

La renta fija, en el punto de mira

Los tres temas clave para 2024

Autor



Pilar Gomez-Bravo, CFA
Codirectora de renta fija

En resumen

- La inflación, el crecimiento y las políticas de los bancos centrales seguirán manteniendo en vilo a los inversores en renta fija en 2024.
- Pese a resistir bien en 2023, las empresas y los consumidores estadounidenses lo tendrán más difícil en 2024.
- Los mercados siguen expuestos a una rápida reducción del apalancamiento debido a ventas forzadas de aseguradoras, fondos de pensiones y *hedge funds*.

Al dar un repaso a 2023, destacan dos cosas, en mi opinión: la continua importancia de la selección de valores y la elevada volatilidad de los tipos de interés. Esta última, en teoría, tendría que haber retrocedido debido a la reducción de los escenarios posibles sobre la inflación, pero en cambio, esos escenarios han lastrado la capacidad de obtener unos rendimientos sistemáticos en renta fija, en general. No obstante, la alta volatilidad de los tipos ha generado unos grandes desajustes que permiten a los gestores activos ser ágiles con la construcción de las carteras y la gestión del riesgo.

A continuación, comparto mis reflexiones sobre los temas clave para 2024 y cómo estamos posicionando las carteras en función de nuestras opiniones sobre el mercado.

Tema 1: la dinámica macroeconómica

La inflación, el crecimiento y las políticas de los bancos centrales mantendrán en vilo a los inversores en renta fija en 2024. ¿Retrocederá la inflación hacia su objetivo? ¿Se dirige la economía a un aterrizaje suave, brusco o ningún aterrizaje? ¿Con qué precisión descuenta el mercado la magnitud y el calendario de las rebajas de tipos de los bancos centrales?

Si bien la inflación sigue disminuyendo en todo el mundo, tenemos que seguir atentos a tres elementos que podrían impedir que llegue al objetivo del 2% establecido por los bancos centrales. El primero es el precio de la energía, que ayudó a frenar la inflación en 2023 debido a los efectos de base y reduciendo las expectativas de inflación. Segundo, los costes laborales unitarios que se reflejan en el crecimiento salarial siguen siendo más elevados de lo que desearían los bancos centrales, pero esto se ve realmente dificultado por la baja productividad, especialmente en Europa y el Reino Unido (R.U.). Las empresas podrían tratar de repercutir nuevas alzas de precios a los consumidores para proteger sus márgenes de beneficios. Tercero, las políticas fiscales, dado el número de elecciones que se celebran en todo el mundo. No resulta probable que las tendencias fiscales cambien sustancialmente hasta después de las elecciones, por lo que este factor podría cobrar una gran importancia a medida que nos acercamos al final de este ciclo económico y nos adentramos en el próximo.



La principal dinámica en torno al crecimiento tiene que ver con el tipo de aterrizaje que habrá: uno suave, uno brusco, o ninguno. Hemos sostenido que, incluso si conseguimos aterrizar suavemente, esto ya está en gran medida descontado en los precios de mercado, en particular de los activos de riesgo como la renta variable y la deuda corporativa. Creemos que un aterrizaje suave exigiría unas rebajas proactivas por parte de los bancos centrales y comportaría que el tramo corto de la curva obtenga una rentabilidad superior al anticiparse más rebajas. Un aterrizaje brusco, que implique un desenlace recesivo con un aumento de los impagos y de las tasas de paro, no está descontado en absoluto, y comportaría unos rendimientos bastante más bajos en toda la curva, así como una inclinación de la misma. Si no hay ningún aterrizaje en 2024, creemos que aumentaría la probabilidad de un aterrizaje muy brusco más adelante. Por lo tanto, los riesgos de cola parecen estar sesgados hacia un desenlace adverso de recesión.

