

MANUAL del INVERSOR

Sexta edición,
revisada y actualizada

En la redacción de este manual han intervenido los siguientes miembros del equipo de redactores y analistas de INVERSION: Mariano Utrilla, Mar Barrero, Isabel Sánchez e Ignacio Barroso.

inversión

2

LA INVERSION EN RENTA FIJA

- 2.1. ¿Qué es...?
- 2.2. Características
- 2.3. Los bonos de alto rendimiento
- 2.4. Fiscalidad
- 2.5. Inversión mínima
- 2.6. Gastos y comisiones
- 2.7. El perfil del inversor
- 2.8. El caso de Juan Inversor

2. La Inversión en Renta Fija

2.1. ¿Qué es...?

Los títulos de renta fija son aquellos activos cuya rentabilidad se encuentra establecida para toda la vida de la emisión. Las empresas o el Estado emiten unos títulos con los que se financian. A cambio, el suscriptor percibe una rentabilidad que se determina por el pago de intereses y la amortización del nominal.

El inversor suele conocer de antemano la rentabilidad de sus títulos, ya que en la mayoría de los casos el interés está fijado previamente, así como el precio de la amortización, a no ser que la emisión cuente con un cupón variable o la amortización esté indiciada a un factor externo. La clasificación de los productos de renta fija puede realizarse en función de criterios tales como fórmula de amortización, régimen fiscal, características del emisor, etc.

En principio, los títulos de renta fija podrían dividirse en dos grandes grupos: los que cuentan con rendimiento explícito o con pago periódico de intereses, y los que se emiten con rendimiento implícito o pago único de intereses (cupón cero) en el momento de la amortización. Las emisiones con rendimiento explícito son aquellas que realizan pagos periódicos al inversor en forma de intereses (cupones). La periodicidad de estos pagos varía en función de lo estipulado en las emisiones, aunque habitualmente son anuales o semestrales.

Los títulos de renta fija con rendimiento implícito o cupón cero son aquellos en los que la contraprestación que se realiza al inversor se efectúa por la diferencia entre el precio de adquisición y el de amortización, sin pagos periódicos de intereses.

2.2. Características

A la hora de suscribir un título de renta fija el inversor desembolsa un importe por la compra del título que puede ser igual, inferior o superior al nominal del mismo. Así, la adquisición puede realizarse por debajo de la par, a la par o por encima de la par.

Normalmente, en el mercado primario (momento en el que se colocan por primera vez los títulos en el periodo previsto para la oferta pública), el precio de adquisición suele ser a la par y libre de gastos para el suscriptor.

Si la adquisición se realiza posteriormente, en el mercado secundario, el precio de los títulos puede variar en función de la oferta y la demanda, de la evolución de los tipos de interés y también del intermediario al que acuda el inversor.

En el caso de los valores estatales, Letras, Bonos y Obligaciones, el inversor puede suscribir los títulos directamente en cualquier oficina del Banco de España mediante la apertura de una cuenta directa, o bien acudiendo a un intermediario financiero.

La amortización se realiza habitualmente de una sola vez, aunque en ocasiones los emisores realizan devoluciones periódicas, con amortizaciones por reducción del nominal o parciales. Antiguamente existía una posibilidad, prácticamente extinta, en la que el emisor realiza una oferta perpetua, sin reembolso de lo invertido y con intereses de por vida.

En el apartado estatal, los Bonos se amortizan por su valor nominal a los tres o cinco años, mientras que las Obligaciones lo hacen al cumplirse diez, quince o treinta ejercicios desde su puesta en marcha. La Dirección General del Tesoro tiene un calendario de emisiones de bonos y obligaciones claro y preciso: en 1999 se subastan todos los primeros miércoles y jueves de cada mes. Desde el 1 de enero de 1999, todos los títulos de Deuda Pública tienen un valor nominal de 1.000 euros (166.386 pesetas). Hasta la fecha, el valor nominal de los bonos y de las obligaciones era de 10.000 pesetas.

La Letra cuenta con el vencimiento más rápido, al cabo de un año, aunque los inversores también las pueden encontrar a un plazo de dieciocho meses (desde abril de 1997). El Tesoro también emite títulos para inversores institucionales a un plazo de seis meses. El valor nominal de la letra también se ha visto modificado y ha pasado de 1.000.000 de pesetas a 1.000 euros, con lo que se potencia que pequeños inversores puedan acudir a este mercado.

