

➤ **INVERSIÓN** En renta fija, solo la deuda a tipos flotantes, por su baja duración, parece alternativa

BONOS:

INERCIA Y PÉRDIDAS ESPERADAS



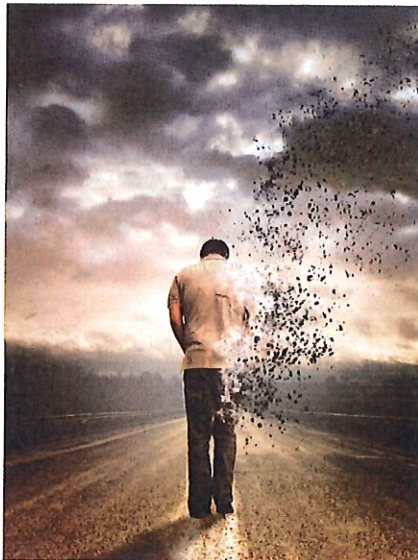
"CON LA RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA ALEMANA EN NEGATIVO HASTA EL PLAZO DE SIETE AÑOS, Y CON LOS DIFERENCIALES DE RENTABILIDAD DE LA DEUDA CORPORATIVA EN MÍNIMOS HISTÓRICOS (SEA ESTA DEUDA DE ALTA CALIDAD O INVESTMENT GRADE O, SOBRE TODO, DEUDA DE BAJA CALIDAD O HIGH YIELD) LA PROBABILIDAD DE UN REPUNTE DE LAS RENTABILIDADES EXIGIDAS PARA INVERTIR EN RENTA FIJA (Y, POR CONSIGUIENTE, DE UNA CAÍDA DE LOS PRECIOS) ES MÁS QUE ALTA. ¿A QUÉ ACTIVO DESTINAR EN ESTE ESCENARIO LOS FONDOS TRADICIONALMENTE DESTINADOS A LA RENTA FIJA?"

anormalmente bajos para el riesgo asumido con anormales plusvalías, que han más que justificado la tenencia en cartera de tales instrumentos.

A partir de ahora la distribución patrimonial se hace más difícil que nunca: el peso asignable a la renta variable (tradicionalmente en torno a un tercio de carteras a largo plazo) debería mantenerse a priori estable, ante la previsión de unos años con la economía mundial y por tanto los beneficios creciendo a buen ritmo y con inflaciones bajas. Por el contrario, el peso asignable a la renta fija (tradicionalmente en torno a dos tercios de carteras a largo plazo) debe ser claramente cuestionado. Con la rentabilidad de la deuda pública alemana en negativo hasta el plazo de siete años, y con los diferenciales de rentabilidad de la deuda

DE CARA A 2018 LA CUESTIÓN clave en la planificación patrimonial es el asset allocation (qué peso atribuir a los distintos tipos de activos en que se distribuye el patrimonio financiero) que se hace más difícil que nunca.

Estábamos acostumbrados en los años 90 a un entorno de tipos altos, que permitían elevados rendimientos nominales y razonables rendimientos reales invirtiendo sencillamente en deuda estatal. Después, en el primer lustro de este siglo, nos acostumbramos a un entorno de precios inmobiliarios al alza, que permitió a algunos suculentas rentabilidades (seguidas de una crisis económica y financiera nacional sin precedentes) comprando inmuebles a crédito, y esperando a su rápida revalorización para revenderlos en un corto plazo soportando antes tan solo nimios costes hipotecarios. Ya recientemente, la caída sin precedentes de los tipos de interés a niveles mínimos históricos nunca imaginados (necesaria para cubrir el coste financiero de la ingente deuda asumida por familias y estados) ha permitido complementar, en todos los productos de Renta Fija a cierto plazo, rendimientos recurrentes vía cupón



El bono alemán a siete años ofrece rentabilidad negativa. Incluso el español a tres años, también.

