## La escurridiza estabilidad de los tipos sería un punto de inflexión para la renta fija

Los inversores en renta fija han atravesado un camino tortuoso  en 2022, ya que los esfuerzos cada vez más agresivos de los bancos centrales por controlar la inflación han provocado debilidad y volatilidad en los principales mercados de tipos, como los bonos del Tesoro de EE.UU., lo que ha arrastrado consigo el comportamiento de los bonos corporativos.

Sin embargo, ante la aceleración de los ciclos de subidas que están poniendo en marcha los bancos centrales, creemos que el nivel máximo del yield del bono del tesoro estadounidense a 10 años no está muy lejos. Una vuelta a la estabilidad de los tipos podría permitir a los inversores cosechar los frutos de un yield de los bonos inusualmente alto para este momento del ciclo.

**La inflación sigue marcando el estado de ánimo del mercado**

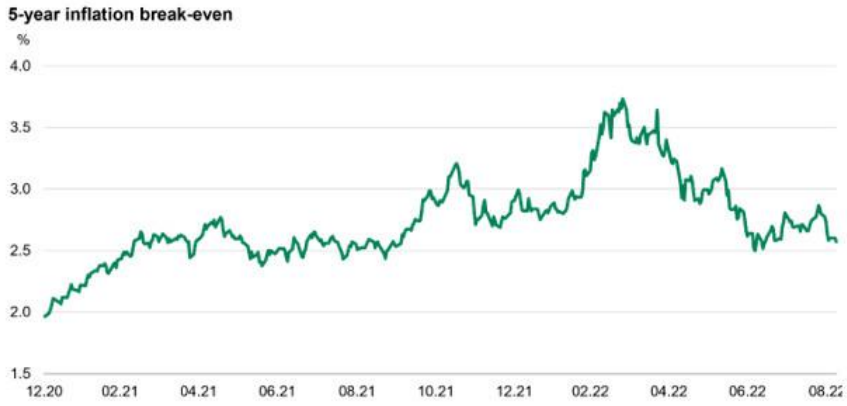
Como venimos observando desde hace tiempo, la rapidez del ciclo económico posterior a la Covid ha sido inusitada. Hace tan solo 12 meses los fundamentales de la economía no podían parecer mejores, mientras que hoy el crecimiento del PIB mundial disminuye rápidamente y se debate si se puede evitar la recesión en Estados Unidos, Europa y otros países.

La curva que refleja el diferencial entre los bonos soberanos estadounidenses a dos años y a 10 años se ha invertido desde principios de julio, algo que históricamente ha funcionado como un indicador fiable de recesión. Mientras, Europa se enfrenta a un invierno sin gas, ya que la invasión rusa de Ucrania sigue causando estragos en los precios de las materias primas y en las cadenas de suministro mundiales.

En el fondo de esta situación se encuentra, por supuesto, la inflación, que, en nuestra opinión, sigue siendo el principal motor del sentimiento de los inversores y, de forma igualmente crucial, de los flujos de fondos de inversión.

Las noticias en este frente han sido más positivas en las últimas semanas. Los datos del Índice de Precios al Consumo (IPC) de EE.UU. sugieren que la inflación general anual ha alcanzado finalmente su máximo, al situarse en el 9,1% en junio, el  8,5% en julio y tocar el 8,3% en agosto. Y, como indica el gráfico siguiente, el punto de equilibrio a cinco años (un popular indicador de las expectativas de inflación) muestra que el mercado cree que la Reserva Federal está ganando la batalla contra la inflación.

