

La renta fija, en el punto de mira

Cinco preguntas clave para los inversores

Autor



Pilar Gómez-Bravo, CFA
CO-Cio de renta fija

En resumen

- Nuestro escenario central estriba en una recesión y prevemos que algunas empresas se vean afectadas por el alza de los costes de financiación, aunque los riesgos a corto plazo se ven mitigados por la prolongación de los perfiles de vencimiento de la deuda de las empresas.
- China se enfrenta a unos retos económicos a corto plazo y a unos problemas estructurales a largo plazo que incidirán en la economía mundial.
- Dadas las distorsiones generadas cuando los tipos subieron bruscamente después de que el efectivo rindiera prácticamente cero durante más de una década tras la crisis financiera mundial, el rendimiento actual del efectivo de más del 5% marca un punto de inflexión que tendrá un impacto generalizado en los mercados y la gestión de carteras.
- Estamos añadiendo de forma paulatina duración en nuestras carteras multisectoriales de renta fija mundial, principalmente buscando oportunidades de valor relativo en las curvas y los países, ya que algunas economías no pueden efectuar las rebajas de tipos descontadas por los mercados.

En las reuniones con clientes actuales y potenciales y las conversaciones con los compañeros, hay cinco preguntas que se han planteado a menudo en el contexto de la renta fija. A continuación figuran estas preguntas y mis respuestas.

¿Cómo será la recesión y qué pasará luego?

Desde hace un tiempo, nuestro escenario central estriba en una recesión. Algunos de los indicadores avanzados se han ido deteriorando, la oferta monetaria se ha contraído considerablemente tanto en Europa como en Estados Unidos y no cabe duda de que las condiciones financieras se han endurecido debido a los altos tipos de interés reales. El gráfico 1 muestra el indicador de recesión del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, que calcula la probabilidad de una recesión en los próximos 12 meses. El dato más reciente es elevado, del 71%. Hemos trazado en el gráfico, junto con este indicador de recesión, los diferenciales de la deuda de alto rendimiento como aproximación de los activos de riesgo; el nivel actual de los diferenciales señala que los activos de riesgo ahora descuentan un aterrizaje suave.

No obstante, dado lo mucho que tarda en sentirse el impacto de los costes de financiación en el consumo y los balances empresariales y el hecho de que directivos y consumidores ya anticipan la recesión en gran medida, de momento nuestro escenario central sigue siendo el de una recesión, aunque sea leve.

Sin embargo, cuanto más la Fed y otros bancos centrales sigan subiendo los tipos sin afectar visiblemente la economía real o la inflación, mayor es el riesgo de que se produzca alguna conmoción y provoque una recesión más grave.

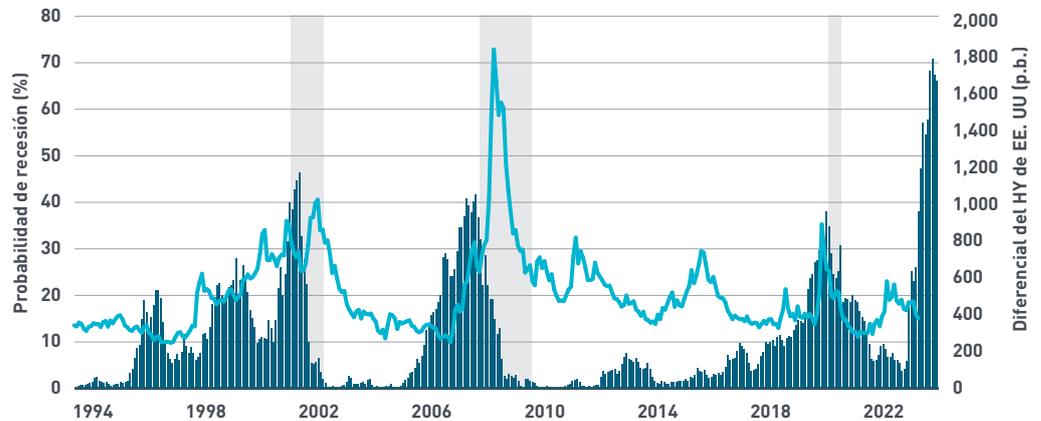
Una crisis así podría desencadenarse debido a un acontecimiento inesperado de riesgo sistémico. Habida cuenta de las rápidas variaciones de los tipos y los balances apalancados, tanto públicos como privados, el mercado se ha vuelto frágil, como puso de manifiesto la crisis bancaria regional estadounidense de marzo y la adquisición de Crédit Suisse por UBS.



