

Els riscos ocults de la Renda Fixa

Si hi ha una norma sagrada que els gestors de patrimonis han transmès sempre als estalviadors és que el producte financer menys arriscat és la renda fixa. Quan es troben davant d'un perfil conservador, el suggeriment dels gestors gairebé sempre serà augmentar el percentatge del patrimoni que està invertit en renda fixa.

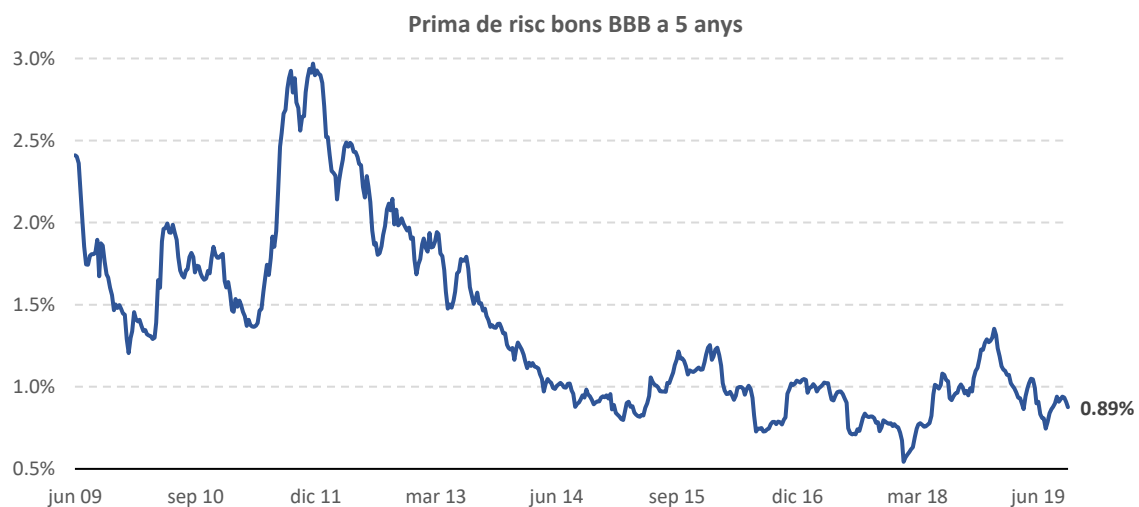
Tanmateix, creiem que hi ha una certa desinformació sobre el que realment representa aquest actiu. En aquest informe, intentarem explicar quins són els riscos que estem acceptant quan comprem un bo corporatiu o sobirà, i com se'ns està recompensant exactament per cada un d'ells.

Risc d'Impagament (A)

El primer risc que assumim quan li prestem diners a una empresa o estat consisteix en la possibilitat que no sigui capaç de retornar aquests diners quan arribi la data de venciment. Com més probable sigui aquesta possibilitat, més interès exigirem per compensar el risc. Per prestar diners a 5 anys a Sacyr l'interès anual que se'ns ofereix és del 4,19%; per al mateix període, Ferrovial ens paga un 0,26%. Fàcilment es dedueix que prestar diners a Sacyr és molt més arriscat que prestar-li a Ferrovial. No obstant això, quant del 0,26% que ens ofereix Ferrovial és estrictament per recompensar pel risc d'impagament?

Per esbrinar-ho, haurem de trobar un bo amb una data de venciment molt similar, però sense risc d'impagament. Un bo sobirà alemany amb venciment d'aquí a 5 anys ens ofereix un interès del -0,63%. Amb una fàcil resta veiem que la prima de risc de Ferrovial és del 0,89%; la de Sacyr és un 4,82%.

