

El mercado de bonos indicados a la inflación

Nos encontramos en el primer trimestre del año 2004. Parece que todos los datos macroeconómicos publicados en EEUU indican que la recuperación económica comienza a ser un hecho. Sin embargo, en Europa este proceso se ralentizará ligeramente en el tiempo, como consecuencia de sus ineficiencias estructurales y la presión de un euro muy fuerte que resta competitividad a estas economías.

Después de tres años de buen comportamiento relativo en el mercado de bonos gubernamentales, y un excelente comportamiento del mercado de crédito y high yield (bonos de alto rendimiento) durante el 2003, parece que las posibilidades de obtener rentabilidad a la renta fija se agotan. Mientras que los bonos de los Estados han alcanzado rentabilidades muy bajas como consecuencia de que durante toda la crisis bursátil han actuado como activo refugio, el inicio de un ciclo de recuperación económica debería llevar a subidas de rentabilidades motivadas por trasvase de flujos a activos más arriesgados como la renta variable. Por su parte los bonos corporativos emitidos por las empresas, ya han capitalizado la reestructuración de la deuda y el saneamiento de las cuentas de resultados, de manera que su valoración ya ha recogido este proceso y cada vez ofrecen menos valor, con el riesgo adicional de que los posibles procesos de fusiones y adquisiciones de empresas penalicen las cotizaciones de estos bonos.

Ante esta tesitura...¿Qué alternativa de inversión tenemos en el mercado de renta fija?

Como alternativa podemos encontrar los bonos indicados a la inflación. Se trata de un activo poco conocido en España pero bien desarrollado en otros países. Comenzaron en el Reino Unido en el año 1981, en Australia en 1983, en Canadá en 1991, en Suecia en 1994, en EEUU en 1996, en Francia en 1998 y en Grecia e Italia en el 2003.

¿Qué es un bono indicado a la inflación?

Es un activo de renta fija que tienen tanto los cupones como el nominal principal indexados a un índice de referencia, con un decalaje de tiempo. El índice de referencia es la inflación excluyendo la partida de tabaco.

El índice de referencia "R" se calcula dividiendo el valor del mismo a la fecha de vencimiento entre su valor en la fecha de inicio. De esta forma:

$R = \text{Index en la fecha de vencimiento} / \text{Index en la fecha de inicio}$

Cupón pagado = cupón facial * R * Nominal principal
Nominal pagado = R * Nominal principal.

El valor del nominal principal está garantizado a la par.

¿Qué valor aportan a la cartera los bonos indicados a la inflación?

Los bonos indicados a la inflación añaden valor a la cartera de renta fija y reducen el riesgo (si los comparamos con los bonos tradicionales), ya que son una clase de activo que ofrece buenas oportunidades de diversificación, pues tienen una correlación baja con el resto de activos (monetarios, obligaciones a tipo fijo...). Además aportan una fuente adicional de rentabilidad y permiten protegerse de una subida de la inflación a medio y largo plazo.

¿Cómo se calcula la rentabilidad de un bono indexado al IPC?

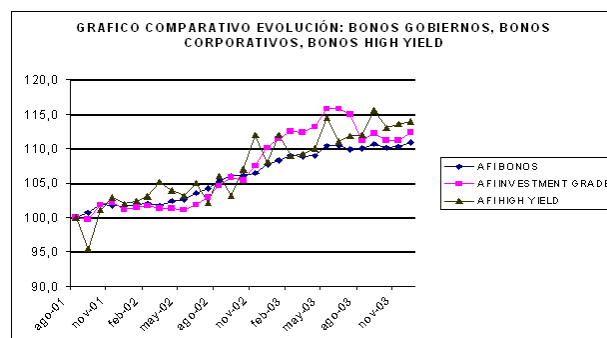
La rentabilidad que proporcionan es la suma de la **rentabilidad real más la inflación real de ese periodo**. El tipo de interés real en una obligación clásica se deduce de la siguiente ecuación:

Tipo de interés nominal = Tipo de interés real + IPC Implícito

La desviación entre el tipo nominal y el tipo real permite evaluar la inflación implícita hasta el vencimiento de la obligación indexada. La obligación indexada recibe la diferencia entre la inflación real futura y la inflación constatada en el precio de compra (es decir, la inflación implícita). De esta manera, un incremento de la inflación prevista a largo plazo produce un incremento sostenible en los precios respecto a los bonos homólogos a tipo fijo.

