

Los bonos perpetuos no son la mejor manera de financiar el Fondo de Recuperación Europeo

EsadeEcPol Insight #13 Mayo 2020

AUTORES

Giancarlo Corsetti

Professor of
Macroeconomics,
University of Cambridge

Aitor Erce

Visiting Fellow, LUISS

Antonio García Pascual

Visiting Scholar at SAIS,
Johns Hopkins & Inter-
national Board Member,
EsadeEcPol

RESUMEN EJECUTIVO

– Voces autorizadas proponen financiar el Fondo de Recuperación Europeo emitiendo deuda perpetua conjunta. En este texto, se argumentan los beneficios de utilizar las capacidades de endeudamiento y de préstamo como dos instrumentos separados de la política de la UE. Desde un punto de vista financiero, en un mundo en que la política monetaria es ultra-acomodaticia, financiar el Fondo de Recuperación emitiendo deuda con vencimientos más cortos y transferir estos bajos tipos de interés a los Estados miembros a través de préstamos con un estrecho margen y vencimientos muy largos puede ser más barato. Apoyar la recuperación a través de esta transformación de los vencimientos reforzaría la sostenibilidad de la deuda en toda la UE.

Europa hace progreso en tiempos de crisis. La Covid-19 sigue generando un impacto de tal calibre que algunas políticas económicas que eran impensables empiezan a convertirse en realidad. Posiblemente la más relevante hasta la fecha es la **propuesta de un Fondo Europeo de Reconstrucción** de, al menos, medio billón de euros. La Canciller Alemana Angela Merkel ha aceptado la emisión de deuda conjunta europea para la financiación del Fondo y, además, parte de la ayuda será en forma de transferencias.

Numerosas voces autorizadas han lanzado la idea de financiar el Fondo emitiendo bonos perpetuos (*consolas*). Un argumento a favor de utilizar consolas es que comprometerse a una deuda perpetua conjunta supone un alto grado de mutualización.

Esta idea ha sido propuesta recientemente por Garicano (2020), Giavazzi y Tabellini (2020), Verhofstadt y Garicano (2020) y el Gobierno español (Consejo de la UE de 23 de abril de 2020), por citar algunas de las aportaciones más recientes (véase una discusión sobre el tema en Baldwin y Weder di Mauro, 2020). Soros (2020) también ha respaldado esta idea, señalando que las consolas se han utilizado en el pasado, tanto en el Reino Unido y Estados Unidos, como en España. Antes de la Covid-19, en un contexto algo distinto, Paris y Wyplosz (2014) propusieron un “plan PADRE” para abordar los altos niveles de deuda pública en la zona euro, que consistía básicamente en

utilizar el balance del BCE para canjear los instrumentos de deuda existentes por bonos perpetuos con cupón cero.

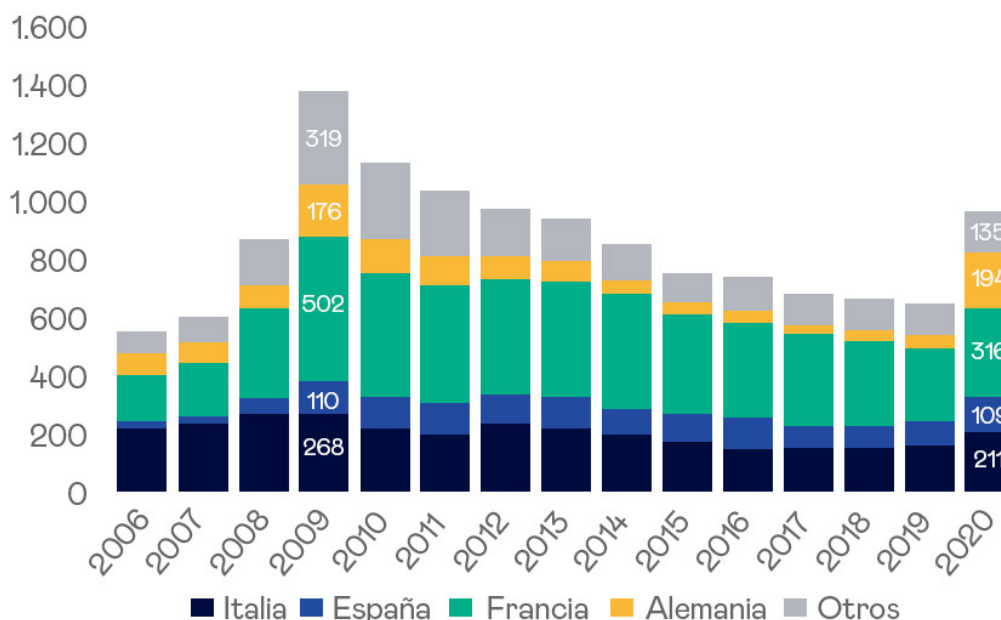
La Covid-19 sigue generando un impacto de tal calibre que algunas políticas económicas que eran impensables empiezan a convertirse en realidad