A continuació, podem veure l'evolució de la prima de risc que les empreses amb el mateix risc que Ferrovial (ràting BBB) ofereixen per prestar-los diners a 5 anys vista:

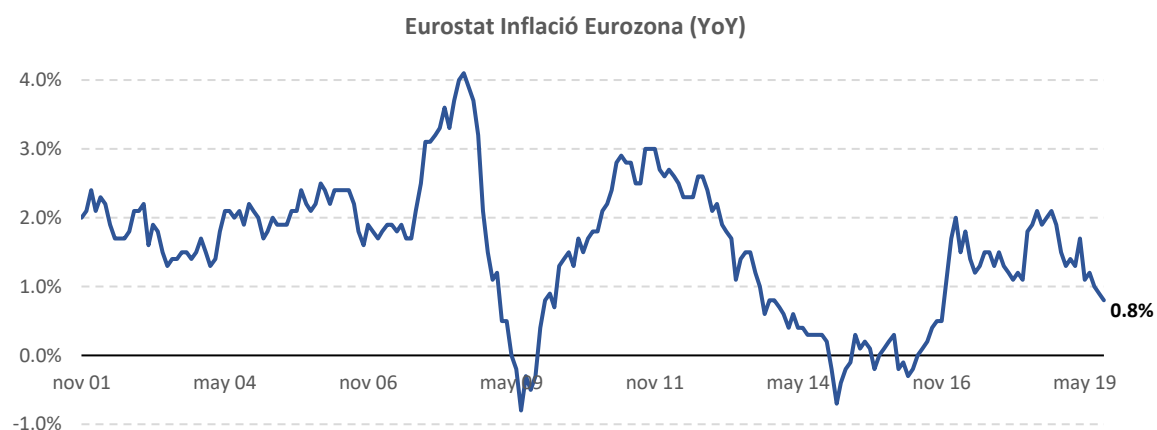


Com es pot observar, la prima de risc corporativa va molt correlacionada amb el cicle econòmic: com millor vagi l'economia, menys probable és que trenquin les empreses. Per això, el 0,86% en què es troba ara mateix és molt poca recompensa pel risc real que s'està assumint. Cal recordar que històricament, un 1,42% de les empreses amb aquest nivell de risc han fet fallida en un termini de 5 anys.

Risc d'inflació (B)

El següent cost que hem de considerar a l'hora d'invertir en renda fixa és que, per culpa de la inflació, els diners perden valor cada any. Igual que en el cas del risc d'impagament, el risc d'inflació es compensa amb interès. Com més gran siguin les expectatives d'inflació, més interès s'exigirà.

Les expectatives d'inflació ara mateix estan en mínims gairebé històrics. A la zona euro, per exemple, s'espera que en els 5 anys vinents, la inflació mitjana sigui del 0,74% anual. Aquesta expectativa és baixa, però està en línia amb la que hem experimentat a Europa des de la crisi financera.



Si extraïem per tant el component d'expectatives d'inflació (0,74%) del nostre bo sobirà alemany a 5 anys que ens pagava un -0,63%, veurem que l'interès real que se'ns ofereix és del -1,37%. S'obren per tant 3 escenaris que poden succeir al venciment de l'esmentat bo sobirà:

1. La inflació durant aquests cinc anys compleix amb la previsió del 0,74% anual. Dels 100€ que li prestem a Alemanya, ens retornarà 97€. Però per culpa de la inflació, aquests 97€ ens compren el que avui podríem comprar amb 93€.
2. La inflació durant aquests cinc anys és superior al 0,73% que diuen les previsions (per exemple, puja fins al 3%). Dels 100€ que li prestem a Alemanya, ens retornarà 97€. Però per culpa de la inflació, aquests 97€ ens compren el que avui podríem comprar amb 83€ (el nostre retorn real és del -3,63% anual).
3. La inflació durant aquests cinc anys és inferior al 0,73% (per exemple, baixa fins el -1%). Dels 100€ que li prestem a Alemanya, ens retornarà 97€. Però gràcies a la deflació, aquests 97€ ens compren el que avui podríem comprar amb 102€.

