

Un barco firme en aguas turbulentas

Los mercados de renta fija, en el punto de mira

Autor



Pilar Gomez-Bravo, CFA
Codirectora de renta fija

En resumen

- Las normas de concesión de préstamos se han endurecido tras las turbulencias que ha experimentado el sector bancario en EE. UU. y Europa.
- Los analistas del mercado están centrados en determinar si el endurecimiento de las condiciones financieras llevará a la Fed a dejar de subir los tipos, a aumentarlos en menor medida o a empezar a recortarlos más pronto que tarde.
- Si bien hemos observado una cierta desinflación en EE. UU., consideramos que resulta demasiado pronto para considerar que la inflación ha disminuido lo suficiente como para llevar a la Fed a dar un giro en su política, es decir, a comenzar a rebajar los tipos de interés.
- En una coyuntura en la que abundan los nubarrones, realizar una selección activa de valores en el segmento de la renta fija alberga el potencial de brindar rendimientos, diversificación y capacidad de gestión de riesgos, lo que resulta especialmente importante en caso de que EE. UU. entre en recesión, lo cual constituye nuestro escenario base.

Los mercados financieros han capeado tormentas considerables desde el estallido de la pandemia en 2020, entre las que destaca la inestabilidad que ha registrado recientemente el sector bancario en Estados Unidos y Suiza. En vista de la importancia que tienen los bancos para el crecimiento económico, el crecimiento del sector bancario y del crédito constituyen factores clave a la hora de evaluar las condiciones financieras. Los bancos centrales no son las únicas entidades que generan dinero: los bancos tradicionales también lo hacen.

Estamos asistiendo a un endurecimiento considerable de las normas de concesión de préstamos, lo que siempre se acaba traduciendo en un aumento de las tasas de impago conforme el ciclo económico se va desarrollando a lo largo del tiempo con un efecto retardado. Una de las preguntas clave es de cuánto será el retraso en esta ocasión. Cabe tener presente dos factores. El primero de ellos es que ahora existe un conjunto de activos de crédito privado mucho mayor que puede colmar la brecha cuando los bancos no se muestran dispuestos a conceder préstamos. El segundo factor estriba en que las empresas de alto rendimiento suelen presentar una mayor solidez debido a que llevaron a cabo una amplia refinanciación en 2021, lo que les proporciona un balón de oxígeno hasta los vencimientos previstos para finales de 2024 y para 2025.

Sin embargo, si este patrón de endurecimiento de las normas de concesión de préstamos persiste en Europa y EE. UU., las tasas de impago podrían aumentar con facilidad hasta situarse en valores de entre un 5% y un 9%. Gran parte de ello dependerá del entorno macroeconómico y, especialmente, de la inflación, pero también de los niveles de empleo, que están capeando el temporal sorprendentemente bien.



Cierto es que hemos observado una cierta desinflación en los datos de la inflación subyacente de EE. UU., pero esta se ha producido de forma muy gradual y, a nuestro juicio, es aún demasiado pronto para considerar que esta evolución en los datos de EE. UU. bastará para que la Fed lleve a cabo un giro en su política monetaria, es decir, para que empiece a recortar los tipos. ▲

Hemos observado que el crecimiento del crédito bancario ha disminuido al unísono en EE. UU. y Europa. En efecto, ambos mercados registran una menor demanda de préstamos, y esta tendencia ha experimentado una aceleración considerable debido a la crisis bancaria regional en EE. UU. El análisis de la evolución de los depósitos que mantienen tanto los bancos de menor tamaño como aquellos de gran envergadura pone de manifiesto dos realidades.