Compartimos los objetivos que han motivado estas propuestas: **conceder préstamos a los Estados con vencimiento a más largo plazo** será crucial para disponer de espacio para unas políticas de recuperación efectivas. Sin embargo, queremos llamar la atención sobre un hecho. Mediante la concesión de préstamos a través de las consolas, la UE adoptaría una postura que contrastaría mucho con la práctica reciente de países como Estados Unidos o Alemania, que a la hora de dar respuesta a unas necesidades de financiación, repentinamente mucho mayores, han confiado significativamente en la parte más corta de la curva de financiación.

La figura 1 muestra que, tanto en 2009 como en la actualidad, Alemania ha reaccionado a las tensiones **incrementando sus emisiones a corto plazo**. ¿Cómo es que las Oficinas de Gestión de la Deuda (OGD) en Alemania y en otros países europeos prefieren no emitir *consolas*? ¿Qué se están (nos estamos) perdiendo?

Figura 1

Emisión de deuda pública a corto plazo de los principales emisores de la zona euro
(en miles de millones de euros)



Fuente: Tesoros de los respectivos países y estimaciones de SG Cross Asset Research/Rates, sobre las emisiones netas para el 2020. Dentro de "Otros" se incluyen Finlandia, Irlanda, Portugal, Bélgica y Holanda.

¿Qué es un bono perpetuo? Una perspectiva histórica

Los bonos perpetuos (también llamados *consolas*) son la deuda a más largo plazo posible. De hecho, el titular de un bono perpetuo no recupera el capital, pero tiene derecho a un cupón fijo anual indefinidamente.

La deuda perpetua se remonta al siglo VIII (Mihm 2019). Para promover la donación de tierras a los monasterios, la Iglesia Católica prometía a los donantes una **suma anual que reflejaba el valor de la tierra**. Dicha anualidad con frecuencia acababa siendo perpetua. En la Edad Media, la lucha de la Iglesia contra la usura hizo aparecer un nuevo riesgo inesperado para los prestadores. Cuando debían hacer frente al pago de grandes obligaciones, los deudores podían acusar a los acreedores de usura y así eludir pagar sus deudas. Al descartar el reembolso del capital principal, las *consolas* ofrecían una vía para poder contener ese riesgo.

Los gobiernos nacionales también probaron a utilizar las perpetuidades. En el siglo XVI, se negociaban bonos *consol*/soberanos en los mercados secundarios. En 1752, el Reino Unido convirtió su deuda en bonos perpetuos. Alexander Hamilton hizo lo mismo cuando consolidó las deudas de los Estados Unidos.

“ El titular de un bono perpetuo no recupera el capital, pero tiene derecho a un cupón fijo anual indefinidamente

Las *consolas* **cayeron en desgracia en el siglo XIX**. Estados Unidos las reemplazó por obligaciones de vencimiento fijo durante la década de 1830. El Reino Unido liquidó la mayoría de sus perpetuidades en 1888. Los últimos bonos perpetuos británicos fueron redimidos en 2015. España dejó de utilizar deuda perpetua paulatinamente tras la guerra civil (Comin, 2015).

