

La renta fija, en el punto de mira

Explorar los riesgos de cola: Posibles escenarios en el año del dragón

Autor



Pilar Gomez-Bravo, CFA
Codirectora de renta fija

En resumen

- La geopolítica es especialmente difícil este año debido a las elecciones, las guerras y las políticas macroeconómicas.
- Un escenario «sin aterrizaje» podría ser peor para los mercados que un «aterrizaje suave».
- Una rápida reversión del apalancamiento, aunque sea difícil de evaluar, tendría un impacto adverso de peso en los mercados de crédito y en los activos de riesgo en general.

Se supone que el año del dragón trae buena suerte y parece que 2024 ha empezado con buen pie. Tras el buen comportamiento del mercado en 2023, la opinión generalizada es que se producirá un «aterrizaje suave» tanto en Estados Unidos como en otros países. Aunque los mercados de riesgo han descontado este escenario, nosotros vemos tres riesgos de cola que podrían hacer descarrilar este panorama. A continuación, exponemos nuestras reflexiones sobre cómo están posicionando las exposiciones nuestras estrategias globales de renta fija ante estos riesgos de cola.

Riesgo de cola 1 – Geopolítica

La geopolítica siempre representa un riesgo, pero este año, con el gran número de elecciones, las guerras en curso y la evolución de las políticas macroeconómicas, es especialmente difícil.

A medida que avance el año, las elecciones presidenciales en Estados Unidos ocuparán un lugar destacado. Independientemente del vencedor, las repercusiones serán amplias para los riesgos de seguridad, el comercio mundial y la política fiscal. Con una victoria de Donald Trump, se prevé que la trayectoria a largo plazo del dólar estadounidense estará en el punto de mira, especialmente si existen dudas en torno al Estado de derecho o a la fortaleza institucional de EE. UU. Además, podría haber consecuencias adversas significativas para determinados sectores o clases de activos, en particular, para los mercados emergentes.

La trayectoria de la política fiscal estadounidense también ocupa un lugar destacado en nuestro radar. Por lo general, en años electorales, el presidente en ejercicio flexibiliza la política fiscal. Sin embargo, en esta ocasión el déficit fiscal ya es bastante elevado, por lo que no esperamos un cambio importante en el déficit fiscal global de este año. Independientemente de quién salga vencedor, esperamos que el déficit siga siendo considerable, aunque las posiciones fiscales serían diferentes, ya que los demócratas probablemente seguirían centrándose en el gasto, mientras que los republicanos probablemente se centrarían en los recortes de impuestos. En este sentido, seguiremos analizando los problemas de sostenibilidad de la deuda en EE. UU. y la trayectoria de las primas por plazo en la curva de rendimientos. Fuera del gigante norteamericano, las elecciones al Parlamento Europeo y a la Comisión de junio podrían provocar roces fiscales o políticos, que de nuevo podrían afectar a las divisas y a los mercados de bonos locales.



Profundizando en el impacto sobre el mercado, las actuales guerras en Ucrania y Oriente Próximo vuelven a centrar la atención en la energía y las materias primas. Europa está ahora mejor preparada para la escasez de energía que cuando comenzó el conflicto de Ucrania. Sin embargo, el mercado de la energía aún podría desmoronarse, sobre todo si se agravan los problemas de Oriente Próximo. Ya estamos observando ciertas repercusiones en las cadenas de suministro y en el coste de las materias primas, por lo que es importante entender cómo influye el precio del petróleo en el riesgo de las carteras. En cuanto a los riesgos de cola, hay que vigilar las posibles conflagraciones de las tensiones existentes en otros puntos geopolíticos conflictivos, como Corea del Norte y Taiwán.

El último elemento geopolítico es el desarrollo de políticas macroeconómicas, y el entorno económico de China y Japón, aunque cada uno de ellos por motivos diferentes. De China nos preocupa que el país pueda acabar exportando deflación si su actual programa de estímulos no logra un crecimiento suficiente, lo que sería negativo para Alemania y los mercados emergentes, ya que presentan un elevado nivel de comercio con China. En el caso de Japón, el riesgo de cola sería un abandono sin orden de su política de tipos de interés negativos. Una apreciación fuerte y brusca del yen podría provocar que los inversores japoneses liquidaran sus posiciones en activos extranjeros. Este rentable carry trade existe desde hace muchos años y su reversión podría desencadenar un aumento de los rendimientos en los mercados mundiales de tipos básicos y un aumento de la pendiente de las curvas de rendimientos.

Riesgo de cola 2 – ¿Qué aterrizaje nos espera?

