Vontobel

El resplandor de la renta fija: ¿culpable por asociación?

En pocas palabras

- Los bonos corporativos europeos Investment Grade (IG) se han comportado peor que los estadounidenses debido a una oleada global, aunque desigual, de ventas de deuda pública.
- Los bonos High Yield (HY) europeos se han mostrado más resilientes, lo que sugiere que se trata de una transmisión de la volatilidad de la deuda pública al crédito, y no de que se perciba deterioro alguno en la calidad crediticia.
- El riesgo soberano a menudo se traslada, y con razón, al sentimiento del mercado de crédito, y si la volatilidad de los tipos persiste, los diferenciales europeos podrían verse sometidos a una mayor presión al alza.
- Para los inversores activos, el reajuste de precios del segmento IG podría ofrecer una *yield* adicional sin el correspondiente aumento del riesgo de crédito subyacente.

Está siendo un otoño incómodo para los inversores en renta fija: la extrema volatilidad de la deuda pública nos indica que la incertidumbre es elevada.

Una tendencia destacable ha sido la evolución divergente de los mercados de crédito estadounidense y europeo ante la amplia oleada de ventas en los mercados de tipos. Después de que ambos mercados se movieran al unísono durante la mayor parte del año, los diferenciales de los bonos corporativos estadounidenses Investment Grade (IG) apenas se han inmutado, mientras que los europeos se han ampliado. Puede que el IG en euros haya mostrado mucha más resiliencia que la deuda pública de la región, y es cierto que los diferenciales siguen siendo estrechos en términos históricos, pero se ha comportado peor que el estadounidense, pese a que apenas hay indicios de un deterioro comparable de la salud subyacente de las empresas europeas.

Estas señales aparentemente contradictorias plantean una cuestión importante para los inversores en renta fija: cuando las finanzas públicas se deterioran, ¿cuánto de ese riesgo debería reflejarse en los costes de financiación de empresas que, por lo demás, gozan de buena salud?

Un shock global de tipos con un impacto desigual

Las *yields* de la deuda pública se han disparado, ya que el conflicto entre EE. UU. e Irán no ha perdido intensidad como se esperaba en la antesala de las elecciones de mitad de mandato estadounidenses, lo que ha presionado al alza los precios de la energía y la inflación. Se espera que los bancos centrales sigan endureciendo la política monetaria, lo que ejerce presión sobre el extremo corto de las curvas de tipos. Algunos datos de actividad han sido sólidos, pero el empleo no agrícola de EE. UU. solo aumentó en 29.000 puestos en septiembre.

La sostenibilidad de las finanzas públicas está en el punto de mira, y la oferta de bonos del Tesoro estadounidense a más largo plazo se ve obligada a competir con la absorción de cientos de miles de millones de deuda con calificación AA de los hiperescaladores. En este contexto, creemos que los inversores están exigiendo una mayor rentabilidad real por prestar al Gobierno estadounidense, y no simplemente descontando más inflación. Las *yields* reales han subido junto con la prima por plazo, y la tasa del bono del Tesoro estadounidense a diez años llegó a alcanzar este mes el 5,36 por ciento, su nivel más alto desde abril de 2002.

Donde más volatilidad ha habido es en los tipos de interés. El índice MOVE, que mide la volatilidad esperada de las *yields* de los bonos del Tesoro estadounidense, se ha movido en torno a los 116 puntos, cerca de su máximo de 2026, registrado en marzo, mientras que el índice VIX, que mide la volatilidad esperada del S&P 500, se ha mantenido cerca de sus mínimos del año. Los mercados de renta variable han hecho caso omiso, en gran medida, de las turbulencias, y el S&P 500 aún acumula una subida del 11,9 por ciento en el año, pese a una semana difícil para los valores tecnológicos.

La volatilidad de los tipos no se ha limitado a los bonos del Tesoro estadounidense. La deuda pública británica a 30 años ha llegado al seis por ciento, su *yield* más alta desde 1998, mientras que los Bunds alemanes a diez años han alcanzado el 5,36 por ciento, un nivel que no se veía desde 2008.

En nuestra opinión, el shock global de tipos no puede explicar por sí solo por qué el crédito europeo se ha comportado peor. La oleada de ventas de marzo, al comienzo de la guerra de Irán, ofrece una comparación útil: en aquella ocasión, los diferenciales del IG estadounidense y del IG en euros se dispararon a la vez y alcanzaron sus máximos con apenas un par de puntos básicos (pb) de diferencia. La aversión global al riesgo suele afectar por igual a ambos mercados.