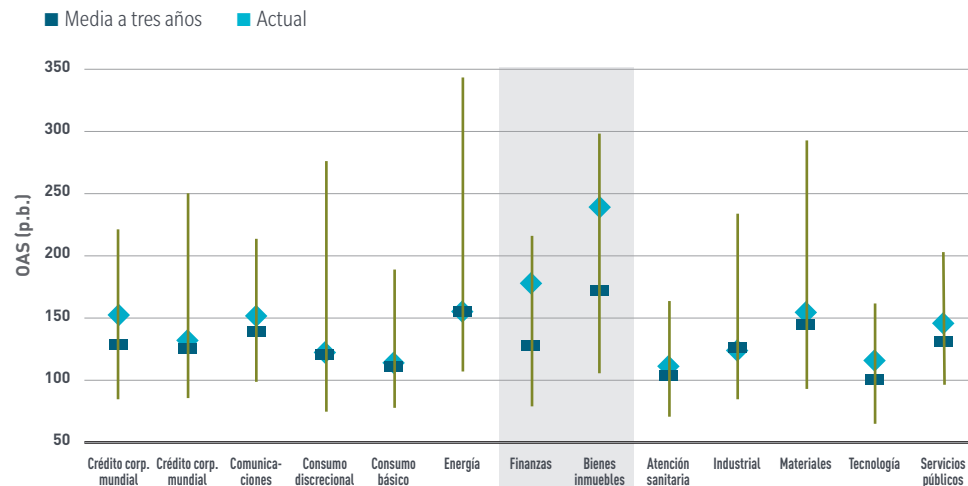
En el caso de las pequeñas entidades bancarias, los retos han girado en torno a la liquidez y la gestión de las carteras de valores frente a la duración de los depósitos, así como en torno a la rápida retirada de depósitos que se deriva de los nuevos métodos de comunicación y las redes sociales. Los bancos de mayor tamaño también han acusado salidas de depósitos, y estos se han ido transfiriendo a fondos del mercado monetario que ofrecen un rendimiento más elevado, una tendencia que probablemente se mantendrá. Lo cierto es que los grandes bancos estadounidenses no quieren albergar un volumen desmesurado de depósitos. Las oportunidades de concesión de préstamos son limitadas, y los bancos se muestran comedidos y diligentes en lo que respecta al crecimiento de su cartera de préstamos, motivo por el cual proporcionan un rendimiento reducido por estos depósitos. La intervención de las autoridades políticas ha permitido estabilizar la situación del sector bancario en EE. UU. Las retiradas de depósitos se han moderado y los bancos informan de una mayor normalización del ecosistema bancario.

La respuesta del mercado a las turbulencias en el sistema bancario

Cabría preguntarse qué implicaciones tiene esto para la tensión en el mercado que hemos observado con motivo de la crisis crediticia. Gran parte de las conversaciones versan sobre la medida en la que los bancos cerrarán el grifo del crédito a la economía y en torno a si la Fed dejará de subir los tipos, los incrementará en menor medida o empezará a rebajarlos más pronto que tarde como consecuencia de ello.

Si analizamos las valoraciones en los mercados de crédito mundiales, observamos que las repercusiones se han circunscrito al sector financiero. Este incluye a los bancos y al sector inmobiliario, que constituye otro sector sensible a los tipos de interés (véase el gráfico 1).

Gráfico 1: rango de diferenciales del crédito corporativo mundial (por sector)



Fuente: J.P. Morgan. Datos diarios desde el 1 de enero de 2018 al 4 de abril de 2023. La longitud de las barras representa el diferencial mínimo y máximo durante el periodo.

El gráfico 1 muestra que la mayoría de los sectores empresariales e industriales no ofrecen un valor atractivo en relación con los diferenciales medios de los últimos tres años. Hemos visto que los diferenciales de los bonos de capital de nivel 1 adicional (AT1, por sus siglas en inglés) han protagonizado un marcado aumento debido a las tensiones en el sector bancario. Los bonos que se encuentran en los escalafones inferiores de la estructura de capital —y, en este sentido, los bonos AT1 son los títulos más subordinados— han pasado a presentar unos precios considerablemente más baratos debido a las distorsiones que han generado Silicon Valley Bank, Signature Bank, Credit Suisse y otras entidades bancarias regionales que han sufrido tensiones. En periodos de tensión en los mercados, los bonos de los bancos exhiben una mayor correlación, y el episodio de marzo no constituyó una excepción a este respecto, como demuestra el hecho de que el sector experimentase una ola de ventas a escala mundial.



