

## La 'locura' que no cesa: ¿por qué se compran bonos en tipos negativos?

Lo que para el pequeño inversor es un sinsentido, puede ser una estrategia de ventaja para el institucional

La expansión de las rentabilidades negativas se mueve entre el miedo a la recesión y un tropiezo de los bancos centrales

JOSÉ MANUEL DEL PUERTO

12/09/2019 | Actualizado a las 06:58 CEST

La **avalancha de dinero inversor a la búsqueda de refugio** en el mercado de renta fija ha provocado el nacimiento de una bola de nieve que no para de engordar. Los **bonos que ofrecen tipos negativos** ya suman más de 16 billones de dólares. ¿Qué es lo que está alimentando esta atípica situación? ¿Por qué los inversores están dispuestos a **invertir en activos que parecen asegurar pérdidas** a sus tenedores?

Estas son las preguntas que muchos se hacen y que **no tienen una única respuesta**. Cuando los tipos negativos llegaron por primera vez a algunas emisiones de letras alemanas allá por 2012, en plena crisis de deuda periférica en Europa, eran muy pocos los que se arrimaban a estos papeles. Apenas algunos planes de pensiones y fondos de inversión monetarios que, por mandato de su folleto, están **obligados a invertir únicamente en títulos de máxima liquidez, vencimientos a corto plazo y calificación crediticia 'AAA'**, según señalan los analistas de Self Bank.

Sin embargo, este panorama ha cambiado mucho con la **perpetuidad de los tipos de interés oficiales en mínimos históricos** y hasta en tasas negativas, como es el caso de la facilidad de depósito del Banco Central Europeo (BCE). Aquí está la clave para **Félix López**, director de **atl Capital**, que señala que, aunque esta situación de bonos con tipos negativos es "irracional para el inversor final minorista, supone **un alivio para lo que a los institucionales les está costando aguantar la liquidez**", que sitúa aproximadamente en el entorno del -0,4% en el que el organismo monetario sitúa su referencia.

"Los tipos negativos a veces suponen un alivio para lo que a los institucionales les está costando aguantar la liquidez"

En este sentido, los tipos negativos ya han supuesto **una factura de 23.250 millones de euros** en los últimos cinco años solo para las entidades financieras. Y la plaga del signo negativo ya se está trasladando a un número cada vez mayor de inversores institucionales y usuarios de banca privada, que pueden encontrar en algunos bonos con tipos en su contra **un entorno más amable para su patrimonio** que en el simple depósito de sus caudales en una institución financiera.

#### EFFECTOS COLATERALES DE LA GUERRA DE DIVISAS

Desde la gestora británica **Schroders**, el analista Kristjan Mee señala un elenco de factores por los que podría ser atractiva la compra de bonos en tipos negativos sobresale uno poco evidente pero que gana protagonismo en estos **tiempos de guerra de divisas** y fuertes bandazos en las cotizaciones del mercado forex.

El experto comenta que "normalmente, las inversiones en bonos en moneda extranjera se cubren para **eliminar el riesgo de fluctuaciones cambiarias**, de manera que el coste adicional de la cobertura de divisas puede cambiar el atractivo de los bonos de forma bastante drástica". Pone como ejemplo un bono alemán a diez años que ofreciese un -0,6% a un inversor estadounidense. Con las debidas coberturas, esta marca **se puede convertir en 2,2% a su favor** que bate con holgura el 1,6% en el que se vienen moviendo los papeles 'yanquis' al mismo plazo de vencimiento.

La cuestión de **la fecha de caducidad es otro de los factores clave** en esta imparable bola de nieve. El analista **Eduardo Bolinches**, colaborador de **ActivTrades**, señala que "nadie se compra estos bonos para llevarlos a vencimiento, sino que lo que se espera es poderlos **vender antes de que eso ocurra a un precio mejor** que el de su compra". Aquí conviene recordar que el precio de las emisiones de renta fija se mueve inversamente a sus tipos de interés, con lo que cuanto más negativa sea la rentabilidad que ofrece en el mercado secundario, mayor será su cotización.