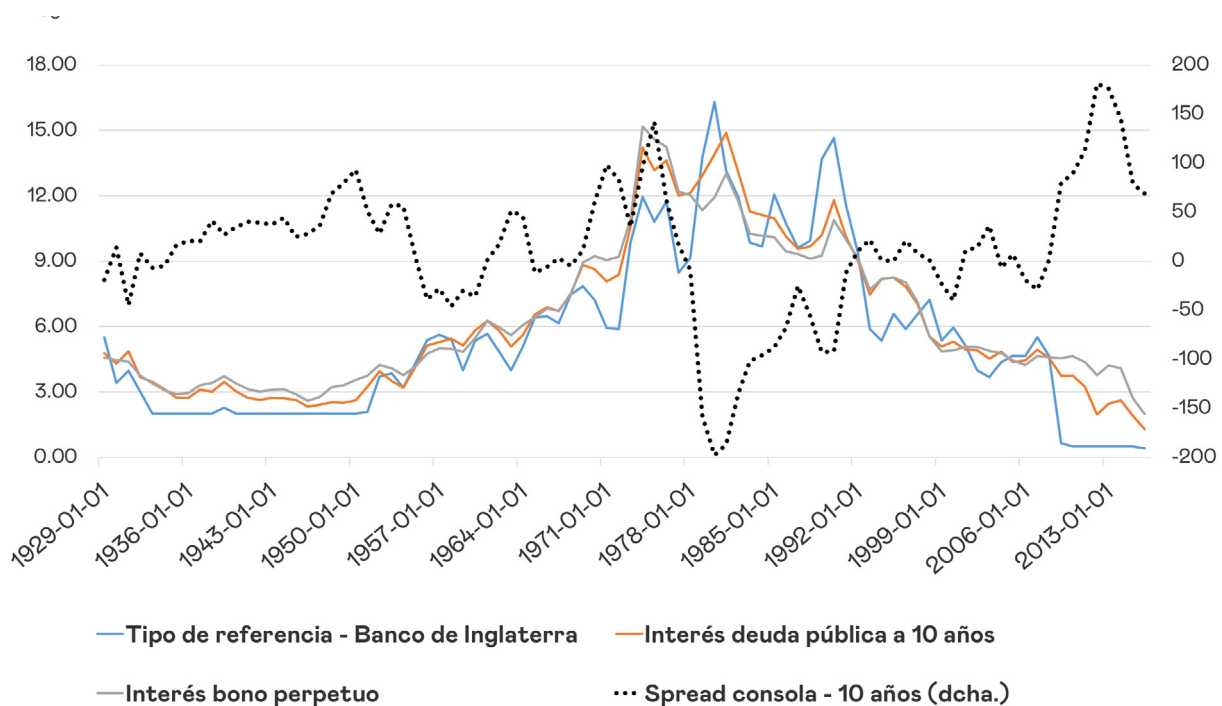
¿Es la emisión de bonos perpetuos una opción rentable?

Hay un problema esencial con **financiar la crisis actual emitiendo *consolas***. En un mundo en que la política monetaria es ultra-acomodaticia, no aprovechar al máximo los tipos excepcionalmente bajos equivale *de facto* a actuar en contra de los esfuerzos de las autoridades monetarias, que intentan mantener baja la carga de los intereses que recaen sobre los deudores privados y públicos.

¿Por qué los erarios calificados con la triple A, pudiendo **emitir deuda a interés negativo** incluso a 10 años, querrían pagar unos cupones comparativamente más altos emitiendo deuda perpetua?

Cuando el Reino Unido anunció la redención de sus últimas *consolas* en 2014, el director de colocación múltiple de activos de Threadneedle Asset Management señaló: “Espero que este movimiento sea el primero de muchos otros para reducir la cuantía de los intereses y proteger el dinero de los contribuyentes” (*Financial Times*, 2014). Esta divergencia en los costes de financiación se ilustra en la figura 2, que utiliza datos del Banco de Inglaterra.

Figura 2
Un siglo de *gilts*, *consolas* y tipos del Banco de Inglaterra



Fuente: Banco de Inglaterra

De hecho, el BCE ha desplegado **políticas cuantitativas y tipos negativos** precisamente para mejorar las condiciones financieras. Los emisores que tienen un acceso al mercado fuerte y con bajo riesgo de refinanciación no tienen razón alguna para recurrir a las *consolas*, desaprovechando la oportunidad de beneficiarse de tipos de interés más bajos. En un entorno de escaso crecimiento, un menor coste de financiación es esencial para la sostenibilidad de la deuda (Blanchard, 2019).

