

La volatilidad vuelve a los mercados de bonos: nuestro enfoque para navegar por mercados agitados

Autor: Andrew Jackson, responsable de renta fija, Michael Schmid, responsable Swiss de renta fija

El régimen de rendimientos ultrabajos posterior a la gran crisis financiera (GCF) de una década llegó abruptamente a su fin en 2022 cuando los bancos centrales subieron los tipos de interés para hacer frente a la persistente inflación. El elevado riesgo de recesión, las continuas subidas de tipos, las tensiones geopolíticas y la escasez de energía son tan solo algunos de los factores que complican actualmente la situación financiera y económica. En este contexto complejo y divergente, mantenemos un prudente optimismo y nos inclinamos por las llamadas «inversiones aburridas»: grado de inversión en vez de alto rendimiento y duraciones más cortas que largas en renta fija.

Tras años de renta fija con rendimiento muy bajo –incluso negativo–, finalmente cambiaron las tornas en 2022 con una subida mundial de los tipos de interés. La inflación al alza provocada por la escalada de los precios de la energía, los problemas en la cadena de suministro y un mercado laboral tenso indujeron a los bancos centrales a aplicar una serie de subidas rápidas de los tipos de interés en medio de un crecimiento más lento, la caída de los precios de los activos de riesgo y una incertidumbre geopolítica aún mayor.

A partir de finales de verano se relajaron algunas de las preocupaciones con las que tuvieron que lidiar los bancos centrales y los inversores: la inflación general cayó de su pico máximo, China abandonó su política de cero COVID, y un invierno suave en el hemisferio norte calmó los temores de escasez de energía en Europa. Además, el crecimiento demostró ser una sorprendente baza alcista en varias de las principales economías. Los inversores tomaron nota de ello, volviéndose más optimistas sobre las perspectivas económicas mundiales.

Una vez más, el repunte de principios de año fue la marea que impulsó todos los barcos, siendo los sectores más castigados del año pasado los que mejor rendimiento obtuvieron en lo que va de 2023. La narrativa de una recesión poco profunda dio paso a una nueva esperanza: que 2023 sea el año en que los bancos centrales puedan declarar la victoria total sobre la inflación y ofrecer un «aterrizaje suave» a la economía mundial. Por nuestra parte, nos mantenemos escépticos ante este nuevo optimismo y preferimos proceder con cautela a partir de ahora hasta que el cielo se despeje. Por consiguiente, ante esta coyuntura, preferimos invertir en renta fija de bajo riesgo.

En la medida en que estos materiales contengan afirmaciones sobre el futuro, dichas afirmaciones son prospectivas, están sujetas a una serie de riesgos e incertidumbres y no constituyen ninguna garantía de resultados ni rentabilidades futuros.

Argumentos en pro y en contra

Los optimistas encontrarán muchas razones para ser alcistas, ya que los datos recientes han resultado ser mejores de lo esperado. Ejemplos:

- El mercado laboral sigue siendo tenso en muchos países, especialmente en EE. UU.
- Los indicadores de crecimiento con frecuencia superior, como los índices ISM del sector manufacturero y de servicios, han mostrado tendencia al alza desde principios de año, lo que sugiere que la economía puede hacer frente a estos tipos de interés más altos.
- Las expectativas de inflación a largo plazo siguen bien ancladas, lo que se traduce en curvas de rendimiento más planas, con el extremo largo a menudo invertido en el caso de los bonos europeos y estadounidenses.
- La reapertura de China llega en un momento crucial y contribuirá a aliviar las presiones de la cadena de suministro y a impulsar de nuevo el comercio mundial.

Sin embargo, vemos razones para un escenario más bajista:

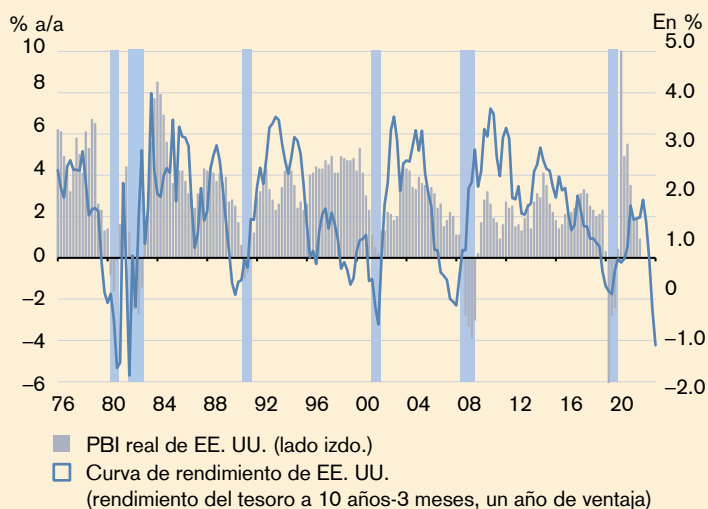
- A lo largo de la historia, la Reserva Federal nunca ha logrado un aterrizaje suave con una inflación situada por encima de su objetivo del 2% al comienzo del ciclo alcista.
- Los efectos de las subidas de los tipos de interés, que contraen el crecimiento, aún pueden llegar con retraso, ya que las condiciones financieras son difíciles de observar en tiempo real.
- La rigidez de los mercados laborales, en medio de una crisis por el incremento del coste de la vida, aumenta el riesgo global de una espiral de precios y salarios. Los bancos centrales han preparado a los mercados para más subidas de tipos de interés, lo que podría ser una desagradable sorpresa para los inversores que han descartado subidas de tipos más allá de 2023.

El valor está en los bonos con grado de inversión, no en los de alto rendimiento

Dada la situación en la que nos encontramos en este ciclo de endurecimiento, creemos que existen argumentos convincentes para considerar la renta fija como clase de activo en 2023. No obstante, los inversores deben ser selectivos. Tal y como indicamos anteriormente, aunque puede haber buenos argumentos en ambos lados, nuestra opinión es que los riesgos se inclinan a la baja.

La inversión de la curva de rendimientos en EE. UU. suele ir seguida de una recesión

(PIB real de EE. UU. frente a la inclinación de la curva de rendimientos de EE. UU.)



Fuente: Bloomberg, Credit Suisse/IDC
Último dato: 14.04.2023

En primer lugar, resulta difícil descartar la evidencia de las correlaciones históricas. Desde la década de 1980, se puede observar que la curva de rendimientos estadounidense se invirtió antes de cada una de las seis recesiones, con un plazo de antelación media de unos 18 meses.

En segundo lugar, es probable que los activos de riesgo se vean presionados a corto plazo por la subida de los tipos. Al distribuir los mayores costes de los préstamos y los tipos a corto plazo, como la tasa de financiación garantizada a un día (SOFR, *Secured Overnight Funding Rate*), la financiación apalancada se vuelve menos atractiva y los elevados múltiplos de valoración resultan más difíciles de justificar. Ir a la caza del rendimiento llevó a muchos inversores acostumbrados a los años dorados de la década anterior a volverse cada vez más adictos al riesgo de crédito. En lo que respecta a la deuda con grado de inversión, y teniendo en cuenta que Moody's informa de una tasa media de impago del 0,14% anual, creemos que para la mayoría de los inversores el riesgo a perder capital por un impago de las empresas es tolerable.