“

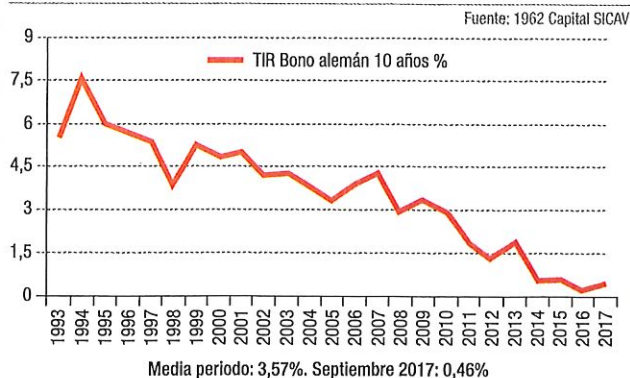
En Europa el mayor riesgo se percibe en los bonos High Yield, en los que el diferencial con la deuda pública se ha situado, en media de los últimos 19 años, en el 6,26%, mientras en 2017 está en 2,7%”

corporativa en mínimos históricos (sea esta deuda de alta calidad o Investment Grade o, sobre todo, deuda de baja calidad o High Yield -los tradicionalmente llamados “bonos basura”-), la probabilidad de un repunte de las rentabilidades exigidas para invertir en Renta Fija (y, por consiguiente, de una caída de los precios) es más que alta. ¿A qué activo destinar en este escenario los fondos tradicionalmente destinados a la Renta Fija?

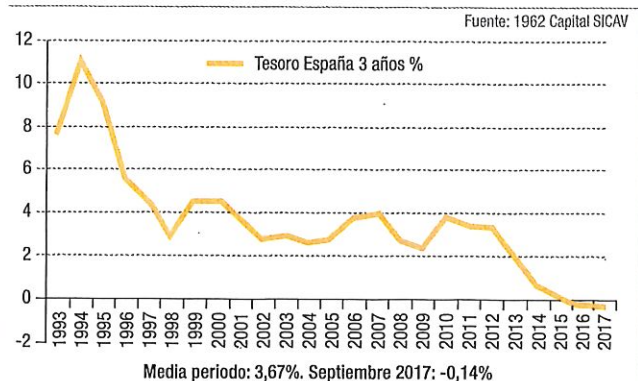
INERCIA PELIGROSA

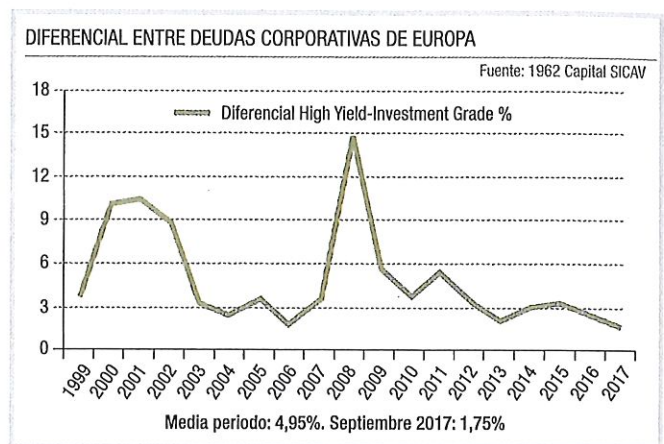
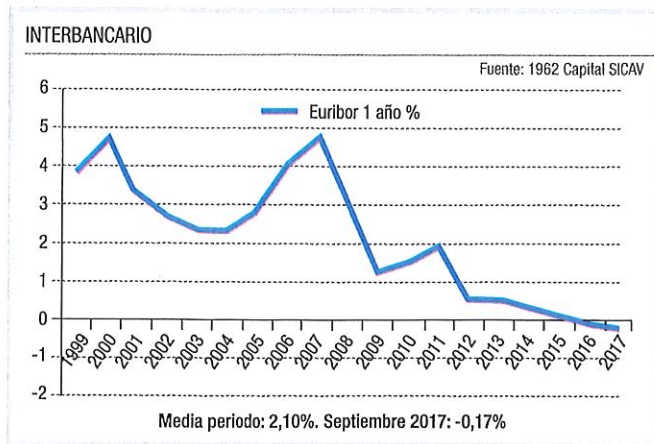
Tener el dinero sin producir nada no es del agrado de ningún inversor ni forma a priori parte de la racionalidad económica. Pero menos racional aún es invertir en algo solo por inercia, a sabiendas de que la probable minusvalía supera la ganancia anual esperada. Así, el esperar con el dinero en liquidez

