

## Los riesgos ocultos de la Renta Fija

Si hay una norma sagrada que los gestores de patrimonios han transmitido siempre a los ahorradores es que el producto financiero menos arriesgado es la renta fija. Cuando se encuentran ante un perfil conservador, la sugerencia de los gestores casi siempre será aumentar el porcentaje del patrimonio que está invertido en renta fija.

Sin embargo, creemos que existe cierta desinformación acerca de lo que realmente representa este activo. En este informe, intentaremos explicar cuáles son los riesgos que estamos aceptando cuando compramos un bono corporativo o soberano, y como se nos está recompensando exactamente por cada uno de ellos.

### Riesgo de Impago (A)

El primer riesgo que asumimos cuando le prestamos dinero a una empresa o estado consiste en la posibilidad de que no sea capaz de devolvernos ese dinero cuando llegue la fecha de vencimiento. Cuanto más probable sea esa posibilidad, más interés exigiremos para compensarnos el riesgo. Por prestarle dinero a 5 años a Sacyr el interés anual que se nos ofrece es del 4,19%; para el mismo periodo, Ferrovial nos paga un 0,26%. Fácilmente se deduce que prestarle dinero a Sacyr es mucho más arriesgado que prestarle a Ferrovial. Sin embargo, ¿cuánto del 0,26% que nos ofrece Ferrovial es estrictamente para compensarnos por el riesgo de impago?

Para averiguarlo, deberemos encontrar un bono con una fecha de vencimiento muy similar, pero sin riesgo de impago. Un bono soberano alemán que vence dentro de 5 años nos ofrece un interés del -0,63%. Con una fácil resta vemos que la prima de riesgo de Ferrovial es del 0,89%; la de Sacyr es un 4,82%.

A continuación, podemos ver la evolución de la prima de riesgo que las empresas con el mismo riesgo que Ferrovial (rating BBB) ofrecen por prestarles dinero a 5 años vista:

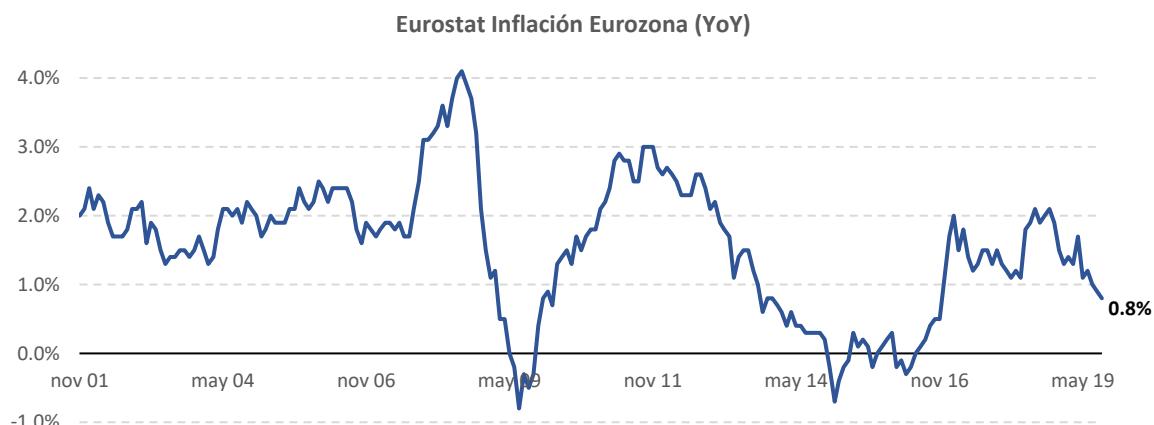


Como se puede observar, la prima de riesgo corporativa va muy correlacionada con el ciclo económico: cuanto mejor vaya la economía, menos probable es que quiebren las empresas. Por ello, el 0,86% en el que se encuentra ahora mismo es muy poca recompensa por el riesgo real que se está asumiendo. Cabe recordar que históricamente, un 1,42% de las empresas con este nivel de riesgo han quebrado en un plazo de 5 años.