Muy consciente de ello, la propuesta de Soros prevé un bono perpetuo con un cupón del 0,5 %, que está muy cerca de los actuales tipos a corto plazo de varios bonos soberanos de la zona euro. Sin embargo, con un cupón como este, **no está claro que exista una demanda privada significativa de estos bonos**. Las *consolas* británicas de 1927 que se retiraron en 2015 habían atraído el interés del sector privado porque su cupón era del 4 %. ¿Qué cupón tendría sentido para los mercados de hoy: del 1 %, del 2 %, superior?

El riesgo de duración y el precio de las *consolas*

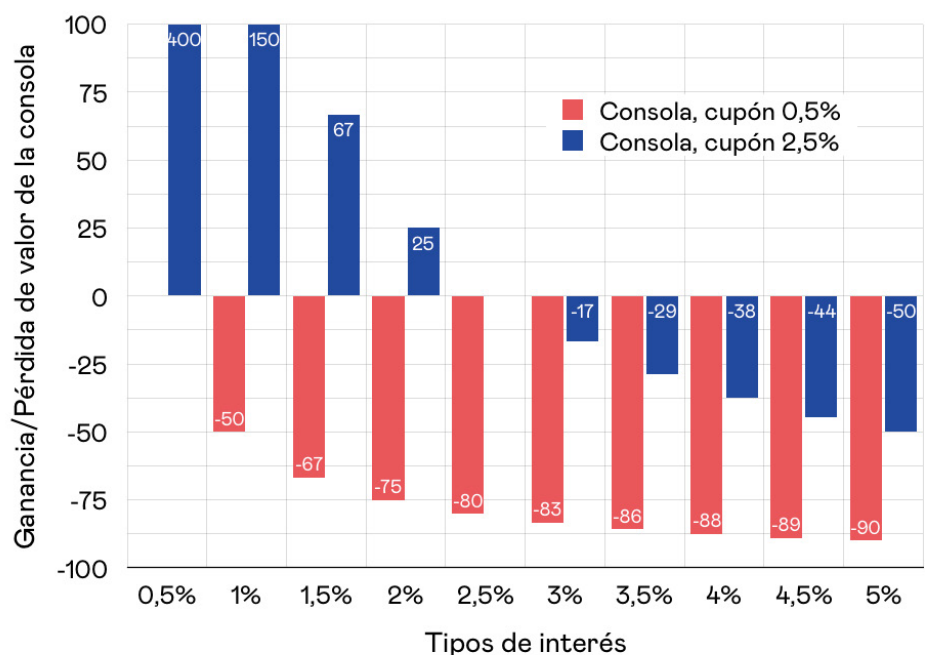
Las *consolas* tienen una característica definitoria que las convierte en una **inversión arriesgada en renta fija**. El precio de los bonos perpetuos es extraordinariamente sensible a los cambios en los tipos de interés. Es lo que se conoce como tener duración alta y se traduce en saltos potencialmente dramáticos en el precio o valor de mercado (mark-to-market price) de una consola.

El precio de una *consola* se basa en dos elementos: su cupón, c , y la tarifa de descuento, r . El precio es simplemente c/r , y su duración es la inversa del tipo de interés, $1/r$. Intuitivamente, descontar el futuro a un tipo de interés bajo asigna valores altos a los pagos más distantes.

“Las *consolas* tienen una característica definitoria que las convierte en una inversión arriesgada en renta fija

En la figura 3, se ilustra la **sensibilidad al precio de las *consolas*** a tipos de interés de mercado comparando *consolas* emitidas con un cupón del 0,5% (como en el ejemplo de Soros) con *consolas* que pagan un cupón superior, del 2,5% (más cercano al rendimiento que cabe esperar de una *consola* de la UE, como explicamos a continuación).

Figura 3
Riesgo de duración de los bonos perpetuos



Fuente: Cálculos de los propios autores. Ganancias y pérdidas de una consola de 100 €, emitida a la par, cuando cambian los tipos de interés.

