



Madrid y Oxford, a 17 de mayo de 2022.

La mal llamada Renta Fija.

Queridos **impasibles**:

Gracias por leer esta nueva carta, correspondiente a **enero-abril de 2022**.

Por el plazo de la frase anterior y por no haber recibido carta en abril habréis deducido que **ésta no es una carta trimestral sino cuatrimestral**. Hemos evaluado la periodicidad y hemos decidido cambiar de cuatro a tres cartas al año. Empezamos con cartas bimensuales (quizás hasta haya habido alguna mensual), luego pasamos a trimestrales y ahora a cuatrimestrales. Al paso que vamos terminaremos publicando cada trienio o cada quinquenio. Puede ser que con la edad nos volvamos **más impasibles**. En todo caso estamos abiertos a escuchar vuestras opiniones al respecto.

Esta carta tiene la estructura de siempre: comentarios de actualidad del cuatrimestre, datos clave del fondo de inversión y tema central de la carta que en este caso dedicamos a la renta fija.

En cuanto a la actualidad de los mercados **estamos experimentando caídas generalizadas** que tampoco consideramos catastróficas, apocalípticas o cosa parecida. **Los mercados son así, lo sabemos y** (lo más importante) **lo aceptamos**. Sabemos que habrá años malos en nuestras inversiones, es algo inevitable, pensad que de media el 70% de los años son alcistas. Por tanto, hay un 30% de años bajistas, y no podemos evitarlos: **necesitamos quedarnos durante este 30% para disfrutar del 70%**. O dicho de otro modo, debemos pasar por los años malos, para no perdernos ni un solo año bueno. Dejamos los adjetivos tremendistas para los medios que tienen unos intereses entre los que no se encuentra la prosperidad de inversores como nosotros.

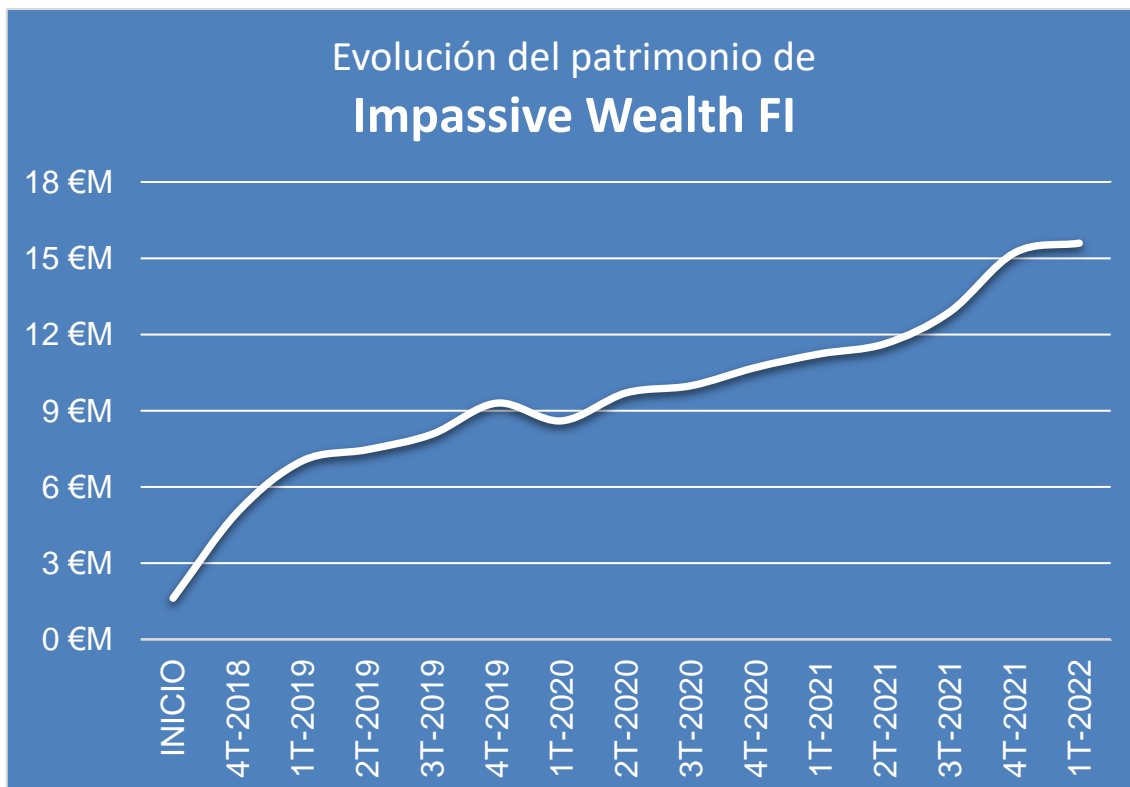
Lógicamente dentro del fondo de inversión se han ido adoptando medidas como **ventas de activos temporales que han perdido su “momentum”** y alguna **compra de permanentes por bajadas de precio**. Todo ello basado en dichos precios y en unas reglas establecidas en tiempos de tranquilidad. Para consultar los movimientos precisos que se hacen en el fondo os rogamos que consultéis las fichas mensuales en [este enlace](#).

