Los desafios de invertir en bonos

Kohen, Ariel

Introducción

Invertir en bonos nos obliga a pensar en cuál es el valor de los mismos, cuál es el rendimiento que vamos a obtener por esa compra y si estamos haciendo un buen negocio. La valuación pudo haber sido correcta o incorrecta, pero por lo menos hemos transitado por un camino que nos motivó a analizar el precio y la conveniencia de la inversión.

En las siguientes páginas vamos a ir conociendo, desde las nociones básicas que definen un bono hasta cómo se valúan y cuál es el rendimiento de una inversión en este tipo de instrumentos, sin perder de vista otras características como los distintos tipos que existen y otras particularidades que nos pueden ayudar a entenderlos y analizarlos.

En el recorrido de este texto, vamos a ir llevando a la práctica cada uno de los conceptos analizados, comparándolos con un bono de la Argentina, el Boden 2012, para, al final del mismo, realizar una comparación de las inversiones en bonos en distintas épocas.

Antes de comenzar a introducirnos en estos temas, vamos a preguntarnos qué es un bono. Cuando el Estado o una empresa necesitan fondos, una de las opciones que tiene es endeudarse, para lo cual paga una tasa de interés, que va a depender, entre otras cosas, de las posibilidades que tiene ese gobierno o esa empresa de responder a sus obligaciones. Mientras mayor sea la solidez y la historia crediticia, menor será la tasa de interés; pero mientras menor sea la probabilidad de repago (o la imagen basada en anteriores incumplimientos) mayor se considerará la probabilidad de default, por lo que mayor será la tasa de interés. Dicho de otra forma, mayor será lo que el mercado exigirá como pago para invertir en bonos de esas empresas o gobiernos.

Por otra parte, quien presta, cobra esa tasa por el hecho de no disponer del dinero por un determinado tiempo.

Clasificaciones de bonos

En el mercado podemos encontrar distintos tipos de bonos y los podemos clasificar de las siguientes formas:

En función del tipo de cupón: tasa fija (pagan cupones a una tasa fija durante la vida del bono), tasa variable (la tasa de interés varía dependiendo de otra tasa de interés que es tomada como referencia), indexados, (la tasa de interés varía según un coeficiente que los indexa) y mixta (estos bonos pagan cupones que tiene parte en tasa fija y parte en tasa variable).

En función de la moneda: en USD, EUR y ARS.

En función de la frecuencia del cupón: a) cupón Cero (Zero-coupon bond): no pagan intereses y no realizan pagos periódicos de capital. Estos bonos son vendidos a descuento, al momento de comprarlos se paga un monto que es inferior al valor nominal; y luego recibe el valor nominal al final de la vida del bono, b) pago de cupones: mensual, trimestral, semestral o anual.

En función del emisor: gobierno, se los denomina deuda soberana, municipios y

 © Thomson Reuters

corporativos (emitidos por empresas).

En función de la madurez: el vencimiento del bono.

En función de la opcionalidad: encontramos bonos que tienen cláusulas, ya sean "callable" o "putable", dando, en un caso, la opción al emisor de recuperar el bono en una fecha y precio determinados y, en el otro, la opción al inversor de venderlo también en una fecha y precio determinados. Obviamente, estas cláusulas van a impactar en el valor del bono: si el emisor tiene la opción de recuperar dicho bono (por ejemplo, cuando entienda que por las tasas de ese momento no le convenga pagar los cupones), el inversor va a reclamar una tasa mayor. Los bonos también pueden ser convertibles: ofrecen la alternativa de cambiarlos por acciones de la empresa emisora. Intercambiables: se tiene el derecho a cambiarlos por acciones de otra empresa del mismo grupo empresarial. Bonos con derecho a venta: incluyen la opción para el emisor de solicitar la recompra del bono en una fecha y precios determinados.

Teniendo un pantallazo de los tipos de bonos que existen, vamos a pensar por qué es importante conocerlos, para decidir cuál es el que más se adecúa al tipo de inversión que estamos buscando, pensando cuáles son las diferencias y cuáles son las ventajas y desventajas que tienen en cada caso.

No es lo mismo calcular el valor de un bono que no paga cupones, en comparación con uno que paga cupones semestrales. Un inversor que está comprando bonos en una época de tasas bajas, probablemente se sienta más atraído por un bono cupón cero, ya que de esa forma no tiene que preocuparse por los pagos de intereses.