Al emitirse al descuento, el inversor que suscribe una Letra no percibe cupones. El interés se cobra por la diferencia entre el precio

de adquisición y el de reembolso, como en las emisiones cupón cero, ya que cuando el inversor suscribe una Letra no paga un millón de pesetas, sino el precio medio fijado en la subasta, equivalente al interés medio. Si en la subasta se fijase un precio medio del 95,178 por ciento, el inversor debería desembolsar 951,78 euros y percibiría, al cabo de un año, 1.000 euros. En este caso, el interés medio se situaría en el 4,872 por ciento.

En la subasta del 26 de julio del 2000 se fijó una rentabilidad para las Letras del Tesoro a seis meses de un 4,739 por ciento.

En la subasta del 20 de julio la rentabilidad de las Letras a un año se situó en el 5,068 por ciento.

Al igual que en los títulos del mercado de renta variable, podemos destacar tres características fundamentales en los activos de renta fija: la liquidez, la rentabilidad y la seguridad.

El primer criterio, la liquidez, trata de medir la diferente capacidad que van a tener los inversores a la hora de comprar y vender títulos en el mercado secundario. Para los títulos de renta fija existen cuatro grandes mercados organizados: bolsa de valores, mercado AIAF, fondo de regulación del mercado hipotecario y Central de Anotaciones.

En estos mercados se negocian los títulos con precios de compra-venta diarios y sin apenas dificultades para deshacer posiciones, de modo que el inversor puede vender sus títulos y hacer líquida la inversión sin esperar al vencimiento de los mismos. El coste de la operación está determinado por las posiciones de oferta y demanda y por las comisiones que cobre el intermediario.

En principio, el mercado más líquido es el de la Deuda Pública del Estado, desarrollado a través de la Central de Anotaciones en Cuenta del Banco de España, gracias a la realización de emisiones fungibles que aumentan el volumen en circulación y a un sistema de Creadores de Mercado, que tienen el compromiso de cotizar precios a diario.

El precio o cotización tiene en cuenta las características del título: solvencia del emisor, fecha e importe de los cupones, fecha y valor de la amortización, así como los tipos de interés vigentes en cada momento para ese tipo de emisión. La cotización es, en

definitiva, el valor actualizado del flujo de ingresos que va a generar un título de renta fija, aplicando el tipo de interés vigente en cada momento.

La segunda característica de los títulos de renta fija, la rentabilidad, puede estar o no determinada de antemano. En las emisiones con rendimiento explícito el cálculo es muy sencillo, ya que el emisor ofrece de antemano el cupón que pagará durante toda la vida de la emisión. Cabe la posibilidad, también, de que la emisión se realice con cupón variable, normalmente revisable cada seis o doce meses, en función de la evolución del mercado interbancario u otro índice.

En el caso de las emisiones con cupón implícito o cupón cero, la rentabilidad debe calcularse mediante la diferencia entre el precio de adquisición y el de reembolso. Aunque habitualmente el precio de reembolso está prefijado, algunas emisiones muy concretas se diseñan de forma que la rentabilidad no se conoce hasta la amortización de los títulos.

En este último caso se encuentran las ofertas de títulos de amortización referenciada, normalmente a índices bursátiles (los bonos bolsa), aparecidos en el mercado español a finales de 1993, donde el precio de amortización varía en función de la evolución del índice o la referencia elegida, durante el periodo de vida de los títulos. La rentabilidad puede también no ser la esperada si el inversor decide deshacer posiciones antes del vencimiento, en cuyo caso el interés estará en función de la evolución de los tipos y de la oferta y demanda en circulación.

El tercer criterio de los activos de renta fija, la seguridad, refleja las garantías que el emisor ofrece para la devolución del capital invertido (principal) y de los intereses. Pero éste no es el único riesgo que soportan los activos de renta fija. Existe otra clase de riesgo, mucho menor que el de impago, que se refiere a la variación de los precios de las emisiones o de los tipos de interés y que puede afectar en el caso de que el inversor decida deshacer posiciones antes del vencimiento.

En el caso de que se produzcan elevaciones en los tipos de interés del mercado y éstos se encuentren por encima del tipo de interés

del título, el precio al que se podrá vender el activo en el mercado secundario será inferior al precio de amortización. Por su parte, una caída de los tipos que sitúe los tipos de mercado por debajo de la rentabilidad ofrecida por el activo permitirá vender el título en el mercado secundario a un precio superior al de amortización.