Prevedemos que los riesgos bajistas aumentarán conforme avance el año, y nuestro escenario base continúa siendo que EE. UU. entrará en recesión en vista de los efectos retardados del endurecimiento de la política monetaria. Los bancos centrales siguen prefiriendo reaccionar a los datos, lo que aumenta las probabilidades de que cometan errores en materia de política monetaria. ▲

Las hipotecas fueron otro de los segmentos del mercado en verse afectado: los diferenciales se mantuvieron en niveles más amplios incluso ante la recuperación de los diferenciales del crédito corporativo. Las carteras de préstamos de los bancos regionales están considerablemente expuestas al sector inmobiliario comercial, por lo que las preocupaciones sobre su capacidad para seguir concediendo préstamos (así como sobre la necesidad de vender las carteras actuales de los bancos en quiebra) se han traducido en presiones sobre los diferenciales del crédito estructurado, como pueden ser las obligaciones garantizadas por préstamos (CLO) del sector inmobiliario comercial, los bonos de titulización hipotecaria sobre inmuebles comerciales (CMBS) e incluso los pass-throughs de bonos de titulización hipotecaria (MBS).

Tipos

Una importante pregunta que debemos hacernos es cuáles son las implicaciones de esta situación para la inflación, el crecimiento, la política de los bancos centrales y los mercados de tipos. ¿Acaso nos encontramos en un entorno más frágil que se traducirá en una entrada en recesión antes de lo esperado? Los datos relativos a la inflación subyacente en EE. UU. y en otras regiones —como el Reino Unido, por ejemplo— muestran que esta continúa siendo bastante persistente. Hemos observado una cierta desinflación en los datos de la inflación subyacente de EE. UU., aunque dicha desinflación se ha producido de forma muy gradual y, a nuestro juicio, es aún demasiado pronto para considerar que esta evolución en los datos de EE. UU. bastará para que la Fed lleve a cabo un giro en su política monetaria, es decir, para que empiece a recortar los tipos.

En caso de que una recesión se materializase antes de lo previsto y revistiese gravedad, el calendario de las rebajas de tipos se acortaría. No obstante, en vista del carácter persistente que presenta la inflación subyacente de EE. UU. en la actualidad, creemos que sería necesario que nos adentrásemos claramente en una recesión para que la Fed modificase su política. Si bien los indicadores adelantados sobre el crecimiento —como los índices de gestores de compras (PMI, por sus siglas en inglés)— han registrado un descenso junto con el sector manufacturero, el sector servicios ha mostrado mayor solidez de la prevista. Este último ha catapultado tanto el crecimiento como la inflación, especialmente en EE. UU., además de encabezar el crecimiento en los grandes bloques principales —a saber, en la zona euro y en EE. UU., así como durante los primeros compases de la reapertura de China—, lo cual supuso una sorpresa al alza en relación con nuestras expectativas. Prevedemos que los riesgos bajistas aumentarán conforme avance el año, y nuestro escenario central continúa siendo que EE. UU. entrará en recesión en vista de los efectos retardados del endurecimiento de la política monetaria. Los bancos centrales siguen prefiriendo reaccionar a los datos, lo que aumenta las probabilidades de que cometan errores en materia de política monetaria.

Cabe destacar que los bancos regionales prestan servicio a un gran número de pymes en EE. UU., y estas constituyen el eje vertebrador de la economía del país norteamericano. Si estos bancos limitan la concesión de préstamos, ello afectará al crecimiento del sector servicios y podría modificar el paradigma del empleo.

Repercusiones para la inversión

Habida cuenta de que nuestro escenario base contempla una recesión en EE. UU., véase a escala mundial, tendremos que estar atentos a la evolución de Europa y China durante los próximos meses. En vista de que la inflación ha tocado techo en EE. UU. y de que los mercados han registrado una cierta desaceleración con motivo de los datos sobre la inflación subyacente, puede que hayamos dejado atrás el régimen de turbulencias derivadas de la reducción paulatina de estímulos (taper tantrum) en el que hemos vivido durante gran parte del año pasado. De acuerdo con nuestras previsiones, en los próximos seis a doce meses viviremos un régimen de tipo «Goldilocks» (en alusión al cuento de «Ricitos de Oro», es decir, un estado de tibieza, ni muy frío, ni muy caliente) o, dicho de otro modo, de aversión al riesgo.