#### EL COLCHÓN DE LOS BANCOS CENTRALES

El gestor **Craig Moran**, de **M&G Investments**, señala que la rentabilidad positiva no tiene por qué obtenerse por las rentas percibidas directamente por el bono en cartera, sino que en estos casos los inversores prevén "**su venta a alguien más loco a un precio más alto**". Una convicción que se fundamenta en el hecho de que "si se ha aceptado una pérdida garantizada de 50 céntimos en un plazo de diez años, alguien más estará dispuesto a aceptar una pérdida garantizada aún

mayor durante un plazo de tiempo más corto en algún momento” antes de que se produzca el vencimiento del bono en cuestión.

"Los inversores prevén la venta de sus bonos antes de su vencimiento a alguien más loco a un precio más alto que el que ellos pagaron"

Esta expectativa es, de hecho, el factor que más analistas y gestores de renta fija señalan para justificar el panorama al que se ha accedido en la actualidad. Bolinches define esta situación como una consecuencia directa del “convencimiento de que **los bancos centrales no tienen otra opción** que rebajar los tipos de interés” para apuntalar la expansión de la economía global.

Una situación que, en el caso de algunos papeles, como los suizos, se suma al **mercado carácter refugio de esta inversión** que “no es muy diferente a la disposición de algunos ahorradores a pagar por el alquiler de una caja de caudales”. El cofundador y presidente de **Colectual, Pedro Gómez**, señala que muchas veces esta opción es percibida como “**la alternativa menos mala**” ya que permite “contar con liquidez cuando lo necesite” y la “pérdida máxima” solo se produce al vencimiento y está marcada por la rentabilidad del propio bono.

Por si fuera poco, las **posibilidades de inversión que ha traído la sofisticación del mercado financiero** sobrealimenta esta tendencia. Esta misma semana ha visto la luz una nueva gama de fondos cotizados (ETF, por sus siglas en inglés) referenciados a la evolución de la **curva de tipos**. La casa responsable de estos productos es **Lyxor**, una firma asociada al grupo francés Société Générale, y su responsable, Philippe Baché, señala que el objetivo de estos productos es dotar a sus clientes de “las herramientas que necesitan para invertir en estos mercados cambiantes” en un momento en el que los inversores discrepan sobre la **conveniencia o no de perpetuar los tipos de interés en mínimos históricos**.

"Para algunos inversores, la asunción de tipos negativos es la alternativa menos mala o un peaje necesario como el alquiler de una caja de caudales"

Esta es la línea de discurso en la que recientemente se ha pronunciado **Pimco**, la gestora referente mundial en renta fija, que viene advirtiendo desde hace tiempo de la **proximidad de una recesión económica**. Y, al menos a esta orilla del Atlántico, la inminente sucesora de Mario Draghi al frente del BCE, Christine Lagarde, ya ha adelantado que las políticas acomodaticias desplegadas hasta ahora van para “largo”.

POR DEBAJO DEL 2%

Un factor más sostiene la expansión de los tipos bajo cero en el mercado de renta fija: la **ausencia de inflación**. La escasa pérdida de poder adquisitivo del dinero hace que asumir rentabilidades en contra no suponga un impacto tan fuerte

como supondría un contexto en el que la cesta de la compra se estuviera encareciendo “cerca del 2%”, cota en la que el BCE tiene su mandato. El experto de atl Capital considera que la posibilidad de que **resurja la inflación por un error de cálculo** de los bancos centrales “es un factor que muy pocos están teniendo en cuenta” y que podría provocar un importante vuelco a este escenario.

El experto de Schroders señala que los bonos soberanos con cupones fijos pueden ofrecer “una rentabilidad real positiva si la inflación cae por debajo de su rendimiento”. Esto es: **si hay deflación**. Un escenario que algunas casas de inversión comienzan a descontar como antesala de un eventual crac financiero en el que estos papeles actuarían como “cobertura contra la deflación”, que en Europa solo ha mostrado algunos coletazos, pero que **en Japón ha sido el gran quebradero de cabeza** de su banco central y sus autoridades económicas durante más de dos décadas.