Aquest risc, evidentment, també està inherent en el bo de Ferrovial a 5 anys que ens pagava un 0,26%, només que en aquest cas hi ha un escenari més a considerar:

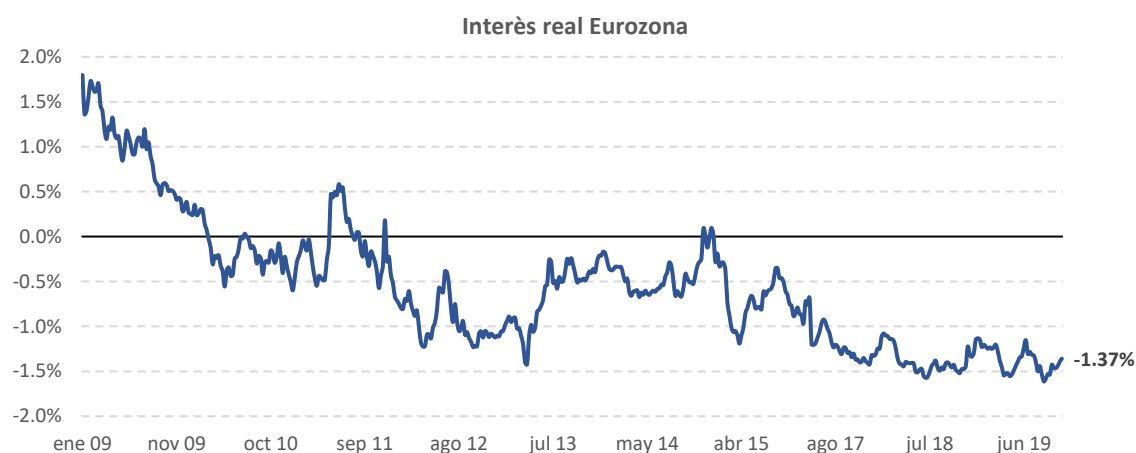
1. La inflació és del 0,74%: Dels 100€ que li prestem a Ferrovial, ens retorna 101€, que per culpa de la inflació valen 98€.
2. La inflació és del 3%: Dels 100€ que li prestem a Ferrovial, ens retorna 101€ que ara valen 87€.
3. La inflació és del -1%. Dels 100 € que li prestem a Ferrovial, ens retorna 101€ que ara valen 106€.
4. Ferrovial fa fallida i no és capaç de tornar-nos els nostres 100€.

Risc Cost d'Oportunitat (C)

L'últim cost que comporta deixar diners a una empresa o estat consisteix en què durant un període de temps no podrem disposar-ne d'ells. Podem trobar aquest cost en qualsevol bo europeu: només hem de partir des de l'interès que ens pagui i restar-li la prima per risc d'impagament i la prima per risc d'inflació. Partint des del bo de Sacyr esmentat abans, es veuria així:

+ Interès brut: 4,19%
 - Prima d'inflació: 0,74%
 = Interès real: 3,45%
 - Prima de risc: 4,82%
 = Interès real sense risc: -1,37%

L'evolució en els darrers anys del tipus d'interès real a 5 anys ha estat la següent:



Com podem veure, des de 2009 l'interès real que es rep per prestar diners a Europa ha caigut de forma constant. A més, des del 2014 i a conseqüència de les polítiques monetàries extremes que ha introduït el Banc Central Europeu (BCE), ens trobem en un món a l'inrevés: qui deixa prestats diners ha de pagar interès al prestatari.

Ajuntant totes les peces

Ara que hem vist que l'interès que ens paga un bo depèn de (1) el tipus d'interès real, (2) les expectatives d'inflació i (3) la prima de risc, passem a veure com afecten canvis en aquests paràmetres al preu d'un bo corporatiu.

El preu d'un bo corporatiu es mou en direcció inversa al seu tipus d'interès. És a dir, com més pugi l'interès que ofereix un bo, més caurà el seu preu. Examinem un exemple del que pot passar en els propers anys amb un cas real (el bo de Ferrovial que esmentàvem abans).