*Chart: Break-even suggests Fed is winning inflation battle*



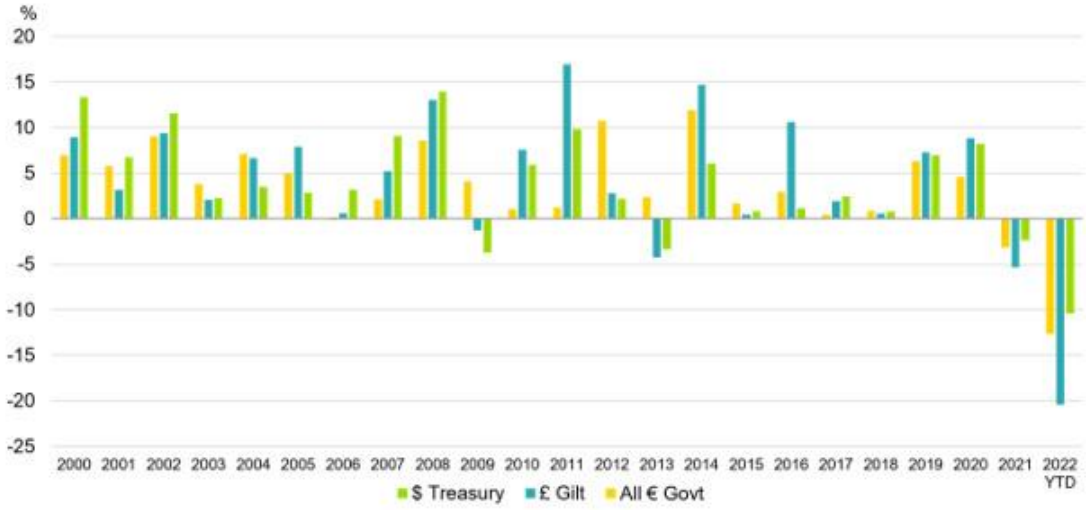

*Source: Bloomberg, 7 September 2022*

Sin embargo, los gobiernos europeos están actuando para frenar la alarmante subida de los precios de la energía a este lado del Atlántico. Se prevé que el paquete de medidas del Reino Unido, de unos 150.000 millones de libras esterlinas, reduzca la inflación entre 500 y 800 puntos básicos y adelante su máximo en varios meses, y el anuncio de un plan coordinado de la UE es inminente.
Sin embargo, a pesar de estas noticias positivas, la influencia de la inflación en el ánimo de los inversores quedó al descubierto el 13 de septiembre, cuando la inflación subyacente intermensual de EE.UU. se situó muy por encima de las expectativas de agosto, y su rigidez provocó una venta inmediata de los bonos del Tesoro de EE.UU. y el peor día para la bolsa del país en dos años.

**La incertidumbre de los bancos centrales es el origen de los problemas de 2022**
La agudeza de las reacciones del mercado a las sorpresas de la inflación se debe a la incertidumbre en torno a la política de los bancos centrales. La inflación supera repetidamente las expectativas, por lo que los mercados se preguntan hasta qué punto tendrán que subir los tipos los bancos centrales antes de controlarla.

Es esta dinámica la que ha impulsado el tórrido rendimiento de los principales bonos del Estado ("tipos" en la jerga del mercado de bonos) a lo largo de 2022; cuanto más tiempo ha permanecido elevada la inflación, más han revalorizado los inversores los yields de los bonos del Estado para tener en cuenta las subidas de tipos más agresivas.

*Chart: Government bond indices – total return ($, £, €)*




*Source: Bloomberg, 7 September 2022*

Esta debilidad en los mercados de tipos ha dejado a los inversores sin ningún refugio, ya que el aumento de los yields de la deuda pública ha superado los márgenes relativamente reducidos de los bonos corporativos con grado de inversión. Como consecuencia del aumento de los temores de recesión, los activos de riesgo, como los bonos de alto rendimiento, también han sufrido grandes caídas de valoración a precios de mercado (mark-to-market) debido a la ampliación de los márgenes.

Durante años, los inversores se han acostumbrado a que los bancos centrales resuelvan los problemas, en lugar de crearlos, ya sea manteniendo los tipos de interés básicos en mínimos históricos o apoyando los valores de los activos con la relajación cuantitativa. La política de los bancos centrales era antes una fuente de seguridad para los mercados; ahora es lo contrario.

**Pero la estabilidad de los tipos está cada vez más cerca**

Sin embargo, esta incertidumbre disminuye ahora con cada subida de tipos, ya que los bancos centrales se acercan rápidamente a sus tipos "terminales", el punto más alto al que subirán en el ciclo actual.

La subida de 75 puntos básicos por parte de la Reserva Federal el 21 de septiembre situó el tipo básico de los fondos federales en el 3,25%, un nivel muy restrictivo para la economía estadounidense. Parece probable que los tipos lleguen al 4,25-4,5% a finales de año, y este es un punto en el que la Fed podría hacer una pausa mientras espera a ver el impacto total de su endurecimiento.

En el nivel actual del 3,25%, por tanto, es probable que estemos a una o dos subidas del tipo terminal de la Fed. La historia nos dice que los rendimientos de los bonos del tesoro a más largo plazo suelen alcanzar su punto máximo hacia el final de un ciclo de subidas; por lo tanto, a poco menos del 3,5%, creemos que los títulos del tesoro a 10 años tampoco están lejos de su punto máximo. Sin embargo, dado que es probable que los tipos básicos aumenten hacia el 4,5%, es posible que la inversión de la curva entre los bonos a 10 años y los plazos más cortos aumente aún más.

*Chart: Treasury yields tend to peak before the 'last hike'*

*Source: Bloomberg, 20 September 2022*

**Y a los inversores se les paga bien por su paciencia**

La vuelta a la estabilidad de los tipos supondría un cambio en las condiciones del mercado y un potencial punto de inflexión para los activos de riesgo, en nuestra opinión.