### Riesgo Inflación (B)

El siguiente coste que debemos considerar a la hora de invertir en renta fija es que, por culpa de la inflación, el dinero pierde valor cada año. Igual que en el caso del riesgo de impago, el riesgo de inflación se compensa con interés. Cuanto mayor sean las expectativas de inflación, más interés se exigirá.

Las expectativas de inflación ahora mismo están en mínimos casi históricos. En la zona euro, por ejemplo, se espera que en los próximos 5 años, la inflación media sea del 0,74% anual. Esta expectativa es baja, pero está en línea con la que hemos experimentado en Europa desde la crisis financiera.



Si sustraemos por tanto el componente “expectativas de inflación” (0,74%) de nuestro bono soberano alemán a 5 años que nos pagaba un -0,63%, veremos que el interés real que se nos ofrece es del -1,37%. Se abren por lo tanto 3 escenarios que pueden ocurrir a vencimiento de dicho bono soberano:

1. La inflación durante estos cinco años cumple con la previsión del 0,74% anual. De los 100€ que le prestamos a Alemania, nos devuelve 97€. Pero por culpa de la inflación, estos 97€ nos compran lo que hoy podríamos comprar con 93€.
2. La inflación durante estos cinco años es superior al 0,73% que dicen las previsiones (por ejemplo, sube hasta el 3%). De los 100€ que le prestamos a Alemania, nos devuelve 97€. Pero por culpa de la inflación, estos 97€ nos compran lo que hoy podríamos comprar con 83€ (nuestro retorno real es del -3,63% anual).
3. La inflación durante estos cinco años es inferior al 0,73% (por ejemplo, baja hasta el -1%). De los 100€ que le prestamos a Alemania, nos devuelve 97€. Pero gracias a la deflación, estos 97€ nos compran lo que hoy podríamos comprar con 102€.

Este riesgo, por supuesto, también está inherente en el bono de Ferrovial a 5 años que nos pagaba un 0,26%, solo que en este caso hay un escenario más a considerar:

1. La inflación es del 0,74%: De los 100€ que le prestamos a Ferrovial, nos devuelve 101€, que por culpa de la inflación valen 98€.
2. La inflación es del 3%: De los 100€ que le prestamos a Ferrovial, nos devuelve 101€ que ahora valen 87€.
3. La inflación es del -1%. De los 100€ que le prestamos a Ferrovial, nos devuelve 101€ que ahora valen 106€.
4. Ferrovial quiebra y no es capaz de devolvernos nuestros 100€.

### Riesgo Coste de Oportunidad (C)

El último coste que conlleva prestar dinero a una empresa o estado consiste en que durante un periodo de tiempo no podremos disponer de él. Podemos encontrar este coste en cualquier bono europeo: solo tenemos que partir desde el interés que nos pague y restarle la prima por riesgo de impago y la prima por riesgo de inflación. Partiendo desde el bono de Sacyr que dijimos antes, se vería así:

- + Interés bruto: 4,19%
- Prima de inflación: 0,74%
- = Interés real: 3,45%
- Prima de riesgo: 4,82%
- = Interés real sin riesgo: -1,37%

La evolución en los últimos años del tipo de interés real a 5 años ha sido la siguiente:



Como podemos ver, desde 2009 el interés real que se recibe por prestar dinero en Europa ha caído de forma constante. Además, desde 2014 y como consecuencia de las políticas monetarias extremas que ha introducido el Banco Central Europeo (BCE), nos encontramos en el mundo al revés: quien presta dinero tiene que pagar interés al prestatario.

### Juntando todas las piezas

Ahora que hemos visto que el interés que nos paga un bono depende de (1) el tipo de interés real, (2) las expectativas de inflación y (3) su prima de riesgo, pasemos a ver cómo afectan cambios en estos parámetros al precio de un bono corporativo.

El precio de un bono corporativo se mueve en dirección inversa a su tipo de interés. Es decir, cuanto más suba el interés que ofrece un bono, más caerá su precio. Veamos un ejemplo de lo que puede ocurrir en los próximos años con un caso real (el bono de Ferrovial que comentábamos antes).