En lo que se refiere a los bancos centrales, reviste cierta relevancia entender la senda de la política monetaria, no solo el desenlace final. Los mercados se están centrando en el momento en que dejarán de subirse los tipos y hasta qué nivel podrían subir, pero no está claro con qué rapidez los recortarán las autoridades monetarias. El crecimiento salarial, especialmente en el sector de servicios, seguirá en el punto de mira de los bancos centrales. Si bien se ha moderado, todavía es demasiado elevado para que los responsables monetarios confíen en que la inflación alcanzará su objetivo. En cuanto al tamaño y el calendario de los recortes de tipos, coincidimos con la magnitud de los que descuenta el mercado, si bien creemos que se anticipan rebajas demasiado pronto.

Tema 2: la resiliencia de las empresas y consumidores lo tendrá más difícil que en 2023

¿Cómo se comportarán las empresas y los consumidores estadounidenses este año? Los balances empresariales siguen siendo sólidos, pero empieza a observarse un deterioro de los parámetros de crédito. El sector corporativo resistió inesperadamente bien en 2023. En 2024, la clave estribará en cómo se mantienen los márgenes de beneficios frente a la mayor presión sobre los ingresos. Se empiezan a oír comentarios de algunas empresas orientadas al consumo sobre un descenso de los volúmenes, que por ahora se ven parcialmente compensados por las subidas de precios. Nos preocupa que una caída del crecimiento de los ingresos reales desemboque en pérdidas de empleo y un desenlace más recesivo. Conseguir un escenario de aterrizaje suave es una carrera contrarreloj.

Tendremos que constatar unas rebajas de tipos proactivas antes de que las mayores tasas de refinanciación afecten los balances empresariales, tanto en el segmento de alto rendimiento como en el de *investment grade*. Si sucede así, el crédito seguirá comportándose bien. Si la Reserva Federal estadounidense (Fed) o el Banco Central Europeo (BCE) optan por un ciclo de tipos más altos durante más tiempo al entrar en la segunda mitad de 2024, me inquieta mucho más cómo resistirán los balances empresariales.

En este entorno, la selección de valores y el análisis fundamental serán cruciales. Los inversores en renta fija deberían centrarse en la solidez de la generación de flujos de caja de las empresas, en sus necesidades de liquidez, en su acceso a fuentes de financiación y la diversificación de estas, en la base de activos en caso de que necesiten vender algunos, y también en su apalancamiento operativo.

En lo que se refiere a la resiliencia de los consumidores estadounidenses, su exceso de ahorro sigue menguando, aunque se muestran dispuestos a financiar sus gastos mediante



tarjeta de crédito. La continuación del gasto dependerá de que se mantenga el empleo, especialmente en los segmentos de rentas más bajas. Seguiremos vigilando de cerca las cifras de solicitudes de subsidio por desempleo, así como la tasa de morosidad de los bonos de titulización de activos.

Tema 3: fragilidad (riesgos a los que estamos atentos)

En lo tocante a la fragilidad en los mercados de renta fija, el mayor riesgo es, como siempre, una reducción rápida del apalancamiento cuando se produzcan ventas forzadas de posiciones para obtener liquidez. La crisis de los fondos de pensiones en el Reino Unido fue un ejemplo reciente de lo que ocurre cuando hay ventas forzadas en un mercado poco líquido. A la hora de vigilar el desapalancamiento, se revela intrínsecamente difícil predecir dónde hay apalancamiento.

Me preocupan los tenedores de renta fija que tengan que podrían incurrir en pérdidas, si hay unas mayores pérdidas de capital hacia el final del ciclo debido a un repunte de los impagos. Este podría ser el caso de compañías aseguradoras y fondos de pensiones con desajustes entre sus activos y sus pasivos. Los inversores con unos modelos de negocio que dependan de un elevado apalancamiento y unos tipos bajos también son una fuente de fragilidad. Los fondos de cobertura (*hedge funds*) con unos costes de financiación muy elevados cuyos modelos de negocio ya no parezcan viables podrían verse expuestos a reembolsos. El crédito del sector privado no parece presentar un riesgo sistémico, pero podría desatar pérdidas de capital.