Como puede observarse en esta figura, en el supuesto de que las *consolas* pudieran emitirse a la par con un cupón del 0,5%, como propone Soros (si el cupón c iguala r , el precio de la *consola* es 1), si el tipo del mercado de referencia se incrementara por ejemplo un 2%, **el precio del bono bajaría 25 céntimos!** En cambio, si los tipos de interés a largo plazo cayeran aún más en el futuro, acercándose a cero, el precio de la *consola* aumentaría considerablemente. En nuestro ejemplo con un cupón del 0,5%, si los rendimientos a largo plazo cayeran hasta el 0,1%, el valor de la consola se multiplicaría por 5. Ello encarecería mucho su recompra en el futuro.

La sensibilidad de las *consolas* a los tipos de interés las hace **particularmente arriesgadas para los inversores** en un escenario con mucha incertidumbre sobre los tipos de interés futuros. Si bien es probable que los intereses se mantengan en los históricos tipos bajos actuales durante algún tiempo, cabe esperar que el estímulo monetario sin precedentes genere cierta inflación a medio plazo y, con ella, unos tipos de interés más altos. En vista del riesgo de un incremento de los tipos de interés en el futuro, los inversores naturalmente solicitarían un cupón suficientemente alto.

La sensibilidad de las *consolas* a los tipos de interés las hace particularmente arriesgadas para los inversores en un escenario con mucha incertidumbre

En el caso de un bono perpetuo emitido por la UE (una entidad supranacional), el cupón naturalmente se basará en el tipo de interés de los instrumentos libres de riesgo con el vencimiento más largo posible, más una cierta prima de riesgo para dar cuenta del elevado riesgo de duración de una consola.

En el marco de la política monetaria actual, como referencia, el bono francés a 46 años se negocia a un rendimiento al vencimiento (RAV) de casi el 1%. En cambio, el bono italiano a 47 años se negocia a un RAV de casi el 3%. El diferencial medio entre los bonos con vencimiento a 50 años y a 10 para bonos soberanos con calificación A (o superior) es de casi 100 puntos básicos (Bloomberg, 5 de mayo de 2020) –una combinación de prima a plazo y expectativas sobre los tipos.

Con base en las actuales condiciones del mercado, el **cupón de una consola de la zona euro** podría fijarse razonablemente entre el 2,0 y el 3,0% [1]. Por tanto, el coste financiero de una consola sería mayor que los tipos de mercado de la deuda soberana de vencimiento más a corto plazo: los bonos franceses a 10 años actualmente se están negociando a un tipo de interés ligeramente inferior al 0% y los bonos alemanes a 10 años, al -0,5%.

Además, una porción significativa de las *consolas* que hay en el mercado podrían **plantear problemas de estabilidad financiera**. Es probable que los activos de larga duración acaben en el balance de las compañías aseguradoras o los fondos de pensiones, que necesitan igualar sus activos a largo plazo con los pasivos. Aunque estas instituciones deberían estar en mejores condiciones de gestionar el riesgo de duración que otros inversores, el riesgo de duración de las *consolas* es extremadamente alto.

Existe el riesgo de que unas **eventuales pérdidas considerables** en el balance de las instituciones que posean estos instrumentos pueda pesar en la voluntad del BCE de normalizar los tipos. Tomando la propuesta de Soros para ilustrar el tema, si los intermediarios financieros compraran 2 billones de euros en *consolas* con un cupón del 0,5% a la par, y los tipos de interés a largo plazo subieran al 2%, las pérdidas de ajuste al valor de mercado ascenderían a 1,5 billones de euros (v. figura 3).

Dos instrumentos de política económica europea: emisión de deuda y provisión de financiación

Los emisores fuertes pueden permitirse **préstamos a corto plazo a unos tipos de interés muy bajos** y participar en la refinanciación de la deuda a su vencimiento, reduciendo la prima a plazo que pagan. El panorama es distinto para los emisores más débiles. Estos se enfrentan a costes de endeudamiento más elevados y a un acceso futuro más incierto a los mercados de capital. Para estos emisores, tiene más sentido utilizar deuda de largo vencimiento para financiar proyectos a largo plazo. Hacer coincidir la duración de los activos y los pasivos es una buena práctica cuando los riesgos de refinanciación son significativos.