*(a) Situación Inicial*

Ferrovial tiene emitido un bono con vencimiento en 2024 y cupón del 2,5% que cotiza a 110€. Un inversor decide comprar este bono: el tipo de interés que está aceptando es del 0,26%, puesto que está pagando 110€ por el bono y al vencimiento Ferrovial solo tendrá la obligación de devolver 100€ (que es el principal). Además, recibirá cupones por valor de 2,5€ durante 5 años.

Conviene recordar que este 0,26% está compuesto de la suma de -1,37% (tipo de interés real) + 0,74% (expectativa de inflación) + 0,89% (prima de riesgo). Por ello, su tipo de interés real es del -0,48% (0,26% - 0,74%). Ahora supongamos que ocurren los siguientes acontecimientos:

*(b) Las perspectivas de negocio de Ferrovial empeoran. Su prima de riesgo sube desde 0,89% hasta el 2,00%.*

El interés del bono subirá por tanto desde el 0,26% hasta el 1,37%. ¿Y el precio del bono? Pues caerá desde 110€ hasta 105€. En este caso nuestro inversor tiene 2 opciones: vender el bono a 105€ y asumir una pérdida de 5€, o esperar hasta vencimiento. Si espera hasta vencimiento, y Ferrovial no quiebra, recibirá 112,5€ por su inversión de 110€ (2,5€ en cupones durante 5 años y 100€ de principal). Ahora bien, si las expectativas de inflación se han cumplido, esos 112,5€ comprarán lo que hoy compraban 108€.

*(c) Además, las expectativas de inflación suben desde el 0,74% hasta el 2,00%.*

El interés del bono subirá desde el 1,37% hasta el 2,63%. El precio del bono caerá por tanto desde 105€ hasta 99€. La pérdida que asumiría ahora si se vende el bono es de 11€. Si el inversor espera a vencimiento, por otra parte, recibirá los 112,5€ pero estos solo valdrán 101€ de hoy.

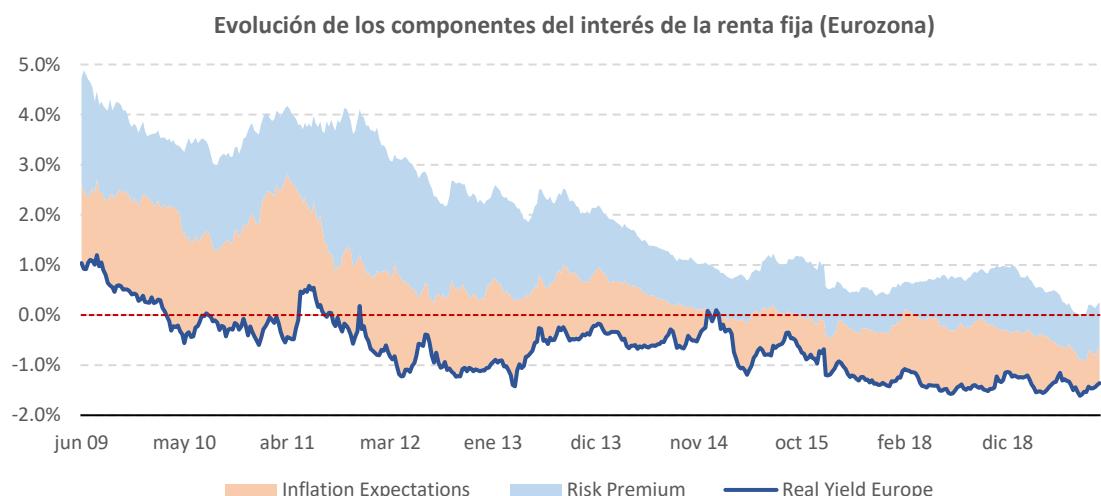
*(d) Por último, el BCE deshace su política de tipos de interés negativos y los tipos de interés reales suben desde el -1,37% hasta el 0,00%.*

El interés del bono subirá desde el 2,63% hasta el 4,00%. El precio del bono caerá por tanto desde 99€ hasta los 94€. La pérdida si vendemos será de 16€. Si el inversor espera a vencimiento, recuperará 112,5€ que valdrán 101€ de hoy.