Ambos regímenes justificarían incrementar la duración. Estamos empezando a buscar oportunidades para hacerlo en nuestras estrategias mundiales de renta fija multisectorial. No toda la duración es igual y, en general, hemos tratado de empezar por neutralizar nuestra posición en EE. UU. Hemos explorado oportunidades en mercados sensibles a los tipos de interés como Canadá, Suecia y algunos de los mercados emergentes locales como México. En estos momentos, preferimos los bonos de los mercados emergentes (ME) denominados en moneda local emitidos por algunas de las economías latinoamericanas, que han llevado la delantera en lo que respecta al ciclo de endurecimiento y a lo que descuenta el mercado.

En el componente de las divisas, contamos con un posicionamiento neutral en el dólar estadounidense. En los últimos meses, hemos reforzado nuestra exposición al euro y al yen para compensar una posición infrponderada en el dólar, además de buscar exponernos a divisas de los ME en otras regiones para aumentar el riesgo de cambio. Nos interesan las operaciones de pares (pair trades) basadas en un enfoque fundamental respecto de las valoraciones.

Comentarios sobre la renta fija

Mayo de 2023



En el plano de la deuda titulizada y estructurada, las hipotecas revisten ahora mayor atractivo en vista de la ampliación de los diferenciales, si bien no resultan tan atractivas como en el cuarto trimestre de 2022. Nos seguimos centrando en las oportunidades idiosincrásicas y en las distorsiones que existen en algunos de los segmentos de CMBS de la cartera. Estamos reforzando la exposición a ABS que no dependen del consumo y que disponen de un respaldo de activos adecuado en forma de garantías ligadas a equipos. En general, conservamos un posicionamiento relativamente neutral en ABS y seguimos infraponderados en las hipotecas tradicionales.

En cuanto al crédito, hemos aumentado la exposición al crédito con calificación investment-grade y presentamos un sesgo hacia los mercados que han pasado a revelar un mayor número de distorsiones. En los ME, si bien seguimos sobreponderados en bonos de los ME denominados en moneda fuerte, hemos reducido dicha sobreponderación. En concreto, hemos liquidado algunas de nuestras posiciones en bonos de los ME con calificación investment-grade y hemos identificado valor en otros segmentos del mercado de crédito investment-grade o corporativo frente a los mercados emergentes. En el segmento del alto rendimiento, no observamos que el mercado descuenta un elevado número de impagos, como hemos mencionado antes, y los diferenciales se han estrechado. Muchos inversores están dirigiendo su atención al tramo corto de la curva de tipos del alto rendimiento para tratar de obtener un diferencial y unos rendimientos adicionales. En nuestro caso, aunque seguimos contando con exposición a bonos de alto rendimiento, dicha exposición se fundamenta en un proceso ascendente (bottom-up) basado en nuestra plataforma de análisis. A la luz de los niveles que presentan actualmente los diferenciales, no buscamos necesariamente aumentar el riesgo de alto rendimiento.

Conclusión

Aunque los nubarrones siguen cerniéndose sobre los mercados, es un momento interesante para los inversores en renta fija. Hace años que los rendimientos y la inflación no se situaban en estos niveles. En vista de las numerosas incertidumbres, nos seguimos inclinando por la adopción de un enfoque activo y por la diversificación en el ámbito de la renta fija. A nuestro juicio, resulta fundamental disponer de una plataforma de análisis capaz de identificar oportunidades idiosincrásicas en un contexto convulso, así como tener un horizonte de inversión a más largo plazo. ▲

La información se ha obtenido de fuentes que se estiman fidedignas, aunque J.P. Morgan no garantiza su integridad o su precisión. La utilización del Índice ha sido autorizada. El Índice no puede copiarse, utilizarse o distribuirse sin la autorización previa por escrito de J.P. Morgan. Copyright 2022, J.P. Morgan Chase & Co. Todos los derechos reservados.

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.