



«El incremento de rentabilidad de la deuda emitida por países *core* de la UME aumenta ligeramente su atractivo de inversión»

Paradojas de la renta fija

Desde que, a finales de agosto, el presidente de la Fed, Ben Bernanke, anticipara en un discurso, que recordando encarecidamente leer¹, la intención de implantar el denominado *quantitative easing* 2.0. (QE), es decir, la compra por parte del Banco Central de bonos emitidos por el Tesoro estadounidense, los precios de estos activos han caído. En consecuencia, se ha producido el fenómeno contrario al esperado, por cuanto la fuerza compradora de la Reserva Federal debería haber sido un motivo más que suficiente para que el resto de inversores optasen por adquirir deuda pública. Pero parece que ésta es la estrategia seguida justo hasta entonces, dado que, en las últimas sesiones, hemos asistido a un importante repunte de los niveles de rentabilidad. Es cierto que, para ser más estrictos, los mínimos de TIR en el T-Note a 10 años se alcanzaron el 10 de octubre (2,36%), pero apenas unos pocos puntos básicos por debajo de los registros del 27 de agosto (2,46%), cuando se produjo la famosa comparecencia en Jackson Hole.

Los indicadores publicados en EEUU, que constatan una mejora de su economía (aunque no en todos los componentes, ya que la construcción sigue en mínimos), junto con nuevos anuncios de estímulo fiscal (prorrogando alguno de los vigentes hasta ahora), han podido ser los argumentos fundamentales que han contrarrestado la aplicación del QE de la Fed. Pero la agresividad del movimiento al alza en los niveles de rentabilidad ha sorprendido a todos los inversores, con pérdidas, en apenas un mes y medio, que oscilan entre el 2 y el 7% (téngase en cuenta que, en un bono a 10 años, un repunte de 100 pb de la TIR, como el que prácticamente se ha producido, implica una pérdida de casi el 7%, al ser, en media, siete años su duración). En defini-

tiva, ha vuelto a ponerse de manifiesto que la «renta fija no es fija» y que, en ocasiones, sufre una importante volatilidad.

Como también suele ser habitual, el repunte de los niveles de rentabilidad ha impactado sobre otras curvas soberanas, como es el caso de la alemana, donde el *bund* a 10 años ha superado la barrera del 3% (frente al 2% que se llegó a observar a principios de septiembre). Si bien en este país también hemos asistido a una mejora de los indicadores económicos (el PIB crece casi al 4% en tasa interanual, aupado por todos los componentes), es obvio que el repunte se debe, en mayor medida, al «contagio» de EEUU que a la situación de la economía alemana o del propio área euro, donde, en las últimas sesiones, se ha vuelto a recrudecer la «crisis de deuda de los países periféricos», lo que podría haber justificado cierto «refugio hacia la calidad» en los bonos alemanes.

Sea uno u otro caso, el incremento de rentabilidad de la deuda emitida por países *core* de la UME aumenta ligeramente su atractivo de inversión, al abandonar niveles históricamente bajos. Así como el activo más seguro (replicar el EONIA) sigue siendo poco rentable (y la ampliación temporal de la «barra libre de liquidez» por parte del BCE, al menos hasta abril, seguirá lastrando al tipo interbancario a un día hasta la zona del 0,5%), invertir en bonos públicos AAA de la zona media de la curva es ahora un poco más atractivo. No puedo terminar este comentario sin hacer alusión al comportamiento de las referencias de renta fija del Tesoro español. Las letras a 12 meses ofrecen una rentabilidad del 3,52%, mientras que el bono a dos, cinco y 10 años, del 3,55, 4,83 y 5,51%, respectivamente, lo que, sin duda, es una clara oportunidad de inversión de cara a los próximos meses ::

DAVID CANO es socio de Afi y director general de Afi Global, EAFI.
E-mail: dcano@afi.es

¹ Véase <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100827a.htm>.