La cuestión es, pues, si existe alguna forma para que Europa permita que todos los países puedan beneficiarse de hacer coincidir los gastos de inversión a largo plazo con los pasivos a más corto plazo. Nosotros sostenemos que sí existe. **La UE es un fuerte emisor que puede utilizar el activo y el pasivo de su balance como dos instrumentos separados de su política.** Los préstamos europeos concedidos en apoyo a los Estados miembros deberían ser de vencimiento a largo plazo para mejorar la sostenibilidad de la deuda y reducir las necesidades de financiación bruta a corto plazo.

En cambio, la financiación de los préstamos a través de la emisión de bonos europeos debería depender más de la parte corta de la curva de rendimiento para **aprovechar al máximo la política monetaria acomodaticia del BCE.** En otras palabras, utilizando acertadamente

los dos lados del balance, la UE puede lograr una “transformación de vencimientos” en representación de sus Estados miembros. Fundamentalmente, este ejercicio de transformación de vencimientos es financiado por los propios países prestatarios, de modo que no depende de las transferencias o del uso del dinero de los contribuyentes de otros países.

Resumiendo, la UE está mejor posicionada para aprovechar su **condición de prestatario fuerte con acceso al mercado.** La forma más barata de financiar el Fondo de Recuperación Europeo sería emitir deuda conjunta de la UE con vencimientos a más corto plazo, y después transferir esos bajos tipos de interés a los Estados miembros a través de préstamos con escasos márgenes sobre los costes de financiación y con vencimientos a muy largo plazo. Apoyar a los Estados miembros a través de unos tipos bajos y de la transformación de vencimientos contribuiría a reforzar la sostenibilidad de la deuda en todos los Estados miembros (Erce *et al.*, 2020).

Es importante pensar la emisión de deuda europea y la provisión de financiación de la UE a los Estados miembros como **dos instrumentos políticos separados.** Ahora que nos estamos enfrentando a crisis largas y complejas que desafían nuestra capacidad para estabilizar la economía, no nos podemos permitir el lujo de ignorar los mecanismos de estabilización que nos pueden ayudar a diseñar soluciones eficientes y justas a los actuales problemas europeos.

REFERENCIAS

Alogoskoufis, S. & Langfield, S.

Forever Europe: perpetual corona bonds to finance the recovery, Mimeo, 29 de abril (2020)

Baldwin, R. & Weder di Mauro, B.

Mitigating the Covid crises: Act fast and do whatever it takes, VoxEU.org, 18 de marzo (2020) [Ver](#)

Blanchard, O. **Public debt and low interest rates.**

Working Paper 19-4, Peterson Institute for International Economics (2019)

Comin Comin, F. **La deuda pública: el bálsamo financiero del régimen de Franco (1939-1975)**, Revista de Historia Industrial Nº 57, año XXIV. 2015.1 (2015)

Erce, A.; García Pascual, A. & Marimon, R. **The ESM can finance the Covid fight now**, VoxEU.org, 6 de abril (2020) [Ver](#)

Financial Times. **UK to repay tranche of perpetual war loans**, 31 de octubre (2014)

Garicano, L. **Toward a European reconstruction fund**, VoxEU.org, 5 de mayo (2020) [Ver](#)

Giavazzi, F. & Tabellini, G. **Covid perpetual eurobonds: jointly guaranteed and supported by the ECB**, VoxEU.org, 24 de marzo (2020) [Ver](#)

Mihm, S. **Never say never to forever bonds**, Bloomberg Opinion, 12 de noviembre (2019)

Paris, P. & Wyplosz, C. **The PADRE plan: politically acceptable debt restructuring in the eurozone**, VoxEU.org, 28 de enero (2014) [Ver](#)

Soros, G. **The EU should issue perpetual bonds**, Project Syndicate, 20 de abril (2020)

Verhofstadt, G. & Garicano, L. **Toward a European reconstruction fund**, Project Syndicate, 15 de abril (2020)

NOTAS

- [1] Vid. Alogoskoufis y Langfield (2020) para un análisis más detallado sobre la fijación de los precios de las *consolas*.

