



José Antonio Cortés. *Director General de GVC Gaesco Pensiones.*

Durante los últimos meses, **los bonos y obligaciones estatales de los países periféricos del sur de Europa han tenido un comportamiento fulminante**. Entre ellos, uno de los más destacados ha sido el caso de España. Hace 12 meses, las obligaciones del Estado español a 10 años cotizaban con un rendimiento implícito del 5%; actualmente, el rendimiento ha bajado al 2,80%, mínimo histórico. Esta favorable evolución se puede extrapolar a todos los plazos de la Deuda Pública.

Para lograr rendimiento brutos superiores al 1% debemos posicionarnos en plazos superiores a los 3 años (asumiendo el riesgo de interés/plazo).

Se puede desglosar esta trayectoria en dos componentes:

- Por un lado, la reducción específica de la **prima de riesgo** con respecto a la **deuda de los países centrales**.
- Por otro lado, la reducción generalizada en la rentabilidad exigida a la **deuda pública soberana** de los países occidentales.

El **primer componente** se consolidó tras la advertencia del BCE de hacer todo lo que estuviese en sus manos para evitar el colapso de la deuda emergente europea. Una cierta mejora económica en dichos países y algunas reformas estructurales fueron catalizadores suficientes para reducir las primas de riesgo hasta niveles razonables.

El **segundo componente**, que forzó la fuerte bajada de rentabilidades, afectó a todos en mayor o menor cuantía, debido en parte a las **expectativas de un débil crecimiento económico a medio plazo** (en un contexto de sobrecapacidad productiva y desapalancamiento del sector financiero y privado). Dicha debilidad en el crecimiento esperado conlleva a una expectativa de pocas presiones inflacionistas, incluso de **deflación**, situación que se ve reforzada con la solidez de la divisa, el euro. También cabe añadir a este segundo componente otras fuerzas que actúan en la misma dirección: la **abundante liquidez**, la **desconfianza en las divisas emergentes**, etc.

Llegados a este punto, la cuestión se centra en si se puede afirmar con rotundidad que los bonos están caros. Para ello debemos analizar los pilares del mercado:

- **La oferta y la demanda.** Como en cualquier otro mercado, estas dos fuerzas son las que **determinan el precio de los bonos**. La oferta, como se puede leer estos días en los periódicos, es enorme. En España, la deuda pública está muy cerca del 100% del PIB. El déficit anual, las amortizaciones y los intereses generan un stock a colocar anualmente muy importante: No obstante, hemos visto también que la demanda tiene el suficiente empaque para absorberla.
- **El BCE.** La demanda tiene esa voracidad porque cuenta con el “**respaldo implícito**” de la entidad que tiene el monopolio del dinero. Por lo tanto, ya sea a través del BCE, de la FED o del BoJ, las fuerzas de la oferta y la demanda estarán intervenidas y/o manipuladas. Por consiguiente, pocas conclusiones se pueden sacar de la tendencia subyacente de estas variables.
- **La valoración fundamental.** A grandes rasgos, el valor intrínseco de un bono viene determinado por dos variables: **la capacidad de pago o solvencia del emisor y el rendimiento real (nominal menos inflación) que proporciona**. Podríamos incorporar otra variable, su rendimiento relativo a otros activos financieros, pero no vale la pena para simplificar.
 - Con respecto a la **solvencia del emisor**, muchos de nosotros la cuestionaríamos seriamente dada lo abultado de su endeudamiento y su debilidad estructural.
 - Por lo que respecta al **rendimiento real**, entra en juego la gran incógnita: **la inflación**, la actual y las expectativas. La actual ronda el 0,5% interanual (en España) y la esperada, aunque muy incierta, difícilmente la colocan por encima del 2% a medio plazo (dicho nivel es, además, un objetivo de política monetaria por parte del BCE). Teniendo en cuenta este coste de oportunidad que es la inflación, los **bonos a corto plazo** estarían intrínsecamente sobrevalorados, ya que su rendimiento real a corto y medio

plazo, con las expectativas de inflación, sería negativo. En cambio, las **obligaciones a largo plazo** tendrían una valoración más razonable, aunque lógicamente con un teórico riesgo de interés (sensibilidad en el precio ante variaciones de los rendimientos exigidos) mayor.

A modo de conclusión, el mercado está claramente distorsionado por la presencia de los **Bancos Centrales**, con una capacidad excepcional de amarrar los plazos cortos siguiendo el dictado de las políticas monetarias, provocando la sobrevaloración de la deuda a corto plazo.

Por otra parte, la situación en los plazos largos parece más razonable por su valor intrínseco (en un escenario muy probable de crecimientos moderados y baja inflación), pero produciendo cierta sensación de vértigo y riesgo dada su nivel de procedencia tras los delicados acontecimientos de los últimos años que casi colapsan el mercado.

Síguenos: