

FOCUS · Rentabilidad y riesgo de los bonos soberanos

Habitualmente los inversores conciben los bonos soberanos de países desarrollados como una clase de activo que ofrece una rentabilidad modesta, pero razonablemente superior a la del *cash*, y un riesgo también bajo. De hecho, y en contraposición a las acciones, suelen etiquetarse como un «activo seguro» que proporciona la denominada «rentabilidad sin riesgo». El peculiar contexto actual invita a revisar la validez de este atributo.

Por un lado, la rentabilidad esperada de los bonos públicos (medida a través de su tasa interna de rentabilidad a vencimiento, TIR) está en mínimos históricos. Una cesta de bonos entre 1 y 10 años de los países del G7 brinda una TIR de apenas el 0,3%, prácticamente el nivel de los tipos oficiales de los bancos centrales. Por otro lado, hay serios motivos para dudar que el mercado esté siendo eficiente en su percepción de las perspectivas económicas y los riesgos: las distorsiones generadas por las compras masivas de los bancos centrales (*quantitative easing, QE*), la presencia a su estela de inversores con estrategias de *momentum* que buscan ganancias de capital cortoplacistas (*hedge funds*), la existencia de compradores forzados por normativa o estatuto (fondos de pensiones), así como el efecto rebaño en el que suelen incurrir muchos inversores tradicionales cuando un determinado activo está en boga. En consecuencia, los bonos pueden incorporar más riesgo de lo que parece. Para analizar esta cuestión, resulta útil descomponer la TIR de un bono nominal en cuatro elementos, sobre los que inciden otros tantos riesgos.

Primero, una «compensación por inflación» para preservar el poder adquisitivo. Consta de dos partes: la tasa de «inflación esperada» en promedio durante la vida del bono, y una «prima por riesgo de inflación» para compensar por la posibilidad de que la tasa efectiva acabe siendo distinta de lo esperado. Hoy en día, los inversores esperan que la inflación se mantenga entre el 1% y el 2% durante años, claramente por debajo de los objetivos de los bancos centrales. Esta expectativa, sin embargo, pasa por alto el lento pero sostenido aumento que registra desde hace meses la inflación subyacente de EE. UU., que se encuentra ya en el 2,3%. En un futuro, el giro al alza en las expectativas de inflación podría ser brusco. Además, si ello ocurriera sin un aumento paralelo de las expectativas de crecimiento económico, lo más probable es que las bolsas sufrieran pérdidas. En este sentido, debe tenerse en cuenta que, en los últimos años, la prima de riesgo por inflación viene siendo muy baja, incluso negativa, en tanto los inversores conciben los bonos como una cobertura (un «seguro») frente a un escenario de crisis económica y deflación. Ello descansa en la esperanza de que los bonos muestren correlación negativa con las acciones, lo que a su vez responde a la expectativa de un comportamiento

procíclico de la inflación. Si se ve incumplida, cabría esperar un aumento notable de dicha prima.

Segundo, la «remuneración real», que también consta de dos partes: el «tipo de interés real a corto plazo esperado» en promedio durante la vida del bono, y una «prima a plazo real» para compensar el riesgo de que los tipos efectivos acaben siendo mayores de lo que se espera. El riesgo de tipo de interés también es hoy considerable. Los inversores parecen convencidos de que los tipos reales a corto plazo permanecerán en niveles ultrabajos muchos años en un escenario de estancamiento secular. Por tanto, pequeñas sorpresas positivas en el crecimiento económico global podrían ser suficientes para desencadenar una revisión al alza de tal expectativa, ocasionando pérdidas en los bonos. Además, el poderoso efecto bajista del QE sobre la «prima a plazo real» (hasta situarla en cotas negativas) desaparecería si esa mejora económica convenciera a los bancos centrales para revertir dicha política.

Tercero, una «prima por riesgo de impago» para compensar el riesgo de que el emisor no pague íntegramente cupones y principal. Todo bono soberano tiene riesgo de crédito, aunque sea muy bajo. El QE del BCE ha contribuido, sin duda, a reducir las primas de riesgo de la deuda pública europea, principalmente la de los países periféricos. Pero cuando el QE termine, la valoración sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas ganará peso en la fijación de la prima de riesgo.

Y cuarto, una «prima de liquidez» ante el riesgo de no poder vender anticipadamente los bonos, en la fecha y volumen deseados, por ausencia de contraparte dispuesta a comprar. El riesgo de liquidez ha aumentado en los últimos años debido a las restricciones regulatorias impuestas a los bancos para operar como creadores de mercado, y por el propio QE. Sin embargo, la percepción de este riesgo por los inversores es intermitente. Hemos asistido a un par de tormentas (en 2013 por el *tapering* de la Fed, y en 2015 tras las medidas del BCE) en las cuales un alza inicial de las TIR desencadenó una espiral vendedora por la interacción de unas pobres condiciones de liquidez y una sobrecarga de bonos en las carteras de muchos inversores. Ambos episodios fueron transitorios, pero bien podrían repetirse y disparar la «prima de liquidez».

Una TIR del 0,3% no parece muy atractiva frente a este horizonte de riesgos. Posiblemente, hay que comenzar a prestar atención a quienes llevan tiempo advirtiendo que los bonos soberanos han pasado a proporcionar «riesgo sin rentabilidad».