La retirada de liquidez por parte de los bancos centrales también constituye una fuente potencial de fragilidad, ya que un desplome de la oferta monetaria suele contribuir a una recesión. A medida que las condiciones financieras se endurecen, algunos bancos empiezan a aumentar sus provisiones para pérdidas por insolvencias debido a las inquietudes sobre la calidad de los activos. Además de las subidas de los tipos, el endurecimiento cuantitativo y los cambios en las operaciones de recompra inversa de la Fed también están haciendo mella en la liquidez.

Por último, la concentración de la inversión en algunas posiciones (*crowded trades*) también presenta unos riesgos de fragilidad y vale la pena vigilarla y evitarla en la medida de lo posible. En la actualidad, dicha concentración es elevada al posicionarse los inversores para el final del ciclo y un escenario de aterrizaje suave; por este motivo, seguimos muy de cerca los ámbitos del mercado en que invertimos.

Posicionamiento de la cartera y opiniones sobre el mercado

Transición de posiciones de larga duración a posiciones de inclinación de la curva. Hemos estado recogiendo algunos beneficios en nuestras posiciones de larga duración y nos estamos posicionando, principalmente en Estados Unidos, para una inclinación de las curvas de tipos. Se trata de una operación de *carry trade* negativo, por lo que estamos tratando de hacerlo de maneras más innovadoras. Seguimos queriendo mantener algunas posiciones de duración larga, pero nuestro escenario principal radica en que los rendimientos bajarán, sea cual el sea el tipo de aterrizaje. En cuanto a regiones, preferimos Europa y, en menor medida, el Reino Unido, porque están más expuestos a unos escenarios de recesión que Estados Unidos.

Sobreponderación en deuda *investment grade* y menor asignación a deuda de alto rendimiento. Hemos recogido beneficios en la exposición al crédito tras su buen comportamiento, pero seguimos sobreponderando el crédito de calificación *investment*



grade. Creemos que este será el tramo óptimo, dado que la oferta es escasa en 2024 y los inversores tratarán de asegurarse los rendimientos atractivos. Si bien seguimos expuestos a deuda de alto rendimiento, hemos reducido su asignación, puesto que creemos que este mercado resulta más frágil y los diferenciales son relativamente ajustados con respecto a su historial.

Ampliación planeada de las exposiciones a productos de diferencial de mayor calidad. Nos gustaría particularmente aumentar la exposición a valores supranacionales y bonos de titulización hipotecaria, donde seguimos ampliando las posiciones progresivamente en el segmento de mayor calidad crediticia.

Reducción considerable de la sobreponderación en el dólar estadounidense. Hemos estado sobreponderando el dólar estadounidense (USD) en el entorno de rendimientos más altos, pero hemos cambiado a una posición neutral. Preferimos mantener la posibilidad de volver a adoptar una posición larga en el USD en caso de excepcionalismo de Estados Unidos, si el crecimiento se mantiene elevado, o en un entorno de aversión al riesgo en que se contemple la divisa como un refugio seguro.

Recorrido a la baja de los rendimientos, sea cual sea el aterrizaje de la economía. A muy corto plazo, los rendimientos estadounidenses a 10 años presentan un valor razonable, aunque creemos que los rendimientos tienen recorrido a la baja cuando empiece el ciclo de rebajas de tipos, en un escenario de aterrizaje suave y, sin duda, en uno de aterrizaje brusco. En el caso del primero, contaría con recortes de la Fed de entre 100 y 200 p.b. En caso de aterrizaje brusco, la Fed podría rebajarlos entre 200 y 300 p.b., y toda la curva de tipos se desplazaría hacia abajo. Por este motivo, seguimos abogando por algunas posiciones de larga duración, sin perder de vista la volatilidad de los tipos y la necesidad de actuar con agilidad en cuanto a posicionamiento y duración.