Esta vez, aunque los Bunds lograron comportarse mejor que los bonos del Tesoro estadounidense durante la reciente oleada de ventas, la evolución de la deuda soberana dentro de Europa no fue uniforme. La volatilidad amplificó la creciente preocupación de los inversores por la trayectoria fiscal de Francia y por las dificultades políticas que conlleva situar las finanzas públicas en una senda más sostenible. El presupuesto del Gobierno para 2027 sirvió de poco para calmar los ánimos. Aunque se apliquen todas las medidas, las proyecciones apuntan a que el déficit solo bajará del 5,4 al 5,0 por ciento del PIB, mientras que se prevé que la deuda pública suba hasta el 121,7 por ciento del PIB. En la práctica, el mercado ha despojado a la deuda pública francesa (OAT) de cualquier condición de activo libre de riesgo que aún conservara, y el diferencial OAT-Bund ha llegado a tocar recientemente los 150 pb, una prima frente a Alemania superior a la de Italia y a la de Grecia.

Italia también ha sufrido presiones. La tasa de su bono soberano a diez años subió casi 50 pb en septiembre, reflejo tanto del ajuste global de las *yields* como de la preocupación por la sostenibilidad de su abultada deuda pública. No obstante, los retos a los que se enfrentan estos países no son idénticos.

Las dificultades políticas de Francia han sido especialmente agudas, mientras que la situación fiscal de Italia, pese a su elevada carga de deuda, se ha beneficiado de una mayor estabilidad política y de una gestión presupuestaria relativamente disciplinada en los últimos tiempos.

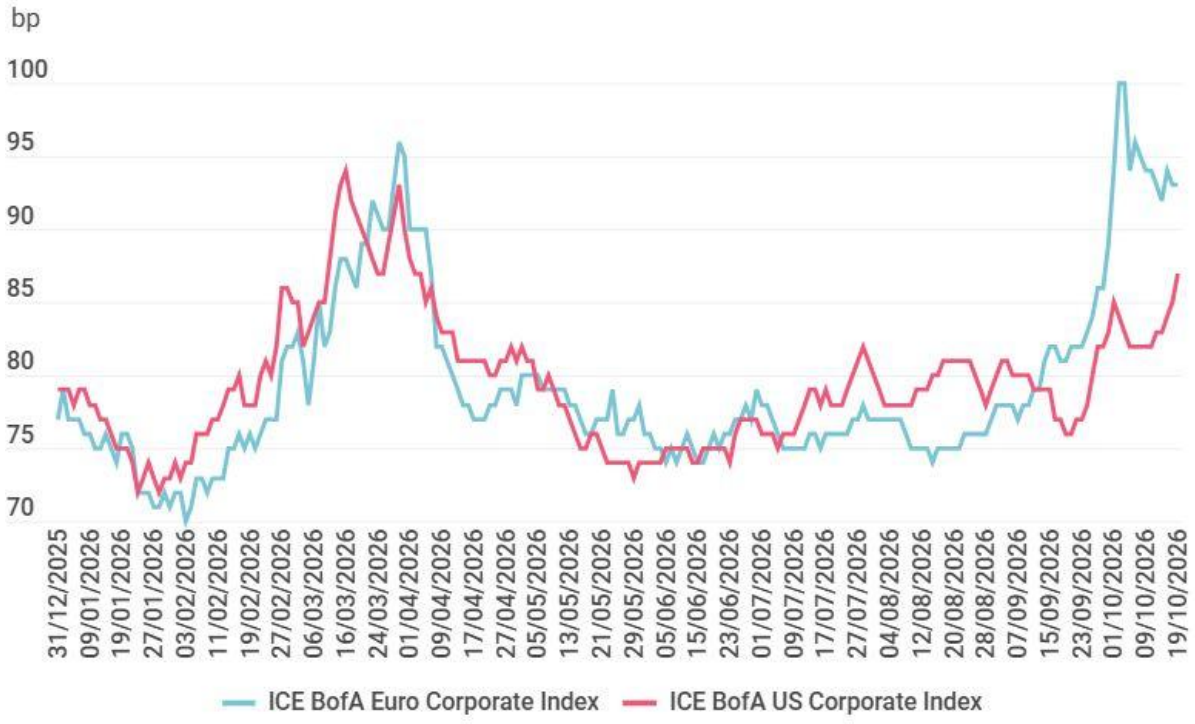
Durante años, los inversores se acostumbraron a considerar la deuda pública de la zona euro como parte de un mercado relativamente homogéneo, cuyos componentes se distinguían principalmente por ligeras diferencias de calidad crediticia y liquidez. Los acontecimientos recientes nos recuerdan que compartir moneda no significa compartir situación fiscal.

El crédito europeo se ha desmarcado del estadounidense

Pese a la considerable subida de las *yields* de los bonos del Tesoro estadounidense, los diferenciales de crédito IG estadounidenses solo se ampliaron 4 pb en septiembre (según el ICE BofA US Corporate Index), ignorando prácticamente el movimiento de las *yields* subyacentes. El IG europeo sufrió un deterioro más acusado: sus diferenciales se ampliaron 12 pb en septiembre (según el ICE BofA Euro Corporate Index), y los bonos financieros y los bonos subordinados de aseguradoras figuraron entre los segmentos más presionados.