Vemos por tanto que el tipo de pérdida que sufrimos cuando cae el precio de un bono depende mucho de qué la está originando:

- Si la pérdida es por una subida de la prima de riesgo, es una pérdida teórica que recuperaremos si la empresa no quiebra (ahora bien, nuestro préstamo será ahora más arriesgado).
- Si la pérdida viene por una subida de las expectativas de inflación, nuestra perdida es real e inevitable. Hemos perdido poder adquisitivo.
- Si la perdida viene por una subida de los tipos de interés reales, nuestra pérdida viene por la vía del coste de oportunidad: estamos recibiendo menos por nuestro dinero de lo que podríamos recibir con un nuevo préstamo.

Analizando conjuntamente los 3 componentes del interés de un instrumento de renta fija, nos parece un mal momento para invertir en este producto. Los 3 factores están en mínimos históricos (ver gráfico), y la posibilidad de que alguno de ellos suba es muy real. Una crisis económica puede llevar a que las primas de riesgo de las empresas suban de forma generalizada. Por otra parte, una aceleración de la economía puede llevar a una subida de las expectativas de inflación que además permita al Banco Central Europeo normalizar los tipos de interés.



### ¿Qué alternativas hay?

Las opciones actuales para un inversor conservador son muy difíciles. Aun así, existen algunas posibilidades que nos parecen interesantes:

- Invertir en bonos ligados a la inflación.** Este bono aumenta cada año el principal a devolver en función de la inflación que se vaya produciendo. Por desgracia, estos bonos hoy en día en Europa solo los emiten estados y no empresas. El bono ligado a la inflación de España a 5 años, por ejemplo, ofrece un -1,0% de rentabilidad. En este caso el componente "expectativas de inflación" desaparece de la ecuación y solo queda el tipo de interés real del -1,37% y la prima de riesgo de España del 0,37%.
- Dejarlo en efectivo.** Cuando las alternativas son tan malas, a veces la decisión correcta es levantarse de la mesa de juego. Dejando el dinero en efectivo nos estaremos garantizando perder por culpa de la inflación -0,73% al año si las perspectivas se cumplen. Estaremos un poco peor que con el bono de Ferrovial (con el que obteníamos un -0,48%). Pero cuando los tipos de interés vuelvan a subir, tendremos la oportunidad de entrar en el mercado de renta fija a un interés mucho más interesante y sin sufrir pérdidas por los bonos comprados en el peor momento.

La razón por la cual la mayoría de los gestores sugieren invertir en renta fija a los inversores conservadores es porque es un activo con una volatilidad histórica muy baja, y es cierto que una cartera que invierte el 100% de su patrimonio en renta variable sufrirá una volatilidad mayor que una que invierte el 100% en renta fija. Pero una cartera que invierta el 40% en renta variable y deje el 60% restante en efectivo tendrá una volatilidad parecida a la que invierte solo en renta fija y unas perspectivas (en nuestra opinión) mucho mejores.