(a) Situació Inicial

Ferrovial té emès un bo amb venciment el 2024 i cupó del 2,5% que cotitza a 110€. Un inversor decideix comprar aquest bo: el tipus d'interès que està acceptant és del 0,26%, ja que està pagant 110€ pel bo i al venciment Ferrovial només tindrà l'obligació de tornar 100€ (que és el principal). A més, rebrà cupons per valor de 2,5€ durant 5 anys.

Convé recordar que aquest 0,26% està compost de la suma de -1,37% (tipus d'interès real) + 0,74% (expectativa d'inflació) + 0,89% (prima de risc). Per això, el seu tipus d'interès real és del -0,48% (0,26% - 0,74%). Ara suposem que succeeixen els següents esdeveniments:

(b) Les perspectives de negoci de Ferrovial empitjoren. La seva prima de risc puja des del 0,89% fins al 2,00%.

L'interès del bo pujarà per tant des del 0,26% fins a l'1,37%. I el preu del bo? Doncs caurà des de 110€ fins a 105€. En aquest cas el nostre inversor té 2 opcions: vendre el bo a 105€ i assumir una pèrdua de 5€, o esperar fins a venciment. Si espera fins a venciment, i Ferrovial no fa fallida, rebrà 112,5€ per la seva inversió de 110€ (2,5€ en cupons durant 5 anys i 100€ de principal). Ara bé, si les expectatives d'inflació s'han complert, aquests 112,5€ compraran el que avui compraven 108€.

(c) A més, les expectatives d'inflació pugen des del 0,74% fins al 2,00%.

L'interès del bo pujarà des de l'1,37% fins al 2,63%. El preu del bo caurà per tant des de 105€ fins a 99€. La pèrdua que assumirà ara si es ven el bo, és de 11€. Si l'inversor espera a venciment, d'altra banda, rebrà els 112,5€ però aquests només valdran 101€ d'avui.

(d) Finalment, el BCE desfà la seva política de tipus d'interès negatius i els tipus d'interès reals pugen des del -1,37% fins al 0,00%.

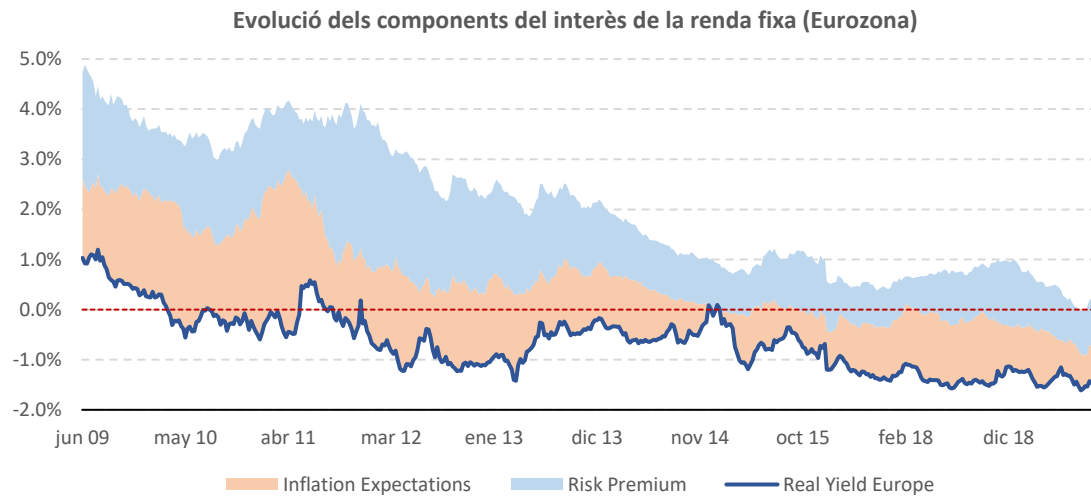
L'interès del bo pujarà des del 2,63% fins al 4,00%. El preu del bo caurà per tant des de 99€ fins als 94€. La pèrdua si venem, serà de 16€. Si l'inversor espera a venciment, recuperarà 112,5€ que valdran 101€ d'avui.