Aunque las probabilidades de un «aterrizaje forzoso» se han reducido, el riesgo de una situación «sin aterrizaje» en EE. UU. resulta más patente este año. Las consecuencias de que no haya aterrizaje podrían ser importantes, en particular los riesgos derivados de un posible aumento de la inflación. La estanflación es el escenario más aterrador para los inversores en renta variable y renta fija, pero un panorama «sin aterrizaje» presenta sus propios problemas. En caso de que no haya aterrizaje, la economía se reaccelerará y seguirá creciendo por encima de su potencial, lo que probablemente provocaría un nuevo aumento de la inflación. Si se materializara este riesgo de cola, todo ciclo de recorte de tipos duraría poco, si es que se produce, y presentaría un escenario difícil para los bancos centrales y los inversores. Consideramos que una situación «sin aterrizaje» perjudicaría a todas las clases de activos, ya que un incremento de la inflación probablemente provocaría una reacción agresiva de la Reserva Federal estadounidense. Aunque este escenario es poco probable, su impacto sería significativo, por lo que merece la pena seguirlo de cerca.

Riesgo de cola 3 – Reversión del apalancamiento

Nuestro último riesgo de cola es más difícil de medir y existe porque vivimos en un mundo de operaciones masificadas. La mayoría de los inversores se han unido en torno a un escenario de «aterrizaje suave» y, en consecuencia, tienen tesis de inversión y posiciones similares en sus carteras. Con la subida de los tipos, el apalancamiento ya no es gratuito. Por lo tanto, tenemos que considerar el riesgo sistémico procedente de las entidades que dependen de un apalancamiento significativo como parte de su modelo de negocio, como las instituciones financieras. Aunque sus ratios de capital son mejores en la actualidad, en particular en Europa, creemos que existe la posibilidad de que otro titular de quiebra bancaria idiosincrática, debido esta vez a las exposiciones inmobiliarias comerciales. Los hedge funds también presentan un riesgo de cola. En un mundo en el que el apalancamiento es caro, algunos de sus modelos de negocio pueden dejar de funcionar. Aunque el crédito privado también puede presentar un riesgo (si tienen que cristalizar las pérdidas), este no es tan sistémico dado su volumen reducido en comparación con el tamaño global de los mercados de deuda pública o la magnitud del impacto que podría tener una posible reversión del apalancamiento.

Con este riesgo de cola, los inversores tienen que llegar pronto para no llegar tarde, y una fuerte disciplina de valoración es clave. En otras palabras, creemos que es mejor ser un proveedor de liquidez que intentar salir de operaciones masificadas en un mercado sin liquidez. Ser ágil, diversificar y centrarse en la selección de valores tiene sentido en un entorno tan incierto.



Capear los riesgos de cola: Posicionamiento de la cartera y opiniones sobre el mercado

En el entorno actual, es probable que haya vencedores y perdedores. Dada la incertidumbre existente, nosotros nos centramos en la diversificación y en la liquidez de las carteras. Nuestro objetivo es aprovechar los desajustes y recoger las primas de riesgo procedentes de la selección de valores y las opiniones de convicción sobre los tipos y las divisas.

Los tipos de interés y la duración

Hemos reducido significativamente la duración este año basándonos en el repunte de los mercados a finales del año pasado y en la persistente solidez de los datos macroeconómicos en EE. UU.

Nos hemos centrado en los mercados en los que la dinámica macroeconómica entre el crecimiento y la inflación es más propicia a los recortes de tipos. Por ejemplo, Europa y algunos mercados emergentes siguen presentando oportunidades interesantes desde el punto de vista de las expectativas relativas a las valoraciones y a los recortes de tipos. Además, los inversores que invierten en dólares estadounidenses podrían beneficiarse sustancialmente si invirtieran fuera del país y cubrieran su exposición en dólares estadounidenses.

También estamos utilizando más activamente las operaciones en la curva de rendimientos en las carteras. En nuestra opinión, tanto si asistimos a un «aterrizaje suave» como si vemos un «aterrizaje forzoso», es probable que la pendiente de las curvas aumente en un momento u otro y, como resultado, buscamos expresar de forma eficiente las operaciones de positividad de la curva, sobre todo en EE. UU., lo que nos permite añadir duración si los rendimientos vuelven a incrementarse significativamente.

Divisas

Hemos reducido la exposición al dólar estadounidense, pero seguimos sobreponderados debido a la continua incertidumbre. Dados los riesgos macroeconómicos y geopolíticos, los mercados pueden seguir pasando por periodos de aversión al riesgo.

Sectores de diferenciales

Ante la posibilidad de una reversión del