Los rendimientos que vemos ahora -el 4-5% en los bonos con grado de inversión y el 8-9% en los de alto rendimiento - son inusuales para esta fase tardía del ciclo, en la que se espera una recesión económica. Normalmente, las condiciones del ciclo tardío pueden persistir durante un largo periodo de tiempo, durante el cual las valoraciones empiezan a parecer muy caras. Así pues, a medida que se acerca la recesión, los inversores normalmente no quieren mantener activos de crédito de riesgo, en primer lugar porque esperan que los fundamentales del crédito se deterioren, pero en segundo lugar porque los rendimientos son bajos.

Creemos que los yields actuales están descontando demasiadas malas noticias, y las valoraciones del crédito resultan atractivas si se observan los fundamentales, aunque llevar a cabo una cuidadosa selección es, como siempre, imprescindible.

Las empresas, tanto en EE.UU. como en Europa, han aprovechado sabiamente el entorno de bajos tipos de los últimos años, poniendo fin a su deuda a niveles más baratos, de modo que la mayor parte de la deuda no vence hasta 2025 o más tarde. La cobertura de los intereses, aunque con una tendencia a la baja, sigue estando cómodamente por encima de la media a largo plazo.

Esperamos que los impagos de las empresas aumenten a medida que la economía se ralentiza, pero no en la medida en que los mercados lo prevén. El índice iTraxx Crossover, un indicador ampliamente utilizado para los bonos europeos de alto rendimiento, tiene actualmente una tasa de impago implícita a cinco años de alrededor del 32%. La tasa media de impago a cinco años desde 1970 es sólo del 15%, mientras que el peor periodo de cinco años desde 1970 tuvo una tasa de impago del 30%. Dada la solidez de los balances de las empresas en la actualidad, nos parece poco probable que estemos al comienzo del peor periodo de cinco años desde 1970.

**Las carteras deberían decantarse por los bonos a corto plazo**

**¿Qué significa todo esto para la construcción de carteras?**
Creemos que la volatilidad seguirá siendo elevada a corto plazo, ya que los inversores siguen nerviosos por el exceso de inflación. Además, la guerra de Rusia en Ucrania seguirá generando titulares, sobre todo en torno al suministro de energía a Europa a medida que se acerca el invierno. En consecuencia, pensamos que las carteras deberían posicionarse con mayor prudencia.

Con un rendimiento de alrededor del 3,5%, creemos que los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años tienen mucho que aportar a una cartera de renta fija en estos momentos. Los bonos del Tesoro y otros mercados de tipos han sido una gran fuente de riesgo para los inversores durante gran parte de este año debido a la subida de los yields, pero teniendo en cuenta que el nivel en el estamos, creemos que el nivel en el que alcanzarán su máximo es el 3,5-3,75% y que los bonos del Tesoro vuelven a ser un valioso activo libre de riesgo.

En general, creemos que los bonos con los mejores perfiles de riesgo-recompensa están en el extremo más corto de la curva. Estamos viendo bonos con grado de inversión a 2-3 años con rendimientos del 7-8%, una recompensa significativa para un riesgo a tan corto plazo. Los bonos a corto plazo también son los que más se benefician del pull-to-par; un inversor puede tener un bono que le ha dado rendimientos negativos sobre la base del mark-to-market, pero mientras el bono no entre en impago, cualquier rendimiento negativo se borra en la fecha de vencimiento; como resultado, los precios de los bonos tienden a volver a 100 (o "par") a medida que se acerca su fecha de vencimiento.

En nuestra opinión, los yields break-even ayudan a demostrar la oportunidad actual. El gráfico siguiente muestra que para que el índice de alto rendimiento en USD (que hoy tiene un yield del 8,45%) registre una rentabilidad negativa en los próximos 12 meses, su yield tendría que subir por encima del 11,14%. Con tantas malas noticias ya descontadas, creemos que haría falta un suceso extraordinario para que los rendimientos alcancen ese nivel.

| | Yield (%) | Duration (years) | Forward break-even yield (%) | Forward duration (years) |
|---|---|---|---|---|
| **$ HY** | 8.45 | 4.19 | 11.14 | 3.45 |
| **£ HY** | 9.30 | 4.01 | 12.36 | 3.30 |
| **€ HY** | 7.08 | 4.53 | 9.24 | 3.50 |
| **COCO** | 7.63 | 3.07 | 11.30 | 2.23 |

*It is not possible to invest directly into an index and they will not be actively managed.*
*Source: Bloomberg, 7 September 2022*

Tenemos claro que la inflación ha sido el principal motor del sentimiento de los inversores y de la asignación de activos en 2022, y los flujos de fondos negativos hacia la renta fija lo han reflejado. Con el control de la inflación y una mayor certidumbre en torno a la política monetaria, podríamos ver cómo esta tendencia se invierte con fuerza.

Puede que todavía tengamos que esperar un tiempo para la estabilidad de los tipos, pero ser paciente es mucho más fácil cuando los yields de los bonos son tan altos como lo son ahora.