Veiem per tant que el tipus de pèrdua que patim quan cau el preu d'un bo depèn molt de què l'estigui originant:

- Si la pèrdua és per una pujada de la prima de risc, és una pèrdua teòrica que recuperarem si l'empresa no fa fallida (ara bé, el nostre préstec serà ara més arriscat).
- Si la pèrdua ve per una pujada de les expectatives d'inflació, la nostra pèrdua és real i inevitable. Hem perdut poder adquisitiu.
- Si la pèrdua s'origina per una pujada dels tipus d'interès reals, la nostra pèrdua ve per la via del cost d'oportunitat: estem rebent menys pels nostres diners del que podríem rebre amb un nou préstec.

Analitzant conjuntament els 3 components de l'interès d'un instrument de renda fixa, ens sembla un mal moment per invertir en aquest producte. Els 3 factors estan en mínims històrics (veure gràfic), i la possibilitat que algun d'ells pugi és molt real. Una crisi econòmica pot portar

que les primes de risc de les empreses pugin de forma generalitzada. D'altra banda, una acceleració de l'economia pot portar a una pujada de les expectatives d'inflació que a més permeti al Banc Central Europeu normalitzar els tipus d'interès.



Quines alternatives tenim?

Les opcions actuals per a un inversor conservador són molt difícils. Tot i això, hi ha algunes possibilitats que ens semblen interessants:

- a. **Invertir en bons lligats a la inflació.** Aquest bo augmenta cada any el principal a retornar en funció de la inflació que es vagi produint. Malauradament, aquests bons avui en dia a Europa només els emeten estats i no empreses. El bo lligat a la inflació d'Espanya a 5 anys, per exemple, ofereix un -1,0% de rendibilitat. En aquest cas el component "expectatives d'inflació" desapareix de l'equació i només queda el tipus d'interès real del -1,37% i la prima de risc d'Espanya del 0,37%.
- b. **Deixar-ho en efectiu.** Quan les alternatives són tan dolentes, de vegades la decisió correcta és aixecar-se de la taula de joc. Deixant els diners en efectiu ens estarem garantint perdre per culpa de la inflació -0,73% l'any si les perspectives es compleixen. Estarem una mica pitjor que amb el bo de Ferrovial (amb el que obteníem un -0,48%). Però quan els tipus d'interès tornin a pujar, tindrem l'oportunitat d'entrar en el mercat de renda fixa a un interès molt més interessant i sense patir pèrdues pels bons comprats en el pitjor moment.

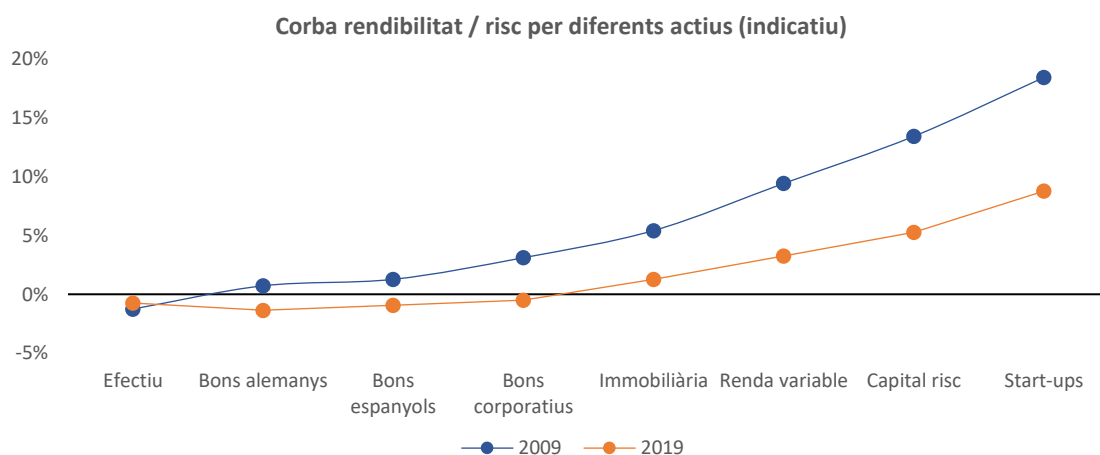
La raó per la qual la majoria dels gestors suggereixen invertir en renda fixa als inversors conservadors és perquè és un actiu amb una volatilitat històrica molt baixa, i és cert que una cartera que inverteix el 100% del seu patrimoni en renda variable patirà una volatilitat major que una que inverteix el 100% en renda fixa. Però una cartera que inverteixi el 40% en renda variable i deixi el 60% restant en efectiu tindrà una volatilitat semblant a la que inverteix només en renda fixa i unes perspectives (en la nostra opinió) molt millors.