Con vistas al futuro, después de cualquier recesión a corto plazo, preveemos un crecimiento algo más alto y una inflación ligeramente superior al nivel de antes de la pandemia.

Gráfico 1: Recesiones y diferenciales de la deuda de alto rendimiento

■ Fed de NY: probabilidad de recesión en los próximos 12 m ■ Diferencial del HY de EE. UU.



Fuente: Eje izqdo.: Bloomberg, Reserva Federal de NY. Fed de NY: Probabilidad de recesión en los 12 próximos meses = la probabilidad de recesión en los 12 próximos meses según la predicción de la serie de diferenciales de los títulos del Tesoro del Banco de la Reserva Federal de Nueva York. Datos mensuales de enero de 1994 a julio de 2024. Diferencial del HY de EE. UU. = media del diferencial ajustado a la opción (OAS) del índice Bloomberg US Corporate High Yield. Datos mensuales del 31 de enero de 1994 al 31 de julio de 2023. Las columnas verticales sombreadas en gris representan recesiones, según la definición de la NBER.

¿Son vulnerables los balances?

El sector privado se benefició de los bajos costes de financiación gracias a las políticas de expansión cuantitativa de los bancos centrales tras la crisis financiera mundial. También lo ayudaron los estímulos fiscales durante la pandemia. Esto llevó a un periodo en que el sector privado asignaba capital de manera insostenible y operaba con unas estructuras de financiación también insostenibles. La mayor parte de la liquidez no se destinó a inversiones productivas en la economía, sino que acabó recompensando a los accionistas a través de recompras de acciones o fusiones y adquisiciones.

Nos preocupa la trayectoria de los márgenes en esta fase del ciclo, en particular en caso de empresas apalancadas con unos modelos de negocio frágiles y poca capacidad de fijación de precios, y aquellas con unos equipos directivos poco realistas acerca de los obstáculos a los que se enfrentan. Nos apoyamos en la fortaleza de nuestra plataforma de análisis global para identificar a los ganadores y a los perdedores.

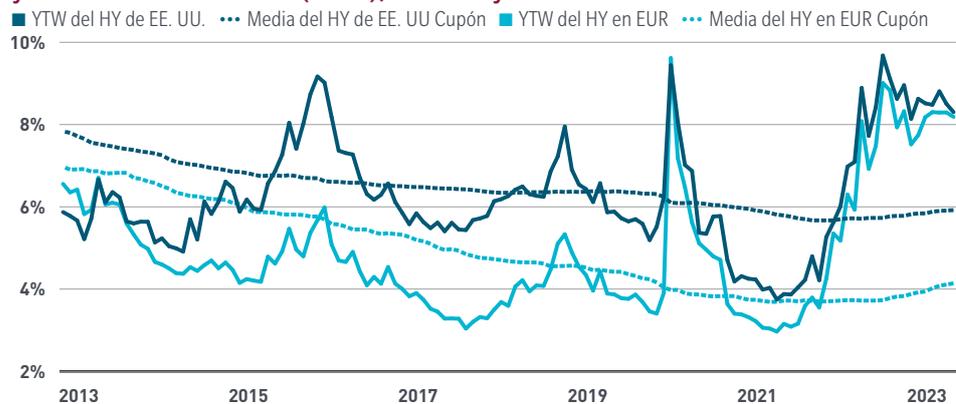
Uno de los factores en los que nos fijamos es el riesgo de refinanciación. El siguiente gráfico 2 muestra el alza de los rendimientos en los mercados de alto rendimiento en euros y dólares estadounidenses con respecto al cupón medio. El gráfico 3 traza el perfil de vencimientos de las empresas de alto rendimiento en ambas regiones. En los últimos años, las empresas tanto con calificación investment grade como de alto rendimiento han hecho un esfuerzo para prolongar su perfil de vencimientos, algo que resulta crucial cuando hace falta refinanciarse y hacer frente a un aumento de sus costes de financiación. Como indica el gráfico 3, las empresas van a tener que lidiar con un gran número de vencimientos dentro de unos doce-dieciocho meses, por lo que aún falta algún tiempo para que se note un impacto perceptible de los balances en dificultades en el mercado.

