



Artícle Genèric

---

[Mercats financers](#)

# Rendibilitat i risc dels bons sobirans

Contingut disponible en  
Anglès Espanyol

---

Habitualment, els inversors conceben els bons sobirans dels països desenvolupats com una classe d'actiu que ofereix una rendibilitat modesta, però raonablement superior a la del cash, i un risc baix. De fet, i en contraposició a les accions, solen ser etiquetats com un «actiu segur» que proporciona l'anomenada «rendibilitat sense risc». El peculiar context actual convida a revisar la validesa d'aquest atribut.

D'una banda, la rendibilitat esperada dels bons públics (mesurada mitjançant la seva taxa interna de rendibilitat a venciment, TIR) és manté en mínims històrics. Una cistella de bons entre 1 i 10 anys dels països del G7 ofereix una TIR que amb prou feines arriba al 0,3%, gairebé el nivell dels tipus oficials dels bancs centrals. De l'altra, hi ha seriosos motius per dubtar que el mercat sigui eficient en la percepció de les perspectives econòmiques i dels riscos: les distorsions generades per les compres massives dels bancs centrals (quantitative easing, QE), la

conseqüent presència d'inversors amb estratègies de momentum que busquen guanys de capital a curt termini (hedge funds), l'existència de compradors forçosos per normativa o estatut (fons de pensions) i l'efecte ramat en què solen incórrer molts inversors tradicionals quan un determinat actiu està en voga. En conseqüència, els bons poden incorporar més risc del que sembla. Per analitzar aquesta qüestió, és útil descompondre la TIR d'un bo nominal en quatre elements, sobre els quals incideixen sengles riscos.

Primer, una «compensació per inflació» per preservar el poder adquisitiu. Consta de dues parts: la taxa d'«inflació esperada» mitjana durant la vida del bo i una «prima per risc d'inflació» per compensar la possibilitat que la taxa efectiva acabi sent diferent de l'esperada. Avui dia, els inversors esperen que la inflació es mantingui entre l'1% i el 2% durant anys, clarament per sota dels objectius dels bancs centrals. Aquesta expectativa, però, obvia el lent però sostingut augment que registra des de fa mesos la inflació subjacent dels EUA, situada ja en el 2,3%. En un futur, el gir a l'alça en les expectatives d'inflació podria ser bruscat. A més a més, si això succeís sense un augment paral·lel de les expectatives de creixement econòmic, el més probable és que les borses patirien pèrdues. En aquest sentit, cal tenir en compte que, en els últims anys, la prima de risc per inflació és molt baixa, fins i tot negativa, ja que els inversors conceben els bons com una cobertura (una «assegurança») davant un escenari de crisi econòmica i de deflació. Això deriva de l'esperança que els bons mostrin una correlació negativa amb les accions, la qual cosa, al seu torn, respon a l'expectativa d'un comportament procíclic de la inflació. Si no es compleix, caldria esperar un augment notable d'aquesta prima.

Segon, la «remuneració real», que també consta de dues parts: el «tipus d'interès real a curt termini esperat» mitjà durant la vida del bo i una «prima a termini real» per compensar el risc que els tipus efectius acabin sent superiors als esperats. El risc de tipus d'interès també és avui considerable. Sembla que els inversors estan convençuts que els tipus reals a curt termini es mantindran en nivells ultrabaixos durant molts anys en un escenari d'estancament secular. Per tant, les petites sorpreses positives en el creixement econòmic global podrien ser suficients per desencadenar una revisió a l'alça d'aquesta expectativa i ocasionar pèrdues en els bons. A més a més, el poderós efecte

a la baixa del QE sobre la «prima a termini real» (fins a situar-la en cotes negatives) desapareixeria si aquesta millora econòmica convencés els bancs centrals per revertir aquesta política.

Tercer, una «prima per risc d'impagament» per compensar el risc que l'emissor no pagui íntegrament els cupons i el principal. Qualsevol bo sobirà té risc de crèdit, tot i que sigui molt baix. El QE del BCE ha contribuït, sens dubte, a reduir les primes de risc del deute públic europeu, principalment la dels països perifèrics. Però, quan el QE acabi, la valoració sobre la sostenibilitat de les finances públiques guanyarà pes en la fixació de la prima de risc.

I, quart, una «prima de liquiditat» davant el risc de no poder vendre anticipadament els bons, en la data i en el volum desitjats, per absència d'una contrapart disposada a comprar. El risc de liquiditat ha augmentat en els últims anys a causa de les restriccions reguladores imposades als bancs per operar com a creadors de mercat, i pel mateix QE. No obstant això, la percepció d'aquest risc per part dels inversors és intermitent. Hem assistit a un parell de tempestes (el 2013, pel tapering de la Fed i, el 2015, després de les mesures del BCE) en què una alça inicial de les TIR va desencadenar una espiral venedora per la interacció d'unes pobres condicions de liquiditat i per una sobrecàrrega de bons a les carteres de molts inversors. Els dos episodis van ser transitoris, però es podrien repetir i disparar la «prima de liquiditat».

Atès aquest horitzó de riscos, no sembla que una TIR del 0,3% sigui gaire atractiva. Possiblement, cal començar a tenir en compte el parer dels qui fa temps que adverteixen que els bons sobirans han passat a proporcionar «risc sense rendibilitat».

Etiquetes  
Borses