).

30 Cabe indicar que las operaciones de reporte directa implementadas por el BCRP mitigaron este efecto. En total el BCRP realizó operaciones repos por S/ 32,6 miles de millones.

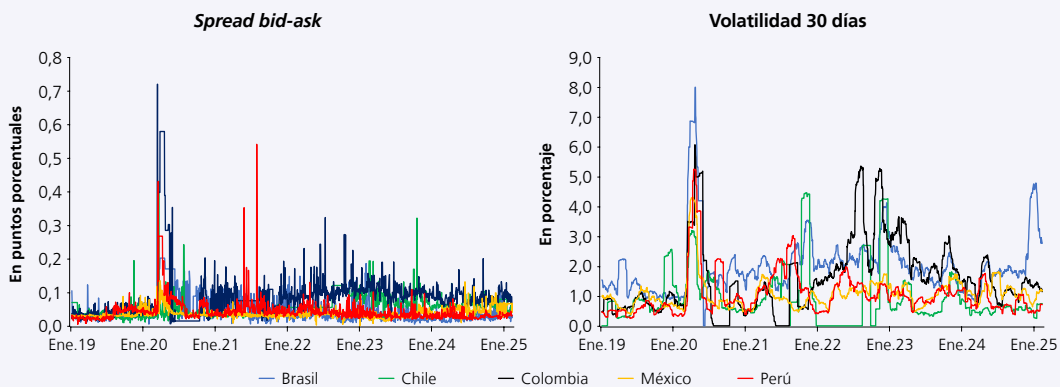
VARIACIÓN DE INDICADORES (2019-2024)



Fuente: Bloomberg y Fondo Monetario Internacional. Los activos de reserva se obtienen de cada banco central.

La liquidez y profundidad del mercado: en términos de liquidez de los bonos soberanos, entre 2019 y 2025, el *spread* promedio *bid-ask* del bono representativo a 10 años presenta dos episodios de presiones. El primero ocurrió en marzo de 2020 en la pandemia del Covid-19 y en julio de 2021 en el periodo de elecciones presidenciales cuando el *spread* se ubicó en 0,54 puntos porcentuales (30 de julio de 2021), por encima del nivel promedio de 2019 y 2020 (0,03 y 0,07 puntos porcentuales, respectivamente). Similarmente, la volatilidad diaria acumulada en los últimos 30 días subió considerablemente en abril de 2020 (5,3 por ciento), en línea con el comportamiento de los bonos de la región (promedio regional de 4,6 por ciento).

LIQUIDEZ Y VOLATILIDAD* DEL BONO GUBERNAMENTAL A 10 AÑOS



*Desviación estándar de la variación diaria de los últimos 30 días.
Fuente: Bloomberg.

Conclusiones

En los últimos cinco años, la evolución de las tasas de rendimiento de los bonos gubernamentales en Perú y en la región ha estado influenciada por factores tanto globales como locales. La volatilidad en los mercados financieros, impulsada por cambios en el apetito por el riesgo, el endurecimiento de la política monetaria en EUA y la incertidumbre política interna, ha generado un incremento en los diferenciales de tasas y en las mismas tasas de interés. En el caso de Perú, el diferencial de tasas ha sido influenciado por elementos estructurales como el menor tamaño y liquidez del mercado de bonos en soles, así como por factores coyunturales, entre ellos la incertidumbre doméstica y los retiros extraordinarios de fondos de pensiones. La tendencia a la baja en las tasas en los últimos años refleja una reducción en las expectativas inflacionarias en Perú, en comparación con otros países de la región.