Tampoco es lo mismo para un inversor adquirir un bono "callable", en comparación con uno que no lo sea. Si el inversor sabe que el emisor tiene una opción de compra a un precio determinado, obviamente va a requerir una tasa mayor, porque está asumiendo el riesgo de que le obliguen a venderlo en un momento en que no está interesado en hacerlo.

De la misma forma, cada una de las características particulares que puede tener un bono se va a ver, de una u otra forma, reflejada en el valor del mismo, y será tenida en cuenta al momento de elegir una inversión.

Características del Boden 2012

A continuación tenemos un cuadro con las características del Boden 2012 (RG12), para que podamos ver de forma práctica los conceptos recién analizados.

RG12 – Bonos del Gobierno Nacional en Dólares Estadounidenses LIBOR 2012

Fecha de emisión: 03.02.2002

Fecha de Vencimiento: 03.08.2012

Plazo: 10 años y 6 meses (a partir del 03.02.2002)

Moneda de emisión y Pago: Dólares Estadounidenses.

Intereses: Devengan intereses sobre saldos a partir del 03.02.2002, a la tasa para los depósitos en Dólares a 6 meses de plazo LIBOR, pagaderos por semestre vencido.

Amortización: 8 cuotas anuales, iguales y consecutivas del 12.50% del monto emitido. Primer Servicio: 03.08.2005.

Las clasificaciones que analizamos anteriormente las podemos notar en este cuadro: es un bono a tasa variable (nos damos cuenta que es una tasa variable ya que, como vemos en el cuadro, el cupón está atado a una tasa que puede variar en cada uno de los pagos), en dólares, con una frecuencia de pagos semestral, emitido por el gobierno nacional con vencimiento el tres de agosto del 2012.

Riesgos en inversiones de títulos de renta fija

¿Cuál es el riesgo que estoy teniendo al invertir en bonos? Si estoy comprando un activo que me paga intereses y además me devuelve el capital que invertí, ¿dónde está el riesgo de la inversión?

Toda inversión tiene un riesgo, más alto o más bajo, pero riesgo al fin. Mientras mayor sea el riesgo, mayor será la rentabilidad esperada de esa inversión.

Los riesgos más comunes en las inversiones con títulos son: riesgo de default (riesgo de que el emisor no cumpla con sus obligaciones), riesgo de tasa de interés: (riesgo de que las tasas de interés suban, lo que haría bajar los precios de los bonos), riesgo de reinversión (si al momento de cobrar los intereses las tasas son más bajas, vamos a estar reinvirtiendo esos intereses a una tasa menor), riesgo de inflación, riesgo de liquidez (esto refiere al riesgo de poseer bonos y no poder venderlos debido a que no haya inversores interesados en adquirirlos), riesgo de rescate anticipado (riesgo de que el emisor rescate el bono), riesgo de tipo de cambio y riesgos políticos o legales.

Calificación crediticia

A pesar de que para emitir los bonos hay requisitos, hay calificadoras que se ocupan de darle un rating a las empresas y a los países para mostrar, de alguna forma, cuál es la calidad crediticia de esa entidad.

Mientras mayor sea la calificación, menor será la tasa de interés que tiene que pagar para tomar la deuda. Mirándolo desde el lado del inversor, si uno invierte en bonos con una mayor calidad crediticia, menor será el rendimiento de esa inversión, dada la mayor seguridad que se

está obteniendo.

Las calificadoras más importantes son Standard & Poor's y Moody's que tienen las siguientes categorías:

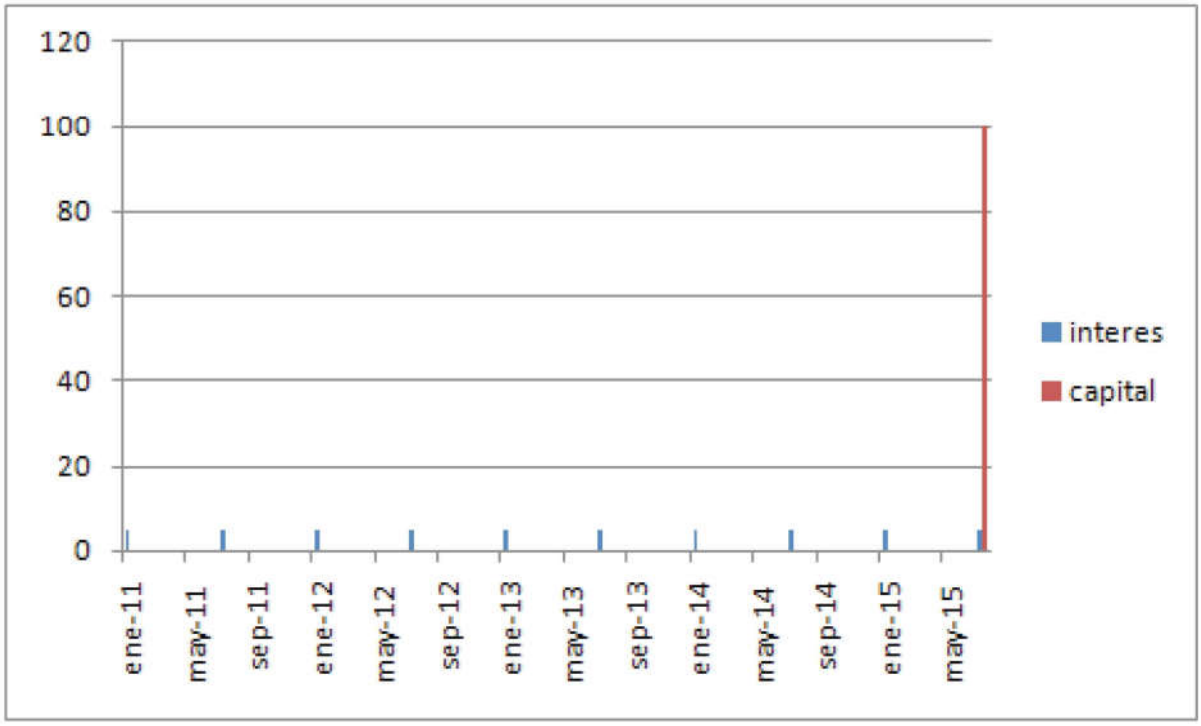
Grado de inversión
AAA / Aaa
AA / Aa
A / A
BBB / Baa
Grado especulativo
BB / Ba
B / B
CCC / Caa
CC / Ca
C / C
D / D

Mientras AAA o Aaa es el grado de menor riesgo crediticio, D (Default) muestra incumplimiento de las obligaciones crediticias.

Amortización del capital y pago de intereses

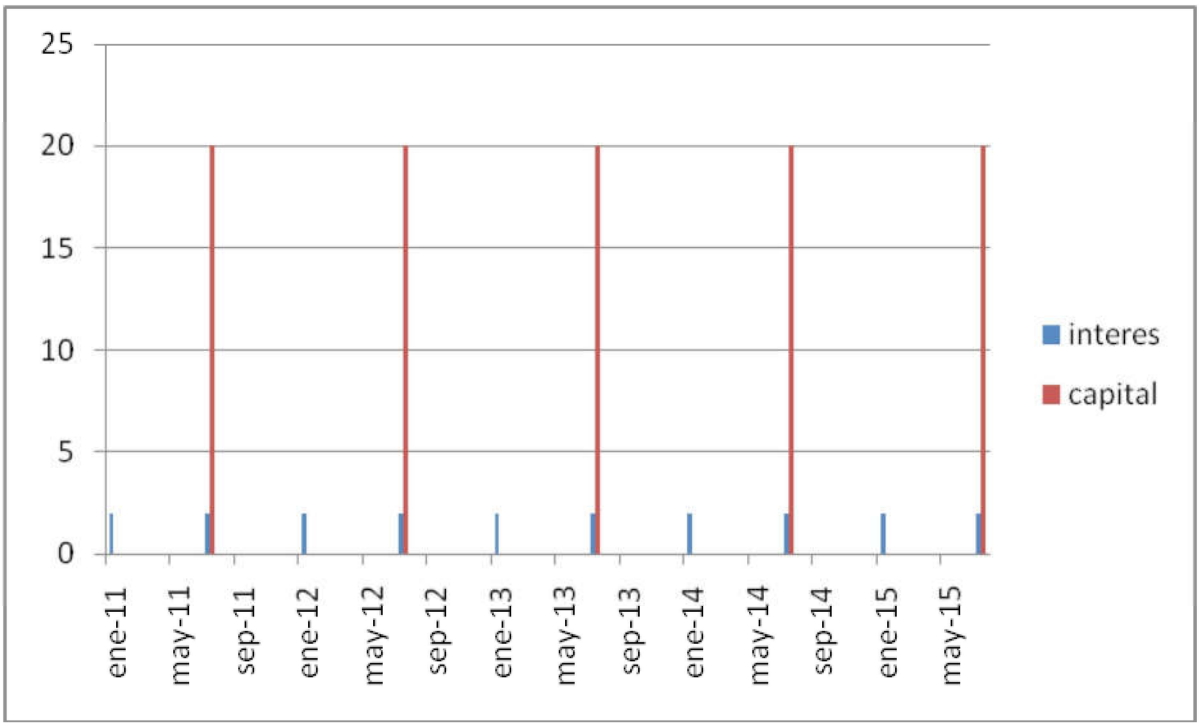
Básicamente existen dos formas por las cuales un bono devuelve el capital invertido: puede pagar todo el capital al final (bullet) o puede pagar amortizaciones de capital de forma periódica. Cuando los bonos pagan todo el capital al final, se está asumiendo un riesgo de inflación muy grande, ya que se está esperando recibir de vuelta gran parte de la inversión (o sea, el monto total del capital) al final de la vida del bono.