- c. **Cerca refugi en inversions alternatives.** A més de l'efectiu, hi ha altres maneres de disminuir la volatilitat esperada d'una cartera que no requereixen invertir en un actiu amb unes perspectives tan dolentes com la renda fixa. La que més ens agrada consisteix a invertir en fons alternatius d'inversió, que es comporten de forma des-correlacionada a la resta d'actius tradicionals.

Conclusions

1. Durant els últims 30 anys, la renda fixa ha estat un producte d'inversió excel·lent: aportava diversificació pel que fa a la renda variable, era menys volàtil i tenia rendiments molt respectables.
2. Aquest rendiment s'ha beneficiat de 3 vents de cua que creiem que es poden tornar ara en contra: expectatives d'inflació cada vegada més baixes, reducció de primes de risc i baixada dels tipus d'interès reals per estimular l'economia.
3. Com a mostra un botó: el maig de 2013 l'estat espanyol va emetre un bo amb venciment a 2023 oferint als inversors un 4,5% de cupó, compost per 0,3% d'interès real, 2,4% de prima de risc i 1,8% d'expectatives d'inflació. Avui aquest bo ofereix una rendibilitat del -0,3% compost per -1,3% de tipus d'interès real, 0,4% prima de risc i 0,6% expectatives d'inflació.
4. Qui comprés aquest bo a 100€ el 2013, avui hauria rebut 26€ en cupons i hauria vist com el valor del seu bo pujava fins a 119€. En total, 45€ de guany. Però fins al seu venciment en 2023, veurà com només rep 18€ més en cupons i el seu bo perd 19€ en valor, ja que li seran retornats només 100€ de principal.
5. Si, com preveiem, algun d'aquests 3 factors que componen l'interès d'un bo giren amb força, els inversors de renda fixa que típicament són conservadors poden emportar-se un desagradable ensurt en veure com cau considerablement el preu d'una inversió que consideraven segura.
6. El preu d'un bo al llarg de la seva vida fins venciment importa i molt, per dos motius:
 - Quan un bo cau de valor, aquesta caiguda es reflecteix en els extractes que els inversors veuen de les seves inversions. Això pot provocar més vendes per pànic que exagerin les caigudes de preus.
 - Si aquesta caiguda de valor s'ha produït per un augment de les expectatives d'inflació, la pèrdua és real i no només teòrica.
7. Per tots aquests motius, no recomanàriem invertir en productes de renda fixa en aquest moment del cicle. Tant si apareix una nova crisi com si accelera l'economia, la renda fixa es veurà afectada negativament.
8. Com a alternatives per a aquells inversors que busquin volatilitats baixes, les alternatives són invertir en bons lligats a la inflació, augmentar la posició de liquiditat o invertir en fons alternatius.