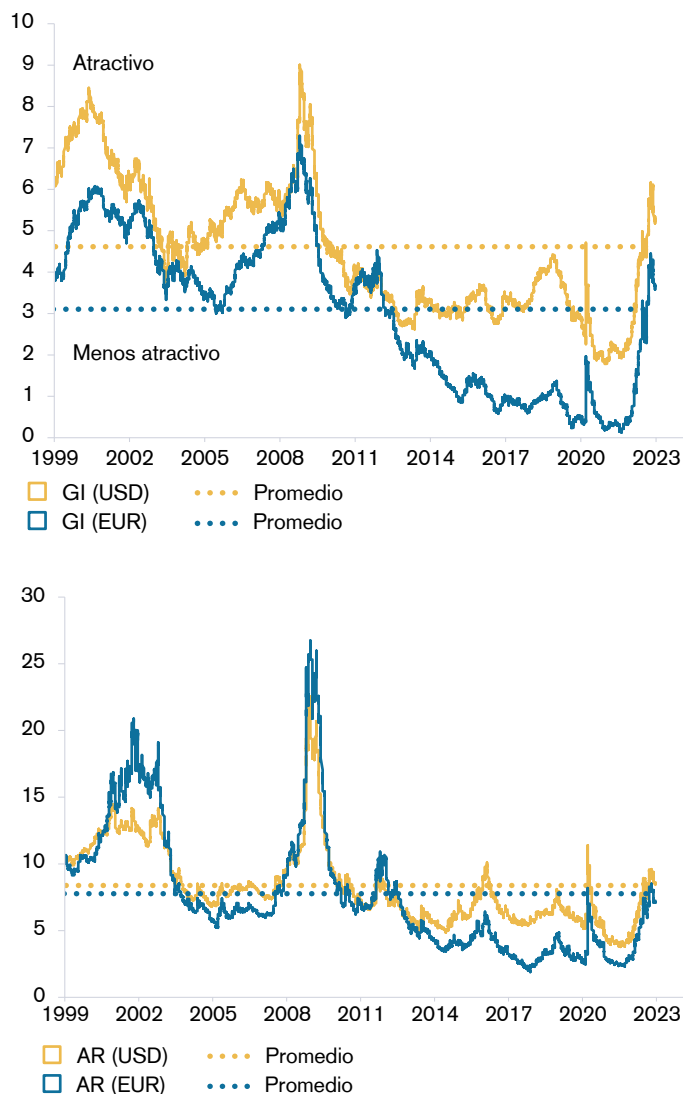
Sin embargo, la tasa de impago aumenta significativamente si se incluye la deuda de alto rendimiento (1,6% anual). Aunque los diferenciales de crédito aumentaron de forma generalizada el año pasado, nos atreveríamos a afirmar que, ahora, los diferenciales de alto rendimiento se encuentran en el límite ajustado de las valoraciones en caso de que entráramos en recesión a finales

En la medida en que estos materiales contengan afirmaciones sobre el futuro, dichas afirmaciones son prospectivas, están sujetas a una serie de riesgos e incertidumbres y no constituyen ninguna garantía de resultados ni rentabilidades futuros.

de este año. Como muestra el gráfico siguiente, el rendimiento (en %) de los bonos con grado de inversión y de alto rendimiento, tanto en EUR como en USD, sugiere que la deuda de alto rendimiento cotiza justo en el nivel de rendimiento medio a largo plazo o ligeramente por debajo de él.

Actualmente, la deuda con grado de inversión tiene una valoración más atractiva que la de alto rendimiento

(Rendimiento total [%] para GI y AR en los mercados del EUR y USD)



Fuente: Deutsche Bank, Bloomberg Finance LP

En la actualidad, la deuda pública a largo plazo rinde menos que los tipos a corto plazo debido a la inversión de las curvas de rendimiento. Tanto la mayor volatilidad como el menor carry de los bonos de larga duración la hacen menos atractiva, al menos a corto plazo. Otro factor que entrará más adelante en juego este año es el endurecimiento cuantitativo (QT). La Fed ya empezó a reducir el volumen de deuda que mantiene en su balance, mientras que el Banco Central Europeo (BCE) comenzará a hacerlo en marzo de 2023. Los cambios en la asignación de activos a favor de la renta fija tendrán que compensar, en gran medida, la falta de un comprador marginal, papel que los bancos centrales asumieron durante la última década. Por consiguiente, buscaríamos oportunidades en el mercado de bonos corporativos a vencimiento corto e intermedio, ya que ofrece una combinación de bajo riesgo de tipos de interés y un carry discreto en todos nuestros escenarios principales, salvo en el más alcista.

La mayoría de los escenarios favorece centrarse en duraciones más cortas

Escenario 1: Recesión mundial. Rendimiento inferior de los activos de riesgo y vulnerabilidad de los bonos corporativos debido al aumento de los diferenciales de crédito. Rentabilidad superior de los bonos de larga duración y alto crédito.

Escenario 2: Retorno de la inflación. Los activos de riesgo y los bonos de larga duración son los que obtienen peores resultados, ya que los bancos centrales necesitan subir los tipos de interés hasta que se vuelvan más restrictivos.

Escenario 3: Inflación subyacente persistente. Los bancos centrales no pueden permitirse bajar los tipos de interés, ya que la persistencia de una inflación elevada amenaza con mermar el ahorro y puede crear efectos secundarios. Los bonos de larga duración obtienen peores resultados.