Las empresas con calificación investment grade de gran capitalización también han prolongado el perfil de vencimientos de su deuda. Y los consumidores estadounidenses han estado refinanciando hipotecas en los últimos años, lo que aleja un incremento de los costes de financiación agregados.

En resumen: vaticinamos que algunas empresas se vean afectadas por el alza de los costes de financiación, pero no parece que esto sea un riesgo inminente dados los perfiles de vencimiento de la deuda de las empresas.



Gráfico 2: Cupón medio de la deuda de alto rendimiento (HY) y rendimiento mínimo (YTW), EE. UU. y zona euro



Fuente: Bloomberg. Datos mensuales del 31 de enero de 2013 al 31 de julio de 2023. YTW = rendimiento mínimo («yield-to-worst»). HY - EE. UU. = índice Bloomberg US Corporate High Yield. HY en EUR = índice Pan European Corporate High Yield.

Gráfico 3: Perfil de vencimientos de la deuda de alto rendimiento por regiones



Bloomberg. Datos a 26 de junio de 2023. Perfil de vencimientos generado para todos los bonos corporativos con calificación inferior a «investment grade» domiciliados en Estados Unidos y la zona euro, respectivamente. Los resultados de Estados Unidos se presentan en USD, los de la zona euro en EUR, ambos expresados en miles de millones.

¿Qué incidencia tiene la evolución macroeconómica de China sobre el resto del mundo?

Los datos de actividad de China siguen de capa caída y algunos problemas estructurales agravan un panorama en que una crisis de confianza en gran parte del sector privado. El riesgo de impago de los vehículos de financiación de las administraciones locales sigue siendo elevado. El gráfico 4 muestra la construcción de inmuebles residenciales, y refleja la duración de las preocupaciones sobre el sector inmobiliario. Aún más problemático para el gobierno chino es el repunte importante del paro juvenil y las tensiones sociales resultantes que podría comportar en el futuro (gráfico 5).

Los mercados mundiales han estado esperando unas políticas laxas y estímulos, pero de momento las iniciativas han sido inferiores a las expectativas, cuando menos. Nos gustaría que se adoptaran unas medidas que restablezcan significativamente la confianza. Preveamos que se tomen más medidas de flexibilización, como las promulgadas recientemente, que prolongan los préstamos al sector inmobiliario en un año para que puedan refinanciar su deuda a corto plazo. No obstante, el margen de maniobra fiscal se revela limitado y también hay unas limitaciones importantes de las políticas. Puede que se mantengan estos pequeños pasos para apoyar el tenso mercado inmobiliario, así como las medidas para respaldar los vehículos de deuda de las administraciones locales.