Por cierto, queremos agradecer a todos los impasibles **el estoicismo con el que estáis llevando estos momentos** donde se atisban turbulencias. Lejos de entrar en pánico las aportaciones siguen a buen ritmo y por lo que detectamos en nuestras vías de comunicación **imperla la sensatez y la tranquilidad**. En momentos de “dificultad” (con comillas gordas) ayuda mucho contar con una comunidad que tiene los mismos principios que uno mismo en temas de inversión.



Pasemos a las cifras del cuatrimestre como de costumbre.

A las **dos docenas** de impasibles que empezamos esta aventura se han (os habéis) sumado muchos más. ¡Somos ya más de **seiscientos** partícipes! En cuanto al valor de los activos bajo gestión (AUM, assets under management) los **3 millones** de euros iniciales se han convertido en **más de 15 millones**.



Los datos más relevantes de **rentabilidad** son los siguientes hasta el final del cuatrimestre:

RENTABILIDADES A 30 ABRIL 2022

DESDE INICIO (OCT. 2018)	+25,4%
YTD 2022	-4,5%
ÚLTIMOS SEIS MESES	-2,24%
ÚLTIMO AÑO	+4,8%
ÚLTIMOS TRES AÑOS	+23,3%
ANUALIZADA	+6,6%

**Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.*

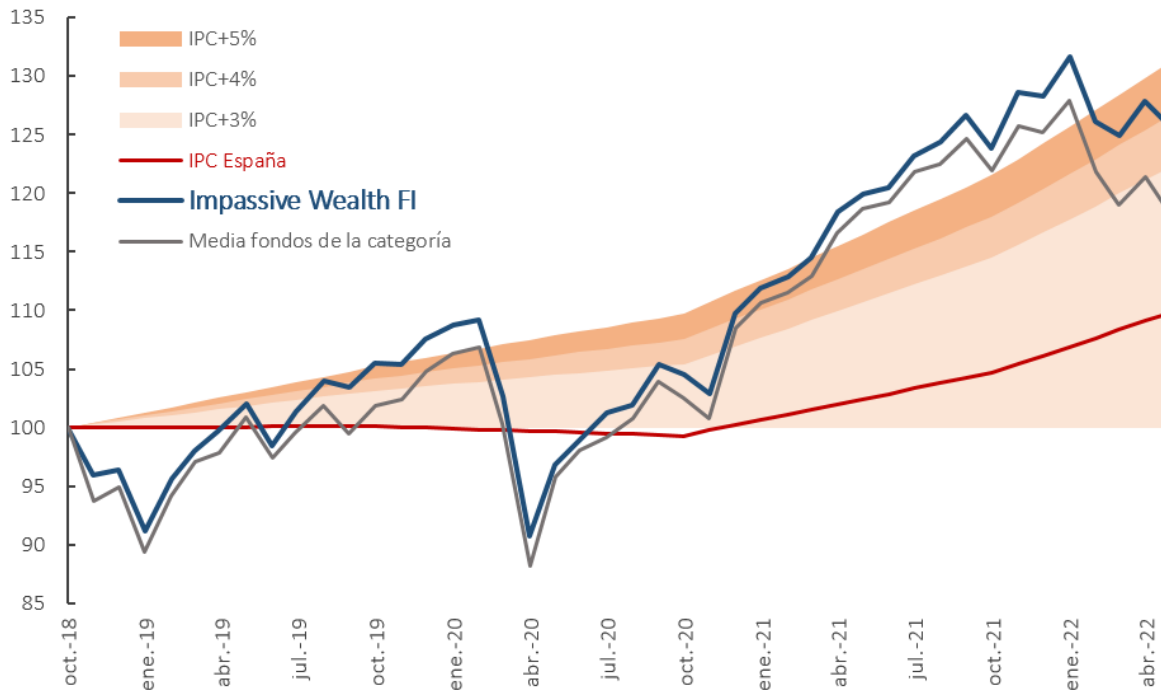
Siempre os comentamos que la **gestión integrada de la liquidez** en el fondo está pensada para **maximizar la rentabilidad ajustada al riesgo en el largo plazo**. Con ello la **volatilidad** del fondo debería situarse entre el 50% y el 100% de los índices globales de renta variable. Veamos cómo se está comportando el fondo respecto a la volatilidad desde inicio y en este primer cuatrimestre del año:

VOLATILIDADES ANUALIZADAS

<u>DESDE INICIO (OCT. 2018)</u>	
IMPASSIVE WEALTH FI	12,3%
MSCI ACWI IMI NR EUR	18,3%
<u>YTD 2022</u>	
IMPASSIVE WEALTH FI	10,9%
MSCI ACWI IMI NR EUR	18,9%