El siguiente es un gráfico de ejemplo de un bono que paga intereses de forma periódica y amortiza al final de la vida del mismo. Supongamos que nos devuelve todo el capital en el último año, tal como muestra el ejemplo siguiente, entonces nosotros estamos asumiendo el riesgo de que al final de la vida del bono el valor de ese dinero sea menor al actual, dadas condiciones inflacionarias, por lo que es muy importante analizar cómo son realizados los pagos del bono al momento de elegirlo.



El siguiente gráfico muestra un ejemplo de un bono que paga amortización e intereses de forma periódica. Acá no tenemos que esperar al último año, por lo que, en este ejemplo, estamos reduciendo el riesgo de inflación, ya que se nos va pagando de forma periódica amortización del capital. Cada uno de los casos tendrá más beneficios en algunos escenarios y menos en otros.

 © Thomson Reuters



Volviendo a nuestro ejemplo, el Boden 2012 es un bono que amortiza en 8 cuotas anuales, iguales y consecutivas, del 12.50% del monto emitido.

Tasas de interés determinadas dentro de una situación económica específica hará que nos seduzcan en algunos casos bonos que amortizan y, en otros, bonos que pagan todo el capital al final.

Precio y rendimiento de los bonos

No vamos a profundizar mucho en las cuestiones matemáticas, pero mínimamente vamos a analizar de forma conceptual cómo se puede calcular el precio de un bono (aunque el mismo está dado por el mercado) y luego analizaremos cómo calcular la rentabilidad de una inversión realizada en bonos.

El precio de cualquier instrumento financiero es el valor presente del flujo de fondos que se espera que genere.

¿Qué debemos tener en cuenta para realizar una inversión en bonos? Como los flujos que esperamos recibir al adquirir un bono son los intereses más el capital, el precio de un bono es la suma de todos los cupones, traídos a valor actual, sumado al precio del capital traído a valor actual.

Por lo tanto, para encontrar el precio de un bono es necesario conocer su flujo de fondos y descontarlo a una tasa de interés.

$$P = \sum_{t=1}^{n} \frac{C_t}{(1+y)^t}$$

Donde

P es el precio del instrumento financiero.

Ct es el flujo de fondos al momento t.

y es el rendimiento requerido.

n es el número de períodos (cantidad de años por cantidad de pagos en el año).

Si calculamos cuánto debería ser el precio del bono y nos da un valor mayor al de mercado, posiblemente estamos frente a una buena inversión, ya que estamos comprando un activo que para nosotros vale más que lo que estamos pagando. El mercado, por alguna razón, está valuándolo a un precio menor.

Como recién vimos el precio del bono está definido por el mercado. Lo que a nosotros nos va a importar es saber cuál va a ser nuestro rendimiento si compramos un bono al precio en que está cotizando en ese momento.