El riesgo, tanto de los emisores como de los tipos de interés, resulta un dato fundamental a la hora de medir las capacidades de la inversión en renta fija. La falta de seguridad cuenta con la contrapartida del interés. Habitualmente, una emisión de alto riesgo cuenta con un cupón también elevado. A mayor riesgo, mayor rentabilidad.

En España operan agencias de calificación de renta fija, entre las que destacan IBCA, Iberating (Standard and Poor's) y Moody's. Se dedican a evaluar la seguridad de los emisores y su deuda. De momento, hay dos grandes grupos, Deuda del Estado y del sector público (emitida o avalada por el Estado y, por tanto, con garantía absoluta de pago) y la renta fija privada. La capacidad de reembolso de los emisores privados varía en función de sus características particulares. Conforme el mercado de "rating" se desarrolle en nuestro país, la deuda de los emisores privados ofrecerá muchas más garantías y conocimientos a los inversores.

2.3. Los bonos de alto rendimiento

En los últimos meses ha proliferado en los mercados financieros internacionales la emisión de bonos de alto rendimiento, denominados en terminología anglosajona bonos "high yield". Estas emisiones de activos de renta fija, que ofrecen elevadas rentabilidades a los inversores (en algunos casos superiores a los dos dígitos anuales), las utilizan las empresas con baja calidad crediticia para financiar sus proyectos de crecimiento.

Estas empresas compensan su mayor riesgo de negocio y su menor solvencia con la emisión de bonos de alta rentabilidad, muy apropiados para los inversores amantes del riesgo. Sin embargo, la situación actual es diferente a la de finales de la década de los ochenta, cuando numerosas empresas que emitieron este tipo de bonos (en esa época se denominaban "bonos basura") quebraron

y no pudieron hacer frente a las obligaciones que habían adquirido con los inversores. Por tanto, en muchos casos los inversores en “bonos basura” perdieron todo el dinero que habían invertido.

Sin embargo, en la actualidad, las empresas que emiten bonos de alto rendimiento, aunque son compañías de elevado riesgo, presentan muy bajas posibilidades de que puedan quebrar, por lo que ofrecen ciertas garantías al inversor.

Gran parte de las empresas de alto crecimiento que cotizan en el Nasdaq (el mercado norteamericano de valores tecnológicos) emiten este tipo de bonos para financiarse. Asimismo, la mayoría de los fondos de inversión de alto riesgo adquieren este tipo de bonos para obtener atractivas rentabilidades para sus partícipes.

2.4. Fiscalidad

A partir de 1999, la venta o amortización de un título de renta fija constituye siempre un rendimiento del capital mobiliario. Se termina así con la anterior separación entre los rendimientos de capital mobiliario y el resto de ganancias o pérdidas patrimoniales.

La fiscalidad de los títulos de renta fija se establece de la siguiente forma:

1. Si entre las fechas de compra y de venta del título han transcurrido menos de dos años, el rendimiento del capital mobiliario se declara por su importe íntegro y tributa al tipo marginal.
2. Si entre las fechas de compra y venta del título han transcurrido más de dos años, la diferencia entre el precio de compra y de venta se reduce en un 30 por ciento. El resultado de esta reducción tributa al tipo marginal.

La única excepción a este tipo de tributación son los títulos de Deuda Pública adquiridos antes del 31 de diciembre de 1996. La venta o amortización de estos títulos tributa siempre al 20 por ciento.

Los Bonos y Obligaciones del Estado tienen el mismo tratamiento fiscal que las emisiones con cupón explícito. A estos instrumentos se le aplica una retención del 18 por ciento. La Letra, por su parte, se emite al descuento. Es decir, el inversor desembolsa

1.000 euros menos el interés fijado en la subasta y al cabo de un año recibe íntegro los 1.000 euros. Estos títulos no cuentan con retención en origen, aunque existe también la obligación de declarar los rendimientos obtenidos.

En las emisiones con cupón implícito, el inversor sólo debe tener en cuenta la rentabilidad obtenida en la amortización, ya que los títulos no devengan cupones regulares.

2.5. Inversión mínima

La inversión mínima necesaria para invertir en títulos de renta fija es muy variada según sea el activo elegido. El emisor lanza títulos con un determinado valor nominal, que puede oscilar entre los 6 euros (1.000 pesetas) y los 300.000 euros (50.000.000 pesetas). Normalmente, a no ser que la emisión esté destinada a inversores institucionales (que son la mayoría), el valor nominal de los títulos suele ser asequible para los pequeños inversores y oscila entre los 60 y 600 euros por bono u obligación. En el caso de los valores emitidos por el Estado, todos tienen un nominal de 1.000 euros desde el 1 de enero de 1999. Con esta medida se ha unificado el valor nominal de los Bonos, de las Obligaciones y de las Letras.