Finalment, voldríem acabar aquest informe amb una reflexió: els tipus d'interès reals són la base des d'on es construeix tota la corba de rendibilitat / risc per a totes les decisions d'inversió. En els últims anys, tota la corba s'ha desplaçat cap avall a conseqüència de les polítiques dels bancs centrals. Però que un bo ens pagui molt menys interès que fa 10 anys no implica que sigui menys arriscat: és la nostra percepció del risc què ha canviat.



Aquests materials han estat proporcionats per Hanway Capital S.L. (Hanway Capital) i no constitueixen, en cap cas, cap assessorament d'inversions ni comercialització i promoció de cap fons. El propòsit d'aquests materials és únicament proporcionar una visió i actualització macroeconòmica general dels mercats financers. A més, aquests materials no es poden divulgar, en la seva totalitat o en part, o resumits o esmentats de qualsevol manera, excepte si és acordat amb Hanway Capital per escrit. Cap part d'aquests materials pot ser utilitzada o reproduïda ni citada de cap manera per la premsa. La informació utilitzada en la preparació d'aquests materials es va obtenir de fonts públiques. Hanway Capital no es fa responsable que la verificació independent d'aquesta informació sigui completa i precisa en tots els materials. En la mesura que aquesta informació inclogui estimacions i previsions del rendiment financer futur, hem assumit que representen estimacions raonables. Cap contingut del document hauria de ser considerat com a assessorament fiscal, comptable o legal.

S'aconsella als lectors d'aquests materials que qualsevol debat, recomanació o altre esment de qualsevol actiu no és una sol·licitud o oferta per operar amb aquests actius. Aquest document només proporciona informació general, i ni la informació ni cap opinió expressada constitueixen una oferta o invitació per fer una oferta, per comprar o vendre cap tipus d'actius o altres instruments financers o derivats relacionats amb aquests valors o instruments (per exemple, opcions, futurs, warrants i contractes per diferències). Aquest document no pretén proporcionar assessorament d'inversió personal i no té en compte els objectius específics d'inversió, la situació financera i les necessitats particulars de, ni es dirigeix a, cap persona o persones específiques. Els inversors han de buscar assessorament financer sobre la conveniència d'invertir en instruments financers i implementar estratègies d'inversió que es tracten en aquest document i comprendre que les perspectives de futur no tenen per què materialitzar-se. Les inversions en general i, en particular, els derivats impliquen nombrosos riscos, entre d'altres, el risc de mercat, el risc per defecte de contrapartida i el risc de liquiditat. Cap garantia, instrument financer o derivat és adequat per a tots els inversors. En alguns casos, els títols i altres instruments financers poden ser difícils de valorar o vendre i és difícil obtenir informació fiable sobre el valor o els riscos relacionats amb l'actiu o l'instrument financer. Els inversors haurien de tenir en compte que els ingressos d'aquests valors i altres instruments financers, si escau, poden fluctuar i el preu o valor d'aquests valors i instruments pot augmentar o baixar i, en alguns casos, els inversors poden perdre la totalitat de la inversió principal. El rendiment anterior no és necessàriament una referència per al rendiment futur.

Aquesta informació pot contenir referències o enllaços a llocs web de tercers. Hanway Capital no es fa responsable del contingut d'un lloc web de tercers o de qualsevol contingut enllaçat en un lloc web de tercers. El contingut en aquests llocs web de tercers no forma part d'aquesta informació i no està incorporat com a referència. La inclusió d'un enllaç no implica cap aval per part de Hanway Capital. L'accés a qualsevol lloc web de tercers correrà sota el seu propi risc i sempre ha de revisar les condicions i les polítiques de privacitat als llocs web de tercers abans d'enviar-los informació personal. Hanway Capital no es fa responsable de les condicions i polítiques de privacitat de tercers i renuncia expressament a qualsevol responsabilitat per ells.



Carrer Balmes 188
08006 Barcelona
+34 93 152 10 28