No vamos a entrar tampoco en detalles para el cálculo del rendimiento de un bono, pero lo importante, a efectos del análisis que estamos realizando, es entender el concepto. Los cálculos del rendimiento nos permiten saber cuál va a ser mi rendimiento en base a los cupones y a los pagos de capital que espero recibir, en caso de que compre el bono al valor de mercado al cual está cotizando.

Datos técnicos del Boden 2012

Datos Técnicos	
Vencimiento	03/08/2012
V/R %	12,50%
Cupón corriente	0,687
Próximo pago	03/02/2012

Ahora vamos a analizar cómo van variando los bonos en las distintas épocas, debido a las crisis y a los movimientos de las tasas de interés. Primero tendremos en cuenta un escenario de estabilidad, luego nos vamos a mover a un escenario de crisis para finalmente transitar el camino de salida del mismo.

Esto puede sernos útil para entender cómo van impactando las variables en los bonos y ayudarnos a decidir cuándo es conveniente realizar inversiones en estos títulos.

Otro factor a tener en cuenta es que todas estas decisiones también van a depender de si los bonos son de largo o corto plazo.

Bonos en épocas de estabilidad

Cuando el escenario económico es estable, la mejor opción es armar un portafolio que nos permita tener un rendimiento esperado que esté acorde a nuestra aversión al riesgo. Ese portafolio estará diversificado con distintos activos (entre los cuales encontraremos activos más y menos riesgosos).

Algunos activos van a cumplir una función que brindará seguridad a la cartera, mientras que otros incrementarán la rentabilidad esperada. Mientras una persona más adversa al riesgo tendrá más inversiones en bonos y efectivo, una persona más propensa al riesgo va a estar más orientado a acciones.

Bonos en tiempos de crisis

Las crisis económicas nos hacen repensar cuáles son los activos financieros que más nos pueden ayudar a salir del aprieto financiero sin sufrir grandes variaciones en nuestra cartera. Distintas teorías podrán ayudarnos a saber qué porcentajes invertir en renta fija y qué porcentajes en renta variable, pero esta situación sería distinta en una época de crisis.

Cuando estamos en épocas de crisis tenemos que buscar activos que no estén sujetos a los vaivenes del mercado de forma tan fuerte como las acciones.

 © Thomson Reuters

Cuando hay una crisis fuerte son las acciones las que más se desploman, de tal forma que nos daríamos cuenta muy fácilmente que no es una buena idea poseer acciones en esas épocas. Obviamente, hay acciones de algunas empresas que no se ven tan perjudicadas, como las de las empresas no cíclicas, pero no es ese el tema a profundizar en este artículo. Mientras que los bonos del tesoro americano se mantienen, el resto de los bonos también puede caer.

Invertir en bonos tiende a ser una buena elección ya que nos estamos asegurando una renta fija, o sea, estamos asegurándonos pagos periódicos de cupones y la devolución del capital invertido, ya sea en concepto de amortizaciones o de devolución del capital al final de la vida del bono.