MSCI ACWI IMI EUR NR: Índice de empresas de gran, mediana y pequeña capitalización de 23 países desarrollados y 27 países emergentes. Con 8.982 componentes el índice cubre el 99% de la inversión global. En euros y con reinversión de dividendos netos.

Y como no, para finalizar esta sección de datos del fondo, tenemos que incluir una de nuestras gráficas favoritas, la que nos compara con el que es nuestro **benchmark** más crítico: **la inflación**. Como se puede apreciar (en la gráfica y cuando se acude al supermercado) **la inflación ha salido de las sombras y es ahora mismo una realidad como no se recordaba en décadas**. Esperamos seguir batiendo a ese enemigo silencioso, pero recordad que esa **esperanza** está ligada al largo plazo.



Fuentes:

IPC España: [Instituto Nacional de Estadística \(INE\)](#).

Media de los fondos de la categoría: [Morningstar](#)

Y tras este tradicional repaso a la actualidad y a los datos del fondo pasamos a hablar de un tema clásico como la renta fija. Sobre los temas centrales de cada carta tenemos la **esperanza de que envejeczan bien**. Incluso a veces nos anticipamos a la actualidad como en el caso de la **inflación**, tema de la **carta de fecha 22 de julio de 2021**. Queremos dejar bien claro en cualquier caso que no disponemos de una bola de cristal.

La renta fija.

Empecemos con unos conceptos básicos sobre renta fija. Nos referimos a una flora y fauna de muchos instrumentos con nombres diversos: cédulas, bonos, letras, etc. Como de costumbre toda la palabrería ayuda al especialista pero confunde al profano y a nosotros nos gusta simplificar. **La renta fija es básicamente deuda**, o sea, **una promesa de pago**. Es un mercado astronómicamente grande, mucho más grande que la renta variable. Y ni siquiera se incluye en el toda la deuda, por ejemplo préstamos bancarios.