TESORO ALEMÁN A LARGO PLAZO



TESORO ESPAÑOL A MEDIO PLAZO





"Ahora hay que huir de la inercia, no invertir en renta fija buena parte del patrimonio".

a que empieza el proceso de normalización de tipos por parte de los bancos centrales parece la solución más aconsejable. Al menos si se quiere evitar el riesgo de que tal proceso de normalización (subida) de tipos, previsiblemente anticipado por el mercado, se refleje en un aumento de las rentabilidades exigidas para invertir en bonos, con el consiguiente descenso de los precios.

El riesgo de mantener posiciones en renta fija es mayor a mayor plazo de ésta y mayor riesgo del emisor (en el primer caso la mayor duración eleva el impacto negativo en precio, en el segundo al efecto de una normalización en las rentabilidades de los bonos estatales se une el posible repunte de diferenciales). Así, en Europa el mayor riesgo se percibe en los bonos de baja calidad o High Yield (con calificación por debajo de la categoría de Investment Grade y tradicionalmente llamados "bonos basura"), en que el diferencial con la Deuda Pública se ha situado en media en los últi-

"El riesgo es mayor a mayor plazo y mayor riesgo del emisor. En bonos de calidad hay menos discrepancia con la media histórica"

mos 19 años en el 6,26%, mientras que en 2017 se viene situando en el 2,71%. Por el contrario, siendo extremadamente bajas todas las rentabilidades actuales de la Renta Fija, es en los bonos corporativos de calidad, Investment Grade, donde se identifican las menores discrepancias frente a la media histórica. Para quienes quieran mantener una parte del patrimonio en Renta Fija, el ceñirse, especialmente en Europa, a deuda de empresas de calidad a plazos cortos (preferiblemente inferiores a un año y en ningún caso superiores a tres años) o

bien invertir en deuda con tipos flotantes (cuya baja duración protege de erosiones en el precio) parece la única salida razonable.

HA DEJADO DE SER NEGOCIO

En resumen: en el contexto actual hay que huir de la inercia, que llevaría a invertir una elevada parte del patrimonio en Renta Fija (sobre la base de la composición habitual de una cartera conservadora y de las elevadas rentabilidades obtenidas en los últimos años) y optar por dejar mayoritariamente en liquidez aquel patrimonio para el que no queramos asumir riesgo. Y, si aspiramos a registrar en el patrimonio una revalorización equivalente al menos a la subida de los precios, invertir en bolsa una pequeña parte (aproximadamente un 10% del patrimonio por cada punto porcentual de rentabilidad que aspiremos a obtener). No hay, en este contexto, rentabilidad sin riesgo. Mientras el bono estatal alemán a casi cualquier plazo arroje rentabilidades negativas e incluso el bono español a tres años también arroje también rentabilidades negativas, invertir en papel estatal o en todos aquellos títulos de deuda que a él se referencian, ha dejado de ser un negocio con moderada rentabilidad anual pero con mínimo riesgo y posibilidad de revalorización a ser un negocio con rentabilidad anual negativa y probabilidad de depreciación. Productos "alternativos" hay, que prometen rentabilidades moderadas pero positivas en cualquier contexto; pero no olvidemos que, al final, los productos alternativos no son sino combinaciones (con cierta sofisticación a cambio, frecuentemente, de menor claridad en su estrategia y de un riesgo superior al aparente) de las tres opciones tradicionales: bonos, bolsa, o liquidez. ■