2.6. Gastos y comisiones

Las comisiones de intermediación varían de manera considerable en función de la cantidad de papel que circule en el mercado y del intermediario al que acuda el inversor. Conviene visitar varias oficinas antes de decidir la suscripción, ya que las comisiones pueden suponer, en su conjunto, que la rentabilidad final percibida por el inversor merme hasta en un punto porcentual.

En el caso de las emisiones del Estado existe una opción más barata y rentable para el inversor, siempre y cuando mantenga la idea de no deshacer posiciones antes del vencimiento del activo. El Banco de España cuenta con varias oficinas en las que el inversor puede abrir una cuenta directa, en la que la comisión es testimonial, un uno por mil en el momento de la amortización.

2.7. El perfil del inversor

El inversor en renta fija ha sido considerado tradicionalmente como un ahorrador conservador, que pretende rentabilizar sus ahorros sin necesidad de soportar elevados riesgos. Además del inversor conservador, los profesionales suelen contar con una parte de sus carteras invertidas en activos a plazo fijo a fin de compensar los riesgos que soportan en otros mercados. En los mercados financieros más desarrollados, los títulos de renta fija soportan el mayor peso de muchas de las carteras de los inversores.

El inversor modelo de las emisiones con cupón explícito confía en que el interés que le ofrece la entidad emisora es una renta suficientemente atractiva como para colocar sus ahorros durante unos años. Eso sí, el ahorrador cuenta con cupones regulares, normalmente semestrales o anuales, antes de percibir lo invertido.

Habitualmente, el inversor que suscribe una emisión cupón cero cuenta con un buen nivel de liquidez y puede permitirse colocar parte de su cartera en un activo que no devenga interés alguno durante la vida del activo. No necesita recibir una renta periódica y prefiere asegurarse un capital determinado en el futuro, ya que en el momento de amortización recibirá conjuntamente el capital invertido y los intereses que éste ha producido.

Además, en este tipo de emisiones, algunos inversores juegan con el factor fiscal, ya que al no percibir intereses periódicos no tienen necesidad de declararlos. Los inversores que acuden a una emisión con cupón variable, cuyo tipo se fijará en función, generalmente, de la evolución del EURIBOR (tipo de interés del Mercado Interbancario de la zona euro), desconfían de la marcha de los tipos de interés en el futuro. Si acude a este tipo de empréstitos, el ahorrador prefiere asegurarse unos intereses acordes con los de mercado, a fin de evitar sorpresas desagradables si los tipos de interés subiesen mucho y si él hubiera pactado un cupón demasiado bajo.

En el caso de emisiones indicadas a otras variables, como índices bursátiles (los bonos bolsa), el inversor apuesta por la buena marcha de la bolsa durante el periodo de vida de la emisión. Normalmente, estas emisiones garantizan el reembolso íntegro de lo

invertido y ofrecen, en el vencimiento, una prima idéntica al porcentaje de ganancia del índice en ese periodo.

En principio, el inversor en valores estatales antepone la seguridad a cualquier otro concepto. Normalmente se trata de inversores modestos, que prefieren mantener sus ahorros en valores estatales antes de colocarlos en un depósito bancario.

Los valores estatales son, probablemente, el activo de renta fija más popular en nuestro mercado. La agresiva campaña publicitaria y de información del Tesoro ha contribuido de manera decisiva para el relanzamiento de estos productos. Además, los fondos de inversión absorben una gran cantidad de papel estatal. Precisamente a través de estos fondos, el inversor tiene acceso a todos los valores estatales, incluida la Letra, sin necesidad de contar con una gran cartera.

El eficaz mercado secundario organizado por el Banco de España ha dotado de una enorme liquidez a estas emisiones, por lo que también los títulos de renta fija figuran entre los preferidos por los grandes inversores institucionales españoles y extranjeros.

2.8. El caso de Juan Inversor

Juan Inversor es un ahorrador arriesgado, a quien no le importan las inversiones de alto riesgo, es decir, se siente cómodo comprando de vez en cuando bonos u obligaciones de renta fija que ofrecen una alta rentabilidad. De esta forma, sabe que cada año recibe un elevado interés fijo y que, al amortizarse los títulos, recupera la inversión inicial. Por ello, a Juan Inversor le pareció interesante comprar en 1996, un bono de alto rendimiento emitido por una empresa de telecomunicaciones que estaba en pleno proceso de expansión. Este bono de un millón de pesetas de valor nominal tiene un plazo de amortización de cinco años (hasta el año 2001).