La preferencia por los bonos indexados a la inflación con respecto a los nominales depende del tipo de aterrizaje. Los rendimientos reales podrían fluctuar en consonancia con las expectativas sobre la trayectoria de tipos de los bancos centrales. Hoy en día, los niveles de las tasas de inflación implícitas de los bonos indexados presentan una valoración justa o incluso algo barata. Pienso que, en caso de aterrizaje suave o ningún aterrizaje, las tasas de inflación implícitas subirían, lo que beneficiaría a los bonos indexados con respecto a los nominales. En el supuesto de un aterrizaje brusco, la inflación implícita descendería considerablemente, y los bonos indexados obtendrían una rentabilidad inferior. El peor escenario para los bonos indexados a la inflación estriba en uno de alta volatilidad y aterrizaje muy brusco, puesto que estos bonos pronto se hundirían y se producirían rápidas salidas de capital y de cuentas apalancadas de esta clase de activos. No obstante, este sería un desajuste a corto plazo que los gestores activos podrían aprovechar, por lo que seguimos de cerca a los participantes en el mercado general de bonos indexados a la inflación.

Los bonos de titulización hipotecaria revisten atractivo a medio y largo plazo. En recientes fechas, ha habido mucho más interés por los bonos de titulización hipotecaria (MBS) y los diferenciales se han reducido considerablemente. Incluso con las valoraciones actuales, nos siguen gustando los MBS como una alternativa al crédito corporativo y creemos que siguen siendo atractivos a medio y largo plazo. En nuestra opinión, los MBS ofrecen una manera barata de expresar una opinión a corto plazo sobre la volatilidad y también expresan efectivamente una posición sobre una inclinación de la curva. Preferimos infraponderar el segmento de cupones más bajos de esta clase de activos, y nos gusta la exposición a los títulos de Ginnie Mae, puesto que tienen una ponderación de riesgo del 9% y los bancos los prefieren. Por suerte, contamos con un experto equipo de



inversores en MBS que nos puede ayudar a encontrar valores de garantía específicos que nos gusten dentro de este conjunto de activos más amplio.

Preferencia por la deuda de alto rendimiento con respecto a los préstamos apalancados. Preferimos la deuda de alto rendimiento con respecto a los préstamos apalancados, por varios motivos. La calidad crediticia media ponderada de los bonos de alto rendimiento es superior a la del mercado de préstamos. Muchos préstamos están estructurados como un préstamo único, por lo que no vemos las mismas expectativas de recuperación que en ciclos anteriores, en que había una combinación de estructuras de capital de bonos y préstamos. La tesis de unos tipos más altos durante más tiempo es negativa para los préstamos. Los costes de intereses en las estructuras de préstamo único son elevados, por lo que lastrarán la generación de flujo de caja libre de esas empresas. Además, el argumento de un aterrizaje suave favorece posiciones en duración en el segmento de alto rendimiento, y la demanda suele proceder más de los inversores a largo plazo, no tanto de aquellos a más corto plazo, que responden a factores técnicos.

La baja volatilidad implícita del crédito significa que es barato utilizar derivados a fines de exposición. Una característica inusual de la renta fija en los últimos 18 meses aproximadamente ha sido la volatilidad persistentemente alta de los mercados de tipos, mientras que esta ha sido baja en los mercados de crédito y de renta variable. Creemos que la volatilidad de los tipos debería verse atenuada a medida que se reduzcan los escenarios posibles sobre la inflación, aunque esto obedecerá en gran medida a las políticas y declaraciones de los bancos centrales. Aquí se aplica mi lema de "la importancia de llegar primero", ya que es prudente posicionar la cartera en anticipación de desajustes del mercado y un repunte de la volatilidad, para poder ofrecer liquidez cuando esta escasee en el mercado. Ahora mismo, la volatilidad implícita en los mercados de crédito está en un mínimo de unos cinco años, y estamos aprovechando esta oportunidad para crear unos mejores perfiles de exposiciones de riesgo recurriendo de forma reflexionada a derivados de crédito frente a los mercados al contado. Si se prevé que repunte la volatilidad en los mercados de crédito, el recurso a estos instrumentos permite una protección más barata de las carteras y una construcción más eficiente del riesgo.

Comentarios de renta fija

Enero de 2024



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. Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros.

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., Miembro de SIPC; **América Latina** – MFS International Ltd.; **Canadá** – MFS Investment Management Canada Limited. **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.