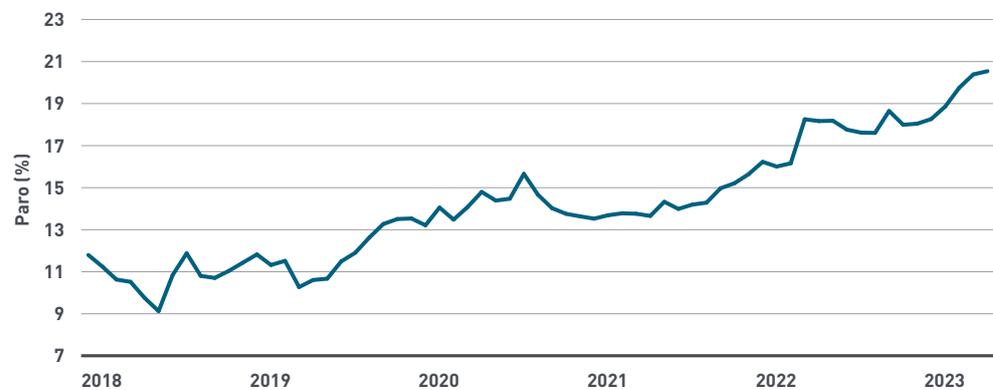
El mayor impacto para la economía china y los mercados seguramente provendrá de la gestión del tipo de cambio. Pese a que se ha tratado de mantener el renminbi algo elevado para evitar una rápida depreciación, al gobierno chino le conviene una ligera debilitación de su moneda. Se prevé que esta tendencia de depreciación se mantenga, lo que también aumenta la probabilidad de que, con las crecientes presiones deflacionistas en el país, China empiece a exportar deflación al resto del mundo. Estaremos atentos a este aspecto de la política china en los próximos trimestres.

Gráfico 4: Construcción de inmuebles residenciales de China



Fuente: Haver Analytics, Oficina Nacional de Estadística. Datos mensuales del 31 de enero de 2018 al 31 de mayo de 2023.

Gráfico 5: Paro juvenil (de 16 a 24 años)



Fuente: Haver Analytics, Oficina Nacional de Estadística. Datos mensuales del 30 de junio de 2012 al 31 de mayo de 2023.

¿Cuál es el impacto de la distorsión del mercado relacionada con la marcada inversión de la curva en el tramo corto en EE. UU.?

Esta pregunta exige una respuesta que considere varios aspectos. Creemos que, después de que el efectivo rindiera prácticamente cero durante más de una década, han surgido algunos puntos ciegos. La transición hacia un rendimiento del efectivo de más del 5% va a tener un impacto generalizado en los mercados y la gestión de carteras. Varios elementos que se tienen en cuenta para dicha gestión han cambiado de repente.

La mayor inversión del tramo corto de la curva de tipos podría provocar distorsiones en los mercados de crédito y los costes de financiación de las carteras que afectarán el carry de varios futuros de tipos; afectará las operaciones de base («basis trades») con carry, la gestión de tesorería, la gestión de los márgenes y la financiación de los bonos de titulización hipotecaria (MBS). En algún momento, podría tener un impacto más importante sobre la rentabilidad de los bancos y el sistema financiero estadounidense.



En nuestra opinión, un efecto claro de la distorsión será en la cobertura entre distintas divisas y el atractivo relativo de los activos estadounidenses para los inversores extranjeros. En este contexto, vigilamos muy de cerca las expectativas del Banco de Japón sobre el control de la curva de tipos y la política monetaria, dada la amplia participación de Japón en los mercados de crédito, y los mercados en general, de EE. UU. La posibilidad de que las inversiones nacionales japonesas puedan repentinamente rendir más que las inversiones tradicionales denominadas en dólares podría lastrar la rentabilidad de algunas clases de activos tradicionales, como las obligaciones garantizadas por préstamos (CLO), de EE. UU.

Gráfico 6: Curva de tipos invertida

■ Diferencial de la curva entre 3m y 10a



Fuente: Bloomberg. Datos mensuales del 31 de enero de 1977 al 31 de julio de 2023. Las columnas verticales sombreadas en gris representan recesiones, según la definición de la NBER.

¿Qué oportunidades presentan los bonos al posicionar nuestras carteras de renta fija mundial?