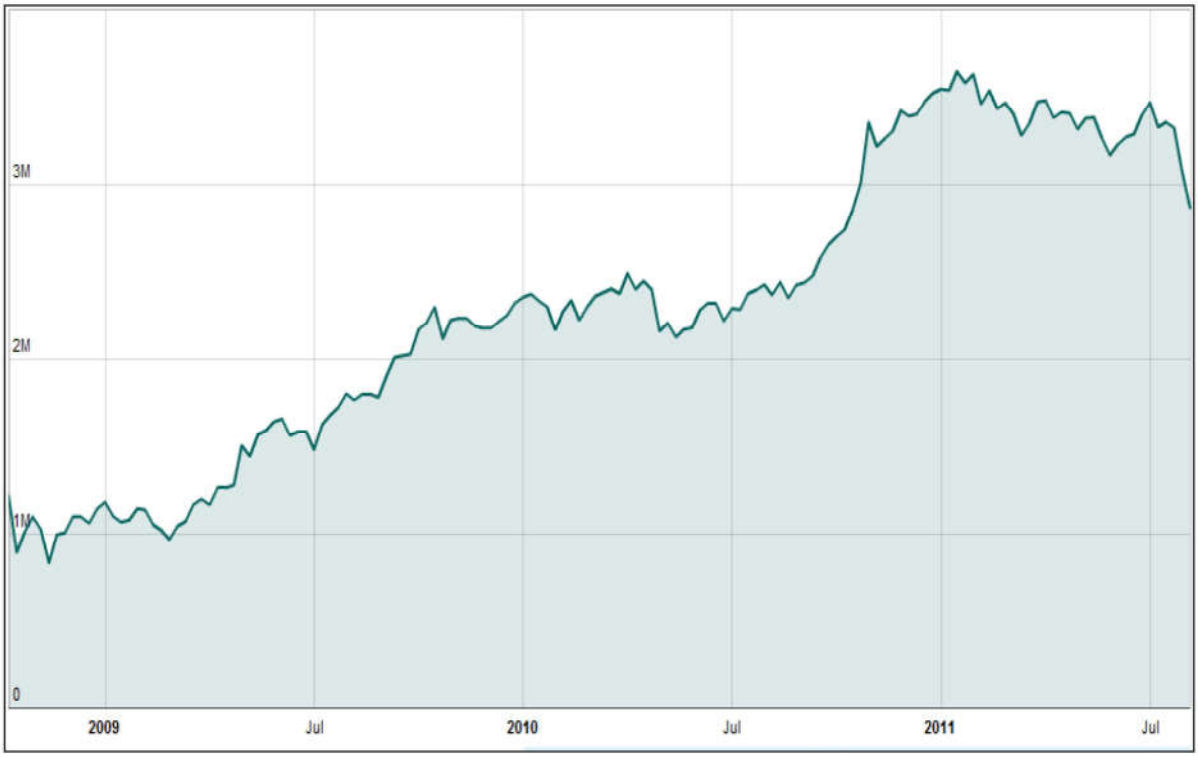
Si tenemos inversiones en bonos, realizadas previas a la crisis, no nos será conveniente deshacernos de los mismos, ya que si entramos en épocas de tasas de interés bajas, será muy difícil encontrar, en el mercado, bonos que nos brinden una rentabilidad similar.

El siguiente gráfico nos muestra cómo fue subiendo el precio de cotización del Boden 2012 (el bono que venimos describiendo en las páginas anteriores) entre octubre del 2008 y agosto del 2011.

Esta tendencia nos permite ver cómo el precio del bono fue subiendo de forma consistente durante la crisis. Este ejemplo permite mostrar que hay bonos que pueden ser una muy buena inversión en épocas de crisis.

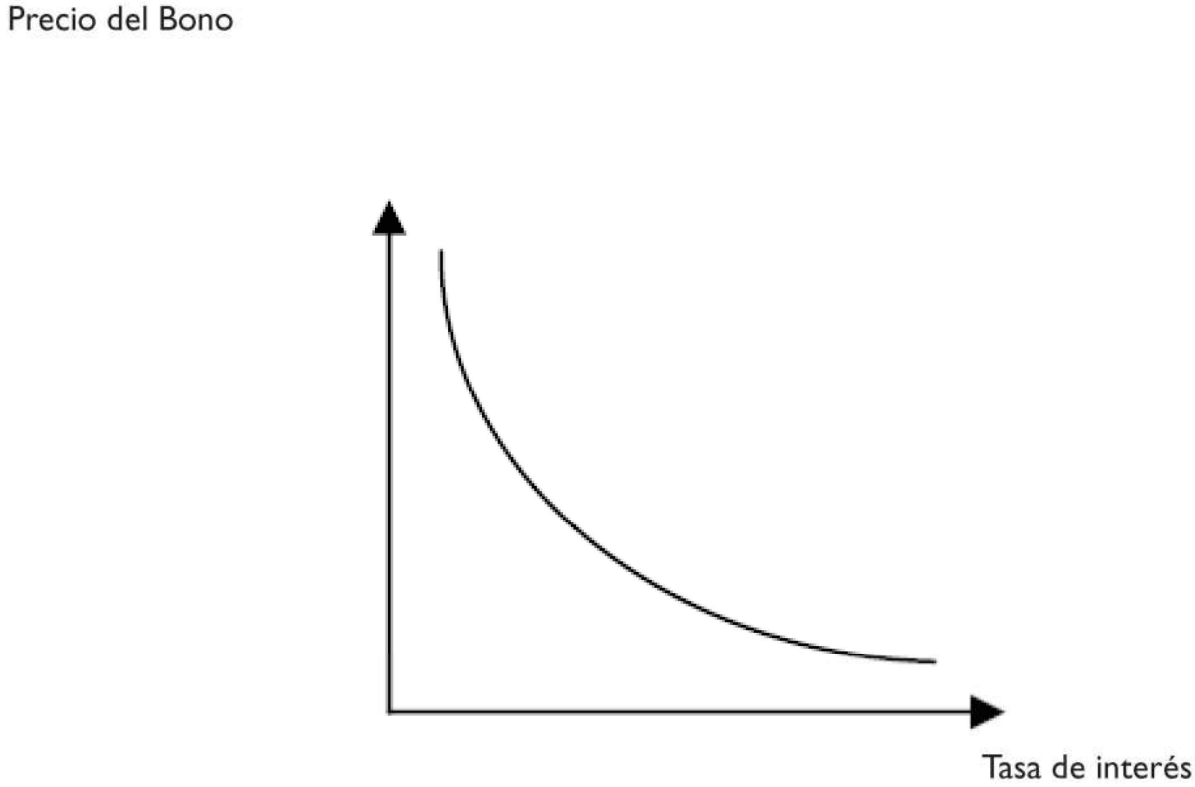
En el siguiente gráfico vemos la evolución del Merval en el mismo período. Acá podemos comparar y ver la diferencias entre el mercado de acciones, que es más volátil ante situaciones de crisis económicas en comparación con un bono, que, como recién analizamos, puede ser una buena inversión en épocas de crisis.