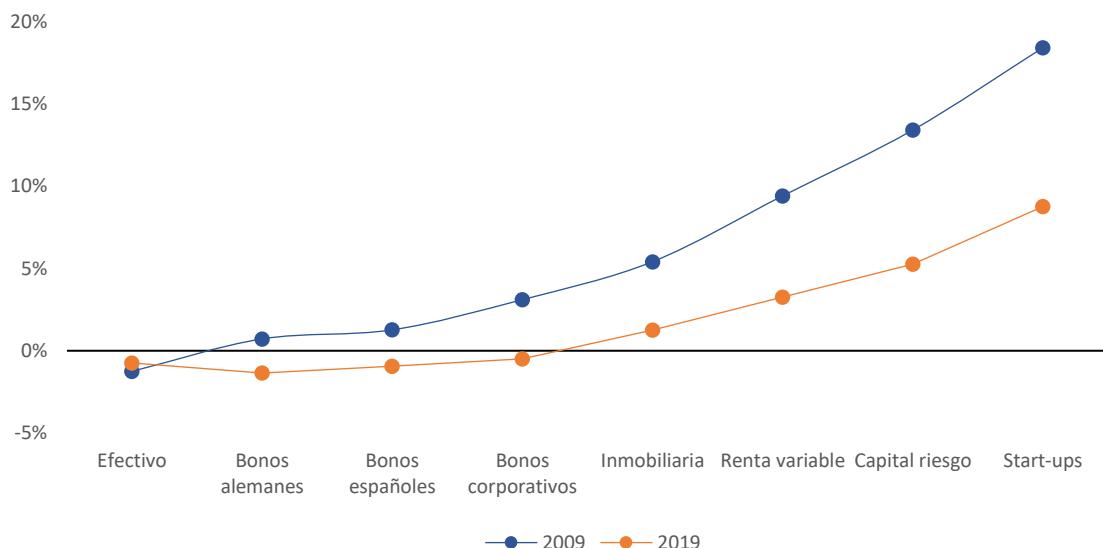
- c. **Buscar el refugio en inversiones alternativas.** Además del efectivo, existen otras maneras de disminuir la volatilidad esperada de una cartera que no requieren invertir en un activo con unas perspectivas tan malas como la renta fija. La que más nos gusta consiste en invertir en fondos alternativos de inversión, que se comportan de forma descorrelacionada al resto de activos tradicionales.

## Conclusiones

1. Durante los últimos 30 años, la renta fija ha sido un producto de inversión excelente: aportaba diversificación con respecto a la renta variable, era menos volátil y tenía rendimientos muy respetables.
2. Este rendimiento se ha beneficiado por 3 vientos de cola que creemos que se pueden volver ahora en su contra: expectativas de inflación cada vez más bajas, reducción de primas de riesgo y bajada de los tipos de interés reales para estimular la economía.
3. Como muestra un botón: en mayo de 2013 el estado español emitió un bono con vencimiento en 2023 ofreciendo a los inversores un 4,5% de cupón, compuesto por 0,3% de interés real, 2,4% de prima de riesgo y 1,8% de expectativas de inflación. Hoy ese bono ofrece una rentabilidad del -0,3% compuesto por -1,3% de tipo de interés real, 0,4% prima de riesgo y 0,6% expectativas de inflación.
4. Quien comprara ese bono a 100€ en 2013, hoy habría recibido 26€ en cupones y habría visto como el valor de su bono subía hasta 119€. En total, 45€ de ganancia. Pero hasta su vencimiento en 2023, verá cómo solo recibe 18€ más en cupones y su bono pierde 19€ en valor puesto que le serán devueltos solo los 100€ de principal.
5. Si, como prevemos, alguno de estos 3 factores que componen el interés de un bono se dan la vuelta, los inversores de renta fija que típicamente son conservadores pueden llevarse una desagradable sorpresa al ver como cae considerablemente el precio de una inversión que consideraban segura.
6. El precio de un bono a lo largo de su vida hasta vencimiento importa y mucho, por dos motivos:
  - Cuando un bono cae de valor, esta caída se refleja en los extractos que los inversores ven sobre sus inversiones. Esto puede provocar más ventas por pánico que exageren las caídas de precios.
  - Si esta caída de valor se ha producido por un aumento de las expectativas de inflación, la perdida es real y no solo teórica.
7. Por todos estos motivos, no recomendariamos invertir en productos de renta fija en este momento del ciclo. Tanto si aparece una nueva crisis como si se acelera la economía, la renta fija se verá afectada negativamente.
8. Como alternativas para aquellos inversores que busquen volatilidades bajas, las alternativas son invertir en bonos ligados a la inflación, aumentar la posición de liquidez o invertir en fondos alternativos.