Teniendo en cuenta nuestro escenario central de recesión y las variaciones recientes de los tipos de interés, buscamos oportunidades en distintos países para añadir duración de forma paulatina en nuestras carteras multisectoriales de renta fija mundial. Creemos que hay más argumentos a favor de la duración a medida que avanza el año y los datos macroeconómicos proporcionan más convicción. Nos centramos en encontrar oportunidades de valor relativo en las curvas y los países, ya que es improbable que todas las economías efectúen las rebajas de tipos que descuentan los mercados. Hemos diversificado la sobreponderación y la duración en distintos mercados, incluido el de EE. UU., así como en algunos lugares de Europa, como Suecia, y otros mercados, como Canadá y Nueva Zelanda. Somos comedidos con respecto a la duración en China, Australia y algunos países europeos.

Algunos mercados idiosincrásicos de renta fija en monedas locales de mercados emergentes resultan cada vez más atractivos, dado el gran número de subidas de tipos ya efectuadas y las rebajas de tipos previstas. Procedemos de manera gradual y selectiva debido al endurecimiento de las condiciones financieras en todo el planeta. Hemos obtenido exposición principalmente en países de Latinoamérica donde los tipos reales se han traducido en la preferencia por las compras de títulos locales, como Uruguay, Brasil, México y Perú. Uno de nuestros mercados favoritos para obtener exposición en duración sigue siendo Corea. Prevemos que el Banco de Corea sea uno de los primeros que empiece a recortar los tipos de interés.

En el mercado de divisas, contamos con una ligera infraponderación en el dólar estadounidense, puesto que prevemos que se deprecie cuando la Fed pronto finalice su ciclo de subidas. Las expectativas de crecimiento de EE. UU. frente al resto del mundo y los diferenciales de los tipos de interés determinarán la trayectoria del billete verde. La posibilidad de un mejor comportamiento del dólar en un entorno de fuerte aversión al riesgo también es una consideración: una recesión mundial grave podría aumentar su atractivo como «activo refugio».

Comentarios sobre la renta fija

Agosto de 2023



En productos titulizados y estructurados, la ampliación reciente de los diferenciales en áreas como títulos hipotecarios no emitidos por agencias y ABS ofrece oportunidades en nuevas emisiones. Las obligaciones garantizadas por préstamos (CLO) secundarias también presentan oportunidades. Hemos cerrado una gran infraponderación en títulos «pass-through» hipotecarios, a pesar de que las valoraciones ahora son menos atractivas que en el último trimestre de 2022. Nos hemos inclinado más por añadir riesgo en estos bonos de titulación hipotecaria tradicionales, pues seguimos creyendo que encierran valor. Se trata de una clase de activos de alta calidad que sigue afectada por las consecuencias de la crisis bancaria regional y las preocupaciones por el sector inmobiliario comercial.

En el segmento de crédito en general, seguimos prefiriendo los títulos con calificación investment grade. En las últimas semanas, han aparecido algunas oportunidades interesantes. Estamos atentos a posibles anomalías frente a la volatilidad que podría constatarse y las concesiones en el mercado de nuevas emisiones. Preferimos los títulos emitidos en euros y dólares canadienses a aquellos emitidos en dólares estadounidenses.

En los mercados emergentes, con un sólido entorno fundamental y técnico, las valoraciones reducidas implican que la capacidad de selección cobrará vital relevancia. Los bonos soberanos investment grade y la deuda corporativa de mercados emergentes resultan menos atractivos.

Por último, en el segmento de alto rendimiento, hemos reducido la exposición, si bien seguimos buscando maneras de aumentar el rendimiento dentro de nuestra asignación. Estamos identificando oportunidades en bonos de calificación B, donde pueden encontrarse títulos de buena calidad que ofrecen más rendimiento. Quitando algunas ideas concretas e idiosincrásicas fundamentadas en análisis, creemos que ofrece poco valor ajustado al riesgo en términos relativos. ▲

Fuente: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® es una marca comercial y una marca de servicio de Bloomberg Finance L.P. y sus filiales (conjuntamente, «Bloomberg»). Bloomberg o sus licenciantes son los titulares de todos los derechos de propiedad sobre los índices Bloomberg. Bloomberg no aprueba ni avala este material; no garantiza la precisión ni la integridad de la información que se recoge en él; no ofrece garantía alguna, ni expresa ni implícita, en relación con los resultados que se obtengan basándose en él; y, hasta donde permita la ley, no asumirá responsabilidad alguna por daños o perjuicios que surjan en relación con este material.