 © Thomson Reuters



Bonos al salir de la crisis

Un factor importante a tener en cuenta cuando comparamos las inversiones en bonos durante distintas épocas son las tasas de interés. Como vimos anteriormente, los precios de los bonos suben ante bajas de las tasas de interés, mientras que bajan ante subas de las mismas.



Si creemos que la salida de una determinada crisis va a venir aparejada con una suba de

tasas de interés, es importante tener en cuenta que los precios de los bonos bajarían a medida que se sale de esa situación económica. Por lo que, si uno estima que se avecina una subida de tasas y un escenario de mayor estabilidad, los bonos podrían bajar los precios de mercado y sería conveniente tener en cuenta que una reorganización de la cartera de inversiones sería una buena opción.

Esto no sería tan importante en el caso de que tengamos pensado mantener el bono hasta el final, ya que, en ese caso, no serían las oscilaciones de los precios de los bonos las que nos instarían a deshacernos de los mismos. Pero si no es este el caso, tenemos que repensar la cartera de inversiones.

Cuando la crisis se empieza a ver a lo lejos como algo del pasado y los mercados empiezan a reactivarse, son las acciones de empresas (particularmente las cíclicas, siendo también las más perjudicadas con las crisis en los ciclos económicos) las que van a ir subiendo a medida que los mercados mejoran, pero son los bonos los que van a ir bajando sus precios cuando las tasas de interés se van incrementando.

La explicación matemática de por qué los precios de los bonos bajan en épocas de bajas tasas de interés es la siguiente: el precio de un bono es el valor presente del flujo de fondos que se espera que genere (tal como lo expusimos anteriormente). Para traer los flujos a valor presente, tenemos que utilizar la tasa de interés y, a medida que las tasas de interés suben, esos flujos traídos a valor presente son más pequeños. Cabe aclarar que nos estamos refiriendo a la tasa de interés de descuento, a diferencia de la tasa de interés implícita en el bono que está fija.

Conclusión

En comparación con las acciones, en las que la apreciación de capital es fundamental, en los bonos el pago de los cupones es un factor muy importante. Por ello, hay que incluirlos en cualquier valuación o cálculo de retornos que uno realice. No podemos invertir en bonos sin entender cuál es su estructura, cómo nos va a pagar los intereses, cómo nos va a devolver el capital, cuáles son las cláusulas que puede presentar, como así también cualquier otra característica que pueda tener, la cual vamos a necesitar para entender todos los riesgos que trae aparejados, como así también el rendimiento que vamos a obtener por el mismo.

Es importante que, al momento de realizar una inversión en este tipo de instrumentos, podamos realizar un análisis de la situación económica y de cómo pensamos que esta va a ir evolucionando con el correr del tiempo, ya que cada escenario presenta distintos desafíos y distintas oportunidades a la hora de elegir un activo financiero.

 © Thomson Reuters