Este bono de alto rendimiento garantiza un cupón anual del diez por ciento (muy por encima del actual interés de mercado). Juan Inversor lo compró al cien por cien de su precio (equivalente a su valor nominal) o, lo que es lo mismo, abonó un millón de pesetas.

Si nuestro ahorrador mantiene este bono hasta su amortización, recibirá a los cinco años, desde su compra, el millón de pesetas de

la inversión inicial y cada año 75.000 pesetas netas en concepto de cupón. La rentabilidad bruta del diez por ciento (100.000 pesetas) ofrecida por estos bonos se ve recortada por una retención del 18 por ciento (18.000 pesetas) a cuenta del IRPF, que aplica directamente el intermediario financiero con el que trabaja Juan Inversor antes de abonar los intereses.

El año pasado nuestro ahorrador tuvo que hacer frente a un gasto imprevisto y necesitó recuperar el dinero invertido. Para ello, decidió acudir al mercado secundario y vender el bono de esta empresa de telecomunicaciones por el que tres años antes pagó un millón de pesetas. En el momento de la venta anticipada es fundamental una nueva variable: el precio. Un bono puede valer más (por encima del nominal) o menos (por debajo del nominal). Todo depende de los tipos de interés que se apliquen en cada momento en los mercados financieros.

El año pasado los tipos de interés en la zona euro se encontraban alrededor del tres por ciento. En este caso, la evolución de los tipos de interés en estos tres últimos años (que han experimentado una importante caída) ha sido muy favorable para nuestro inversor. Esta situación coloca a Juan Inversor en una inmejorable posición para vender su bono en el mercado secundario. Está ofreciendo un título con un cupón anual del diez por ciento (algo impensable hoy en día). En este caso, puede vender el bono muy por encima de su valor nominal, del millón de pesetas que pagó por él en 1996. Debe situar la rentabilidad de su bono en el tres por ciento. El precio que aplica al vendedor es del 113 por ciento (1.133.942 pesetas), por un bono que al amortizarse el año que viene valdrá un millón de pesetas. Juan Inversor ha obtenido una ganancia (plusvalía) de 133.942 pesetas, por la que deberá tributar en su declaración de IRPF del 2000. En este caso, y a diferencia de lo que ocurre con los intereses anuales del bono, no se le aplica una retención.

Supongamos, por el contrario, que los tipos de interés hubieran jugado en los últimos años contra Juan Inversor, es decir, hubieran subido, hipotéticamente, hasta el doce por ciento. Nuestro ahorrador estaría ofreciendo un bono emitido cuatro años atrás con un cupón anual del diez por ciento. Para vender su

título en el mercado secundario, Juan debería haber aceptado un precio inferior al millón de pesetas que pagó en el 1996. En este caso, se vería obligado a ofrecer una rentabilidad del doce por ciento y vender el bono por el 96 por ciento de su valor nominal. En consecuencia, habría recibido sólo 960.000 pesetas por la venta de su bono. Al ajustar, a la baja, el precio de su bono compensa el bajo tipo de interés que lleva aparejado. De esta forma, ofrece al comprador una rentabilidad final del doce por ciento por un título que valdrá al amortizarse un millón de pesetas. Juan Inversor tendría una minusvalía fiscal de 40.000 pesetas, que sólo podría compensar con una plusvalía similar a cuenta del IRPF del año en el que ha realizado la venta de ese bono.

Al margen de las ganancias o pérdidas que Juan Inversor pueda obtener por la venta de su bono en el mercado secundario, existen unos costes que nunca podrá evitar. Uno de ellos es el del intermediario financiero. La comisión que se suele aplicar ronda el tres por mil del nominal de la operación. En el primer caso pagará 3.401 pesetas (un tres por mil de 1.133.942 pesetas). En el segundo caso, Juan Inversor paga a su banco 2.880 pesetas (un tres por mil de 960.000 pesetas) en conceptos de comisiones. .

A esta cantidad debería añadirse otra más modesta, en concepto de “gastos de correo”, unas 17 pesetas que siempre se le aplicarán aunque recoja los justificantes de la operación en la sucursal del intermediario con el que trabaje.