Bien, siguiendo con una **explicación simple**, un bono (usaremos ese término) es **emitido por una entidad**, normalmente **un gobierno o una empresa**, y da derecho a la devolución de su nominal y al **pago de unos intereses**. Por concretar, un bono de Telefónica al 1% con plazo un año y de nominal cien mil Euros nos concede el derecho a que nos devuelvan los cien mil euros en un año y a unos intereses de mil Euros.

En resumen, un título de renta fija está definido principalmente por **emisor, plazo y tipo de interés**. El **tipo de interés** depende sobre todo del emisor y está **determinado por el riesgo**. No es lo mismo prestar a una empresa mediana de un país emergente que al gobierno de Alemania, ponemos por caso. Estamos dando, por supuesto, una explicación enormemente simplificada. Pero en esencia el tipo de interés está determinado por el **riesgo de impago que se compone de otros riesgos**: país, moneda, entidad emisora, condiciones de mercado, etc.

¿Por qué hablamos de la “mal llamada” renta fija? Por algo muy sencillo, porque si se compran estos títulos y **se conservan hasta su madurez**, en efecto los **rendimientos** que se obtienen son **fijos**. Excluyendo eventos de impago, claro. En el ejemplo de Telefónica la rentabilidad es fija del 1%. Pero resulta que **los bonos pueden comprarse y venderse en un mercado secundario, similar a una bolsa de valores**. Es decir, **el precio de estos bonos responde a una cotización** y por tanto la rentabilidad que se obtenga no tiene nada de fija. Si hubiese que mantener bonos a 30 años (que los hay, ¡incluso hay algunos a 100 años!) desde su compra cuando se hace la emisión hasta su madurez poca gente los adquiriría. **Pudiendo venderlos por el camino se convierten en algo más atractivo**.

Entonces, **¿de qué depende el precio de un bono en el mercado?** Pues muy simple, aunque a veces resulte confuso y contraintuitivo, **del tipo de interés de ahora mismo**. **Los bonos suben cuando el tipo de interés baja y viceversa**. O sea, los precios tienen en condiciones normales una **relación inversa con el tipo de interés** del momento. Imaginemos dos bonos, uno a tres años al que le queda un año de plazo y otro recién emitido que ya de origen es a



un año. Pero es que los tipos de interés entre la emisión de ambos ha subido del 1% al 4%. Digamos que ambos son idénticos, de la misma entidad... Ambos, siendo idénticos, tienen que dar la misma rentabilidad. O sea, **el del 1% debe igualarse “por precio” para dar la misma rentabilidad que el del 4%**. Es decir, **tiene que haber un descuento en el precio del primer bono**. O en otras palabras, su precio baja porque los intereses han subido. Por otro lado, aunque no entraremos en ello en profundidad, **la sensibilidad del precio al tipo de interés aumenta con el plazo del bono**. Es decir, por cada tanto por ciento de subida de tipos un bono que madura en 2 años caerá menos de precio que uno que madura en 15 años.

Nos habréis oído decir a menudo que **no consideramos la renta fija como un activo deseable**. **Esto**, aclaramos, **puede cambiar** y en un futuro podríamos incluir este activo en la categoría de deseables. ¿Por qué hacemos esa afirmación? Por múltiples factores como los siguientes:

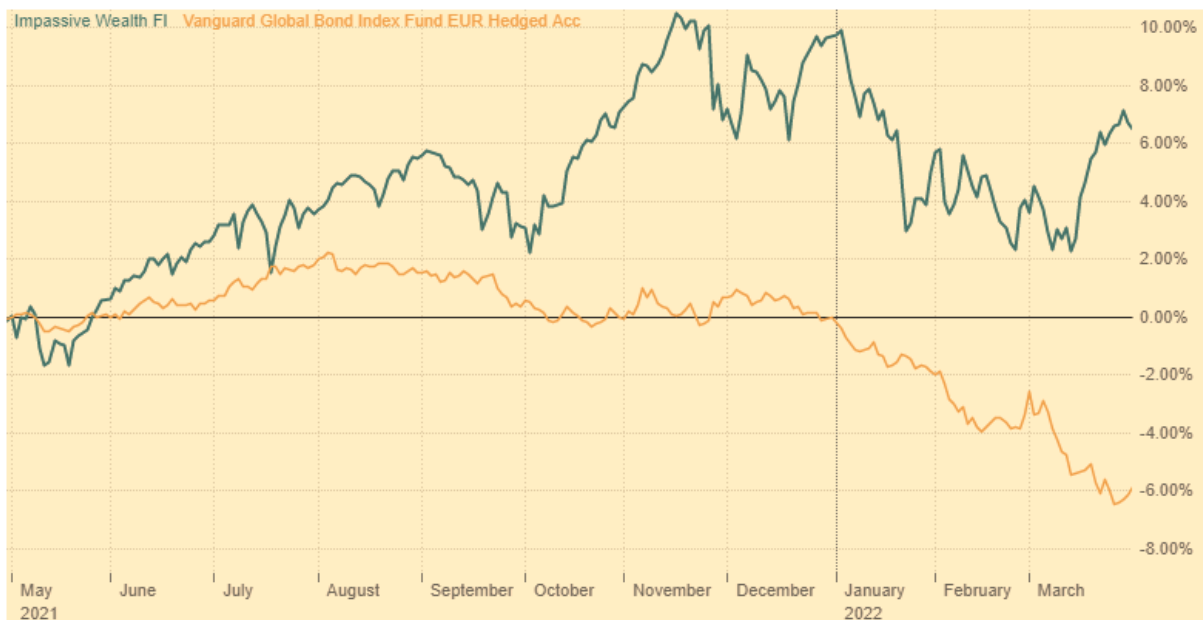
- Con los **tipos de interés** de los bancos centrales tan **ridículamente bajos**, se puede afirmar que hay una “burbuja” de renta fija. Y esto ha sido así desde hace muchos años.
- Dentro del universo de la RF **nos gusta más la deuda corporativa que la de gobiernos**. Las empresas tienen como misión dar beneficios, tienen unos flujos de caja y nos parece que buenas perspectivas de pagar su deuda. Hablamos de empresas con muy buena calificación crediticia. **Los gobiernos han incrementado su deuda de forma imprudente y aunque tengan buena calificación la esperanza de repago se basa en el cobro de impuestos futuros**. Dejamos claro en todo caso que ambas emisiones no son para nosotros, ahora mismo, activos deseables.
- **Entendemos por otro lado que el tipo de interés está manipulado y obedece a motivos no económicos**. Baste comentar en este caso que prima el crecimiento de las economías sobre el control de la inflación. Y no conformes con fijar tipos absurdos (incluso negativos) los **bancos centrales** han estado realizando **compras masivas de bonos** que aumentan su precio e indirectamente bajan el tipo de interés de estos títulos.
- Pero **en el fondo de inversión hay renta fija ¿no? Sí, pero es muy a corto plazo**. La RF de corto plazo es menos sensible a los vaivenes del mercado y se considera como **lo más cercano al dinero en efectivo**. O sea, **usamos este tipo de deuda para aparcar liquidez** en algo que es casi “cash”. Recordemos que los saldos en metálico del fondo tienen un coste de en torno al 0.5%.

¿Y cómo han afectado recientemente todas estas circunstancias a la RF? Bien, como hay una **tendencia a que suban los tipos de interés** para controlar la inflación, la renta fija está sufriendo. ¡Aun sin haber subido tanto los tipos! Esto se debe a que **el mercado “anticipa” futuras subidas** y como hemos comentado si el tipo de interés sube, el precio de los bonos baja.