El riesgo de una obligación indexada a la inflación depende de la inflación y de la evolución de los tipos de mercado. La inversión en este tipo de bonos es un valor de "rentabilidad" considerado a veces como una inversión monetaria: la rentabilidad de los tipos reales puede llegar a ser mayor, en términos relativos, que el de una obligación a tipo fijo al mismo vencimiento. Desde 1997, sobre todo en EEUU, la inflación real ha sufrido una infravaloración crónica.

Gráfico 1



| | | | |
|-------------------------|---|--|---|
| Estilo de gestión | Gestión de R. Fija invertida mayoritariamente en bonos franceses indicados a la inflación | Gestión de R. Fija internacional basada en obligaciones indexada | Gestión de R. Fija basada en un gran universo de obligaciones indexadas |
| Objetivo inversión | Batir al benchmark | Eonia capitalizado +1% anual | Su objetivo es batir al mercado de bonos indexados al IPC euro |
| Benchmark | Barcap france all inflation linked bonds 1-10 y TR | No está vinculado a ningún índice | Merrill Lynch french government inflation link |
| Volatilidad | Sin objetivo concreto de volatilidad | Prevista 2% en promedio (máxima 3%) | Sin objetivo concreto de volatilidad |
| Horizonte inversión | Superior a 3 años | Superior a 2 años | Superior a 3 años |
| Gastos gestión | 0,17% anual | 0,70% anual | 0,40% |
| Divisa | EUR | EUR (cubierto el riesgo divisa) | EUR |
| Total activos del fondo | 89,38 MM | 112 MM | 81,84 MM |

Además si comparamos los bonos de tipo fijo con los bonos indexados a la inflación con idénticas características, la volatilidad media de las obligaciones indexadas es menor que la de las obligaciones clásicas. De esta manera los bonos indicados al IPC son menos sensibles a los repuntes de tipos de interés que sus homólogos de tipo fijo.

¿Cómo podemos acceder al mercado de bonos indicados a la inflación?

En el momento actual del ciclo económico en el que nos encontramos, de inflaciones bajas y perspectivas de crecimiento, parece idóneo para comprar este tipo de activo, ya que los IPC implícitos en las rentabilidades de los bonos son muy reducidos y si se confirma la recuperación económica la inflación acabará por subir, lo que tal y como hemos explicado, beneficiará el comportamiento de estos bonos frente a los de cupón fijo. Asimismo, si repuntan los tipos de interés, los bonos indexados lo acusarán menos, y experimentarán un mejor comportamiento relativo.

En España el Tesoro no emite este tipo de bonos, dado el nivel estructural de inflación tan alto que persiste en

nuestra economía hace que resulten muy caros. No obstante, el inversor puede acudir a invertir en estos bonos a través de Instituciones de Inversión Colectiva. Aunque actualmente, la mayor parte de estas IIC son francesas y todavía no están registradas en la CNMV, algunas de ellas lo van a hacer en breve, y serán una buena oportunidad para los inversores.

A continuación presentamos las características principales de algunos modelos de gestión de las distintas entidades francesas, que entendemos más representativos, presentes en el mercado. Los tres pertenecen a tres gestoras internacionales que tienen presencia en España, y cuya filosofía de inversión es invertir en bonos indexados al IPC:

Patricia García Loira
 Departamento de Gestión
 pgarcialo@geb.gbancaja.com