Por último, querríamos acabar este informe con una reflexión: los tipos de interés reales son la base desde la que se construye toda la curva de rentabilidad / riesgo para todas las decisiones de inversión. En los últimos años, toda la curva se ha desplazado hacia abajo como consecuencia de las políticas de los bancos centrales. Pero que un bono nos pague mucho menos interés que hace 10 años no implica que sea menos arriesgado: es nuestra percepción del riesgo la que ha cambiado.

### Curva rentabilidad / riesgo para diferentes activos (indicativo)



Estos materiales han sido proporcionados por Hanway Capital S.L. (Ha4nway Capital) y no constituyen, en ningún caso, ningún asesoramiento de inversiones ni comercialización y promoción de ningún fondo. El propósito de estos materiales es únicamente proporcionar una visión y actualización macroeconómica general de los mercados financieros. Además, estos materiales no se pueden divulgar, en su totalidad o en parte, o resumidos o mencionados de cualquier manera, excepto si es acordado con Hanway Capital por escrito. Ninguna parte de estos materiales puede ser utilizada o reproducida ni citada de ninguna forma por la prensa. La información utilizada en la preparación de estos materiales se obtuvo de fuentes públicas. Hanway Capital no se hace responsable que la verificación independiente de esta información sea completa y precisa en todos los materiales. En la medida que esta información incluya estimaciones y previsiones del rendimiento financiero futuro, hemos asumido que representan estimaciones razonables. Ningún contenido del documento tendría que ser considerado como asesoramiento fiscal, contable o legal.

Se aconseja a los lectores de estos materiales que cualquier debate, recomendación u otra mención de cualquier activo no es una solicitud u oferta para operar con estos activos. Este documento sólo proporciona información general, y ni la información ni ninguna opinión expresada constituyen una oferta o invitación para hacer una oferta, para comprar o vender ningún tipo de activo u otros instrumentos financieros o derivados relacionados con estos valores o instrumentos (por ejemplo, opciones, futuros, warrants y contratos por diferencias). Este documento no pretende proporcionar asesoramiento de inversión personal y no tiene en cuenta los objetivos específicos de inversión, la situación financiera y las necesidades particulares de, ni se dirige a, ninguna persona o personas específicas. Los inversores tienen que buscar asesoramiento financiero sobre la conveniencia de invertir en instrumentos financieros e implementar estrategias de inversión que se tratan en este documento y comprender que las perspectivas de futuro no tienen por qué materializarse. Las inversiones en general y, en particular, los derivados implican numerosos riesgos, entre otros, el riesgo de mercado, el riesgo por defecto de contrapartida y el riesgo de liquidez. Ninguna garantía, instrumento financiero o derivado es adecuado para todos los inversores. En algunos casos, los títulos y otros instrumentos financieros pueden ser difíciles de valorar o vender y es difícil obtener información fiable sobre el valor o los riesgos relacionados con el activo o el instrumento financiero. Los inversores deberían tener en cuenta que los ingresos de estos valores y otros instrumentos financieros, si procede, pueden fluctuar y el precio o valor de estos valores e instrumentos puede aumentar o bajar y, en algunos casos, los inversores pueden perder la totalidad de la inversión principal. El rendimiento anterior no es necesariamente una referencia para el rendimiento futuro.

Esta información puede contener referencias o enlaces a sitios web de terceros. Hanway Capital no se hace responsable del contenido de un sitio web de terceros o de cualquier contenido enlazado en un sitio web de terceros. El contenido en estos sitios web de terceros no forma parte de esta información y no está incorporado como referencia. La inclusión de un enlace no implica ningún aval por parte de Hanway Capital. El acceso a cualquier sitio web de terceros correrá bajo su propio riesgo y siempre tiene que revisar las condiciones y las políticas de privacidad de los sitios web de terceros antes de enviarles información personal. Hanway Capital no se hace responsable de las condiciones y políticas de privacidad de terceros y renuncia expresamente a cualquier responsabilidad por ellos.



Carrer Balmes 188  
08006 Barcelona  
+34 93 152 10 28