Escenario 4: Aterrizaje suave. La inflación cae al 2% o por debajo del objetivo de los bancos centrales. El crecimiento sigue siendo positivo. Los bancos centrales pueden permitirse bajar los tipos; los bonos suben y los activos de riesgo repuntan.

Fuente: Credit Suisse, a menos que se especifique lo contrario.

A menos que se indique lo contrario, todos los gráficos en este documento han sido elaborados por Credit Suisse Group AG y/o sus filiales con el máximo esmero y conforme a su leal saber y entender.

El presente material es material de marketing de Credit Suisse Group AG y sus empresas vinculadas (en adelante, «CS»). Este material no constituye ni forma parte de una oferta o invitación a emitir o vender, ni de una solicitud de oferta para suscribir o comprar, valores u otros instrumentos financieros, ni para realizar cualquier otra transacción financiera, ni tampoco constituye un incentivo o incitación a participar en ningún producto, oferta o inversión. Este material de marketing no es un documento contractualmente vinculante ni un documento informativo exigido por ninguna disposición legislativa. Nada de lo contenido en este material constituye un análisis ni un asesoramiento de inversión y no debe considerarse como tal. No está adaptado a sus circunstancias individuales ni implica una recomendación personal y no es suficiente para tomar una decisión de inversión. La información y las opiniones expresadas en este documento son las de CS en el momento de su redacción y pueden ser modificadas en cualquier momento sin previo aviso. Proceden de fuentes que la entidad considera fiables. CS no ofrece ninguna garantía respecto al contenido y la exhaustividad de la información y, en la medida en que lo permita la ley, declina cualquier responsabilidad por las pérdidas que pudieran derivarse de su uso. Salvo que se indique lo contrario, todas las cifras están sin auditar. La información facilitada en este documento es para uso exclusivo del destinatario. La información proporcionada en este material puede ser modificada sin previo aviso después de la fecha de dicho material, y CS no tiene ninguna obligación de actualizarla. Este material puede contener información sujeta a licencia y/o protegida por derechos de propiedad intelectual de los licenciantes y titulares de los derechos de propiedad. Nada de lo contenido en este material se interpretará como una imposición de responsabilidad a los licenciantes ni a los titulares de derechos de propiedad. Queda terminantemente prohibida la copia no autorizada de la información de los licenciantes o titulares de derechos de propiedad. Queda prohibido el reenvío, la distribución y la reproducción de este material a cualquier otra persona. No se autoriza ningún reenvío, distribución ni reproducción y puede suponer una violación de la Ley de Valores de Estados Unidos de 1933 en su versión vigente (la «Ley de Valores»). Asimismo, puede haber conflictos de intereses relacionados con la inversión. En lo referente a la prestación de servicios, Credit Suisse AG y/o sus filiales pueden pagar a terceros o recibir de terceros, como parte de sus honorarios o de otro modo, una comisión única o recurrente (por ejemplo, comisiones de emisión, comisiones de colocación o comisiones de colocación). Antes de tomar cualquier decisión de inversión, los posibles inversores deben evaluar de forma independiente y cuidadosa (con sus asesores fiscales, jurídicos y financieros) los riesgos específicos descritos en los materiales disponibles, y las consecuencias legales, regulatorias, crediticias, fiscales y contables aplicables.

Información importante para los inversores en España

El presente material de marketing lo distribuye Credit Suisse AG Sucursal en España a clientes particulares y profesionales o institucionales.

Copyright © 2023 CREDIT SUISSE GROUP AG y / o sus filiales. Todos los derechos reservados.

Distribuidor: Credit Suisse AG, Sucursal en España¹, Calle Ayala 42, 28001 Madrid | Language version available: Spanish | Supervisor (Entity of Registration): Comisión Nacional del Mercado de Valores ("CNMV"), Edison, 4, 28006 Madrid, Spain, Tel.: +34 91 585 15 00, Website: <https://www.cnmv.es/>

¹ La entidad jurídica que proporciona la documentación completa de la oferta, el documento de datos fundamentales para el inversor (key investor information document, KIID), el reglamento del fondo, así como los informes anuales y semestrales en su caso, pueden obtenerse gratuitamente.