Para poder observar la evolución de los precios de los bonos a nivel global podemos utilizar el siguiente fondo de Vanguard: el **Vanguard Global Bond Index Fund EUR Hedged Acc** ([IE00B18GC888](#)) que con sólo un 0,15% de gastos proporciona rendimientos en consonancia con la rentabilidad del índice Bloomberg Barclays Global Aggregate Float Adjusted Bond Index. El Índice está ponderado por el mercado de los gobiernos mundiales, las agencias relacionadas con los gobiernos, las inversiones corporativas y las inversiones de renta fija titulizadas con vencimientos superiores a un año. De acumulación y con la divisa cubierta en euros lo hacen un vehículo ideal para el inversor europeo que quiera tener exposición al mercado mundial de Renta Fija de forma diversificada y barata.

** El párrafo anterior no es una recomendación de compra.*

Baste esta gráfica de rentabilidades para ver lo que ha pasado recientemente:



Gráfica de rendimientos del último año.

Azul: **Impassive Wealth FI**

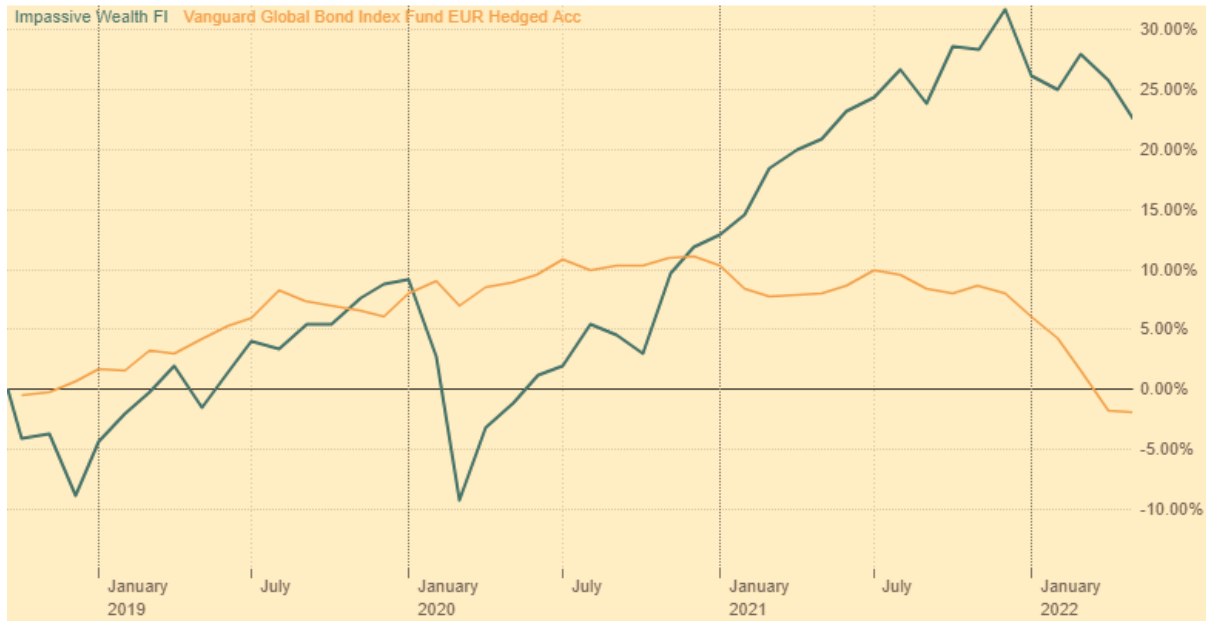
Naranja: **Vanguard Global Bond Index Fund EUR Hedged Acc.**

Fuente: [Financial Times](#)

Por lo que respecta al fondo de inversión hemos notado que recientemente **nuestra rentabilidad se ha separado (a nuestro favor) de la categoría de fondos a la que pertenecemos**. Recordemos que Impassive Wealth FI es un fondo “mixto”, es decir, pertenece a una categoría de fondos con mezcla de renta variable y renta fija. Como nosotros no llevamos RF clásica de medio y largo plazo, pero otros fondos sí, este elemento (que ha jugado en contra nuestra los dos primeros años) ahora juega a nuestro favor.