Las opiniones expresadas pertenecen al autor o autores y pueden variar en cualquier momento. Dichas opiniones se ofrecen exclusivamente a título informativo y no deberán considerarse una recomendación para comprar ningún título ni una incitación o asesoramiento de inversión. Las previsiones no están garantizadas.

A no ser que se indique lo contrario, los logotipos y los nombres de productos y servicios son marcas comerciales de MFS® y sus filiales, y pueden estar registrados en determinados países.

Distribuido por: **EE. UU.** – MFS Institutional Advisors, Inc. («MFSI»), MFS Investment Management y MFS Fund Distributors, Inc.; **América Latina** – MFS International Ltd.; **Canadá** – MFS Investment Management Canada Limited. Ninguna comisión de valores o autoridad reguladora similar en Canadá ha revisado este comunicado. **Nota para los lectores del Reino Unido y Suiza:** Publicado en el Reino Unido y Suiza por MFS International (U.K.) Limited («MIL UK»), sociedad de responsabilidad limitada inscrita en Inglaterra y Gales con el número 03062718, cuyo negocio de inversión está autorizado y supervisado en el Reino Unido por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA). MIL UK, filial indirecta de MFS®, tiene su domicilio social en One Carter Lane, Londres, EC4V 5ER. **Nota para los lectores europeos (con la excepción del Reino Unido y Suiza):** Publicado en Europa por MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux), sociedad autorizada en virtud de la legislación luxemburguesa como sociedad gestora de fondos domiciliados en Luxemburgo. La sociedad ofrece productos y servicios de inversión a inversores institucionales y tiene su domicilio social como sociedad limitada en 4 Rue Albert Borschette, Luxemburgo L-1246. Tel.: 352 2826 12800. Este material no debe ser transmitido o distribuido a personas que no sean inversores profesionales (según lo autoricen las normativas locales) y no debe considerarse fiable ni distribuirse a personas cuando dicha consideración o distribución contravengan la normativa local. **Singapur** – MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australia/Nueva Zelanda** – MFS International Australia Pty Ltd («MFS Australia») (ABN 68 607 579 537) posee una licencia de servicios financieros de Australia (número 485343). MFS Australia está regulada por la Comisión de Valores e Inversiones de Australia; **Hong Kong** – MFS International (Hong Kong) Limited («MIL HK»), una sociedad de responsabilidad limitada autorizada y regulada por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong (la «SFC»). MIL HK está autorizada para realizar operaciones con valores y actividades reguladas de gestión de activos y puede ofrecer determinados servicios de inversión a «inversores profesionales», según se definen en la Ordenanza de Valores y Futuros («SFO»). **Para inversores profesionales en China** – MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, una sociedad de responsabilidad limitada china registrada para ofrecer servicios de asesoramiento de gestión financiera. **Japón** – MFS Investment Management K.K. está registrada como Operador de Negocios de Instrumentos Financieros ante el Kanto Local Finance Bureau (FIBO) con el n.º 312, miembro de la Investment Trust Association y de la Investment Advisers Association, Japón. Dado que las comisiones a cargo de los inversores varían en función de circunstancias tales como los productos, los servicios, el periodo de inversión y las condiciones del mercado, el importe total y los métodos de cálculo no pueden revelarse por adelantado. Todas las inversiones implican riesgos, incluidas las fluctuaciones del mercado, y los inversores pueden perder el capital invertido. Los inversores deben obtener y leer cuidadosamente el folleto y/o el documento establecido en el artículo 37-3 de la Ley de Instrumentos Financieros y Bolsas de Valores antes de realizar cualquier inversión.

EXCLUSIVAMENTE PARA USO DE INVERSORES INSTITUCIONALES Y PROFESIONALES.