

PRODUCTOS RENTA FIJA
por Francisco Simón



¿BONOS LIGADOS A INFLACION O BONOS NOMINALES?

¿En cuál de estos dos tipos de activos es más atractivo invertir? No hay una respuesta única, la conclusión dependerá fundamentalmente de nuestras expectativas de inflación. En este contexto es clave conocer la relación entre ambos bonos (breakeven): la diferencia entre la TIR de uno y otro es una referencia de la evolución de los precios que espera el mercado.

BREAKEVEN DE INFLACIÓN 10 AÑOS DE EE.UU.



Fuente: Santander Asset Management, Bloomberg. Evolución desde el 31/12/2019 al 31/12/2020.

Los bonos ligados a inflación son instrumentos de financiación emitidos principalmente por gobiernos soberanos que protegen al inversor de pérdidas en el poder adquisitivo provocadas por el aumento de los precios. Estados Unidos y Reino Unido son los principales emisores de este tipo de instrumentos. En euros, Francia, Alemania, Italia y, en menor medida, España son los principales países emisores de esta clase de activo.

El inversor de un bono ligado a inflación recibirá hasta vencimiento unos pagos que se actualizarán en función de la evolución de un índice de precios,

mientras que en un bono con cupón fijo tradicional, un bono nominal, el pago recibido será constante independientemente de la evolución de los precios. En consecuencia, el tenedor de un bono nominal sabrá en el momento de la compra la rentabilidad a vencimiento, mientras que la rentabilidad del que está ligado a inflación dependerá de la evolución futura del índice de precios de referencia.

Ambos tipos de bonos, nominales y ligados a inflación, están disponibles en inversión directa y también a través de vehículos como ETF o fondos de inversión. La cuestión a dilucidar entonces radica en saber en qué tipo de

SI ESPERAMOS
UNA SUBIDA DE
LA INFLACIÓN, Y
QUE ESTA SE SITÚE
POR ENCIMA DEL
BREAKEVEN, LA
DECISIÓN ÓPTIMA
SERÁ LA COMPRA
DEL BONO LIGADO
A INFLACIÓN

PRODUCTOS RENTA FIJA

LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN MEJORAN

	31 DIC. 2019	31 MAR. 2020	31 DIC. 2020
TIR bono nominal 10 años	1,92	0,67	0,92
TIR bono ligado a Inflación 10 años	0,13	-0,26	-1,07
Breakeven de inflación 10 años	1,79	0,93	1,99

Fuente: Santander Asset Management, Bloomberg.

EN EL CASO DE LOS BONOS EMITIDOS POR EL TESORO DE EE.UU. A 10 AÑOS, LA RECESIÓN PROVOCÓ UNA IMPORTANTE CAÍDA DEL BREAKEVEN DE INFLACIÓN PARA POSTERIORMENTE RECUPERARSE CONFORME MEJORABAN LAS EXPECTATIVAS

bono es más atractivo invertir. Como suele ser habitual, no hay una respuesta única y la conclusión dependerá fundamentalmente de nuestras expectativas de inflación.

Antes de meternos en harina, expliquemos la relación que existe entre los bonos nominales y los ligados a inflación. Esta relación se conoce como breakeven y es la diferencia entre la TIR (Tasa Interna de Rentabilidad) de un bono nominal y la de un bono ligado a inflación, ambos con el mismo plazo de vencimiento. Esta diferencia es una referencia de las expectativas de los mercados sobre la inflación. Por ejemplo, el bono nominal con vencimiento a 10 años tiene una TIR del 3,5% y el bono ligado a inflación a 10 años cotiza a una TIR del 2%, por lo que el breakeven de inflación será 1,5%. Es decir, la expectativa del mercado es que la inflación durante los próximos 10 años será del 1,5%.

$$\text{TIR nominal} = \text{TIR Real} + \text{Breakeven de inflación}$$

Ahora ya estamos en disposición de analizar en detalle la elección entre bo-

nos nominales y bonos ligados a inflación. Como acabamos de exponer, las expectativas de inflación de mercado medidas a través del breakeven son la clave de la decisión.

Si esperamos una subida de la inflación y que esta se sitúe por encima del breakeven de inflación, entonces la decisión óptima será la compra del bono ligado a inflación, ya que el inversor obtendrá una TIR superior. Si tomamos el ejemplo anterior, el breakeven era del 1,5%. Si creemos que la inflación va a estar por encima, por ejemplo en el 2%, entonces la rentabilidad que obtenemos en el bono ligado a inflación será del 4%, el 2% del tipo real más el 2% de la inflación realizada, frente a la TIR del bono nominal que era del 3,5%. La TIR del bono ligado a inflación es superior a la TIR del bono nominal.

Si, por el contrario, creemos que la inflación no subirá y que será inferior al breakeven actual, entonces la decisión óptima será la compra del bono nominal frente al bono ligado a inflación. En el ejemplo anterior, si creemos que la inflación realizada será del 1%, la TIR del bono ligado a inflación será igual a 3%, 2% del tipo real más el 1% de la in-

A COMIENZOS DE 2020, LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DE MERCADO PARA 10 AÑOS SE SITUABAN EN EL 1,79%, CERCA DEL OBJETIVO FIJADO POR LA FED (2%)

flación realizada. En este caso, la TIR del bono nominal será superior a la TIR del bono ligado a inflación.

Durante 2020 hemos asistido a extraordinarios movimientos en los mercados financieros y los bonos ligados a inflación no se han quedado al margen. A efectos ilustrativos, vamos a tomar los bonos emitidos por el Tesoro estadounidense con vencimiento a 10 años. En el gráfico que acompaña este texto se muestra la evolución del breakeven de inflación y podemos observar cómo la recesión provocó una importante caída para posteriormente recuperar de forma gradual conforme mejoraban las expectativas económicas.

A comienzos de 2020, las expectativas de inflación de mercado para 10 años, medidas como el breakeven, se situaban en el 1,79%, cerca del 2% definido como el objetivo de estabilidad de precios por parte del Banco de la Reserva Federal americana y de la inflación media de los últimos 10 años, que ascendió al 1,94%. Debido a la recesión provocada por el cierre de las economías para controlar la pandemia,

las expectativas de inflación cayeron de forma significativa, y a finales de marzo se situaban por debajo del 1%. En ese contexto, la compra de bonos ligados a inflación resultaba más atractiva que los bonos nominales si esperábamos que la inflación durante los próximos 10 años fuera superior al 0,93%.

Las medidas de estímulo, tanto monetarias como fiscales, y la reapertura de la economía han permitido que las expectativas de inflación de los mercados mejoren y se sitúen cercanas al objetivo de la Reserva Federal, haciendo mucho más complicada la decisión entre bonos ligados a inflación y bonos nominales.

A cierre de 2020, el breakeven se situaba en el 2%. Un inversor que esperara una subida de la inflación por encima del 2% optaría por el bono ligado a inflación. Por el contrario, el bono nominal sería preferido en el caso de esperar una relajación en la inflación en los siguientes años. En conclusión, la expectativa de inflación del inversor frente al breakeven será la clave para la elección entre bonos nominales y ligados a inflación. ■