Valgan los siguientes gráficos como prueba de lo anterior:



Gráfica de rendimientos desde inicio del fondo imasible (oct 2018):

Azul: **Impassive Wealth FI**

Naranja: **Vanguard Global Bond Index Fund EUR Hedged Acc.**

Fuente: [Financial Times](#)



Fuente: [Morningstar](#)

¿Y qué consecuencias tiene todo esto para el ahorrador inversor? Pues ya de entrada que conceptos muy arraigados para la **gestión del riesgo** han dejado de ser válidos. En otros tiempos era muy raro, por ejemplo, que la RV y la RF cayesen a la vez. Por otro lado, en RF,



por rentabilidad de los títulos (intereses), es muy difícil superar a la inflación. Esto lógicamente puede cambiar en el futuro.

Con lo dicho en el párrafo anterior **opinamos que las estrategias de ir aumentando el porcentaje de RF al acercarse a la jubilación no funcionan**. Según estos métodos para tener una renta se aprovechaba el mejor rendimiento de las acciones durante la larga vida de la inversión para ir “recortando el riesgo” según se acercaba la fecha de disposición del dinero. **Pero con la rentabilidad intrínseca de la RF tan baja y la volatilidad de los mercados de deuda tan elevada, estas estrategias, ahora mismo, no nos parecen acertadas**. Aun con toda la incertidumbre que ello conlleva preferimos seguir en la **fase de retiro la regla del 4%** de la que hablamos largo y tendido [aquí](#) y [aquí](#).

Y aquí nos quedamos en esta carta. Afortunadamente hemos podido evitar los temas políticos y geoestratégicos en boca de todos. No podía ser de otra forma, nos llamamos imposibles por algo.

Por favor, no dejéis de mandarnos vuestros comentarios.

¡Hasta el próximo cuatrimestre!

Juan Manuel Rodríguez, gestor de Impassive Wealth FI. juanma@impassivewealth.com

Juan Cogollos, asesor de Impassive Wealth FI. juanfra@impassivewealth.com

www.impassivewealth.com

Aviso legal: La información contenida en este documento refleja las opiniones de sus firmantes a la fecha de publicación. Pese a que la información utilizada se considera fiable, no se puede garantizar al 100% la exactitud de la misma. Este documento es de carácter informativo y no debería considerarse asesoramiento financiero o recomendación de compra o venta de ningún valor o instrumento. Las posiciones mostradas son a fecha de publicación del presente documento y son susceptibles de cambios sin previo aviso. Rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades futuras. El precio de las inversiones podría variar y el inversor podría no recuperar la cantidad inicialmente invertida. El inversor debe ser consciente de que el instrumento financiero y los valores a que se refiere el presente documento pueden no ser adecuados a sus objetivos concretos de inversión, por lo que el inversor debe hacerse responsable de sus propias decisiones de inversión. Antes de realizar cualquier inversión, el inversor debe conocer los riesgos del producto y la información contenida en el último informe semestral y el folleto completo y simplificado (DFI) disponibles en www.cnmv.es.

El presente documento no es una campaña publicitaria de suscripción o adquisición de acciones o participaciones de instituciones de inversión colectiva, ni constituye actividad publicitaria o promocional. Se supone que el lector conoce la normativa aplicable en materia de inversión colectiva y ha mostrado interés expreso en recibir esta información. Si no desea recibir comunicaciones electrónicas referentes al fondo IMPASSIVE WEALTH FI, por favor envíe un correo a juanfra@impassivewealth.com.