Tras haber evolucionado en paralelo al mercado estadounidense durante la mayor parte del año y haber terminado el verano cotizando con diferenciales ligeramente más estrechos, el IG europeo ha seguido divergiendo en octubre (véase el gráfico 1).

Gráfico 1: El IG europeo se ha comportado peor que el IG estadounidense



Fuente: Bloomberg, ICE Indices, 20 de octubre de 2026.

Conviene señalar que los índices anteriores están compuestos por deuda denominada en dólares estadounidenses y en euros, y no exclusivamente por emisores estadounidenses o europeos (los emisores estadounidenses representan casi el 20 por ciento del índice en euros), pero el sesgo geográfico es suficiente para que la rentabilidad relativa resulte significativa.

Lo que hace especialmente interesante este contraste es la ausencia de indicios de que los fundamentales de las empresas europeas se hayan deteriorado lo suficiente como para explicar la diferencia de comportamiento en el mercado.

Sin duda, las empresas europeas se enfrentan a retos, desde unos costes energéticos elevados y un crecimiento contenido hasta la refinanciación gradual de deuda emitida a tipos de interés mucho más bajos. Sin embargo, estas presiones no son nuevas, ni se han traducido de repente en un deterioro generalizado de la calidad crediticia.

Si el mercado creyera que la situación crediticia en Europa había empeorado sustancialmente, esperaríamos que esto se reflejara con mayor intensidad en los bonos corporativos High Yield (HY), sobre todo en los tramos de calificación más bajos, donde se encuentran los prestatarios más débiles, cuyos balances suelen ser más vulnerables a las presiones económicas y de financiación. Es ahí donde se materializaría en primer lugar la preocupación por el riesgo de impago. Pero los datos de los índices HY no muestran esta pauta (véase el gráfico 2). En septiembre, los diferenciales del HY europeo en su conjunto se ampliaron 41 pb, frente a 48 pb en EE. UU. Los diferenciales de los bonos europeos con calificación B y CCC se ampliaron 37 pb y 66 pb, respectivamente, frente a 45 pb y 135 pb en EE. UU.

Gráfico 2: El HY europeo apenas muestra preocupación por la situación crediticia

Variación (pb) del 31 de agosto al 30 de septiembre

Calificación	ICE BofA US High Yield	ICE BofA Euro High Yield	Euro menos EE. UU.
BB	41	42	1
B	45	37	-8
CCC o inferior	135	66	-69
HY total	48	41	-7

Fuente: Bloomberg, ICE Indices, 20 de octubre de 2026.

El hecho de que el peor comportamiento relativo de Europa se haya concentrado en el segmento IG nos lleva a pensar que refleja la transmisión de la volatilidad de la deuda pública al crédito corporativo, amplificada por unos factores técnicos del mercado más débiles. En la práctica, el crédito europeo ha pasado a ser culpable por asociación.

¿Cuánto riesgo soberano debería asumir el crédito?

Los bancos son uno de los ejemplos más claros de cómo las turbulencias en el mercado de tipos pueden afectar a los costes de financiación de las empresas sin que ello indique necesariamente un deterioro comparable de la solvencia.

Cuando a los inversores empiezan a preocuparles las finanzas de un Gobierno, la presión se extiende con frecuencia a sus bancos nacionales. Estas entidades dependen de los mercados de financiación mayorista, lo que las hace especialmente sensibles a los cambios en la confianza del mercado, en la liquidez y en la disposición de los inversores a aportar capital. Incluso cuando los balances siguen saneados, una mayor volatilidad soberana puede llevar a los inversores a exigir una prima de riesgo más alta por los bonos bancarios, en particular por los títulos subordinados, y encarecer el acceso a nueva financiación o hacerlo menos fiable.

Esta relación no está del todo desligada de los fundamentales. Las rebajas de la calificación soberana pueden afectar a las calificaciones de los bancos, unos costes de financiación más altos pueden mermar la rentabilidad y las presiones fiscales pueden acabar debilitando las condiciones económicas internas. Sin embargo, estos riesgos no tienen por qué implicar un deterioro inmediato o proporcional de la solidez financiera de los bancos.

De hecho, en Francia, las mayores entidades de crédito del país tienen una exposición directa relativamente modesta a la deuda pública francesa y se benefician de una considerable diversificación internacional. Junto con unas sólidas posiciones de capital y liquidez, estos factores ofrecen una protección considerable frente a las consecuencias inmediatas de la volatilidad soberana. Aun así, el mercado seguirá exigiendo una compensación adicional por mantener sus bonos mientras persista la incertidumbre.

Este vínculo con la confianza es más evidente en los bancos, dado que el acceso continuo al mercado es un componente tan importante de su salud, pero las tensiones soberanas también pueden trasladarse al apetito de los inversores por el riesgo de las empresas no financieras.

A menudo, los inversores responden a un mayor riesgo soberano reduciendo su exposición total a un país o región. Esto puede implicar vender bonos corporativos junto con deuda pública, con independencia de que hayan cambiado o no los fundamentales crediticios de cada empresa.

Los flujos de los fondos ilustran cómo pueden gestarse estas presiones. Los datos de EPFR muestran que los fondos de bonos IG domiciliados en Europa registraron salidas de aproximadamente 2700 millones de USD en la semana que terminó el 16 de septiembre, seguidas de otros 1900 millones de USD de reembolsos en la última semana del mes con datos disponibles.

Los fundamentales cuentan otra historia

En nuestra opinión, nada de esto refleja un deterioro significativo de la calidad crediticia de las empresas europeas. Las últimas estadísticas supervisoras del Banco Central Europeo (BCE), correspondientes al segundo trimestre de 2026, muestran que los bancos significativos de la zona del euro tenían un ratio Common Equity Tier 1 agregado del 16,0 por ciento, mientras que su rentabilidad sobre recursos propios alcanzó el 10,7 por ciento, la más alta registrada desde el inicio de la serie supervisora en 2015. Los préstamos improductivos se mantuvieron en un nivel bajo, del 2,17 por ciento, mientras que el ratio de cobertura de liquidez (LCR) se situó en torno al 155 por ciento.

En el HY europeo, la tasa de impago bajó en septiembre al 0,5 por ciento, su nivel más bajo desde julio de 2023 y la mitad de su media de los últimos diez años. La migración de calificaciones ha sido benigna.

Además, el crédito europeo está en gran medida libre de los focos de tensión que aquejan al mercado estadounidense. Los prestatarios estadounidenses más débiles y algunos de los mayores emisores vinculados a la inteligencia artificial (IA) han visto cómo sus diferenciales se ampliaban bruscamente. En el segmento IG, los hiperescaladores representan alrededor del 5,5 por ciento del índice estadounidense, pero solo el 1,3 por ciento del europeo, con una oferta neta en lo que va de año de 130 000 millones de USD (115 000 millones de EUR) y 22 000 millones de EUR, respectivamente, según datos de Bloomberg.

¿Valor relativo en el crédito europeo?

Los datos nos sugieren que el precio del crédito corporativo europeo se ha reajustado debido al mercado en el que cotiza, y no a una reevaluación generalizada de la capacidad de sus emisores para pagar sus deudas. Esto no significa necesariamente que la ampliación de los diferenciales sea injustificada: los inversores pueden exigir razonablemente una compensación adicional por la incertidumbre soberana y la volatilidad del mercado, aunque las pérdidas esperadas por impago de las empresas apenas hayan cambiado.

Tampoco la relativa solidez de los fundamentales corporativos garantiza un cambio de tendencia. Si la volatilidad soberana persiste, los diferenciales de crédito europeos podrían seguir sometidos a presión al alza, con independencia de la salud de cada prestatario. De hecho, un mayor deterioro fiscal y una presión sostenida sobre los mercados de deuda pública podrían ampliar los diferenciales corporativos.

Sin embargo, creemos que es importante señalar que los problemas de endeudamiento de los Gobiernos pueden ser contagiosos para los precios de los bonos sin serlo necesariamente en términos de pérdidas crediticias.

Vontobel

Para los inversores activos dispuestos a adoptar una perspectiva global, esta diferencia crea oportunidades. El análisis crediticio fundamental puede ayudar a determinar si los bonos de una empresa se han abaratado porque su situación financiera se está deteriorando o porque se ha visto arrastrada por una aversión al riesgo más generalizada en el mercado.

Examinar los flujos de caja, la solidez del balance, las necesidades de refinanciación y la exposición a la situación económica nacional puede permitir a los inversores distinguir entre los emisores realmente vulnerables a las dificultades soberanas y aquellos cuyos diferenciales se han ampliado principalmente por asociación.

Puede que no haya plusvalías rápidas a la vista, pero la oportunidad de obtener un diferencial adicional sin el correspondiente aumento del riesgo de crédito subyacente puede mejorar las rentabilidades a medio plazo. No obstante, es importante que los inversores entiendan dónde se encuentran las posibles fuentes de volatilidad. Un mayor potencial de rentabilidad debe sopesarse frente a un análisis cuidadoso del tamaño de las posiciones, la liquidez y el momento elegido para invertir.

George Curtis, socio, gestor de carteras en TwentyFour AM (boutique de Vontobel)

Gordon Shannon, socio, corresponsable de grado de inversión (IG) en TwentyFour AM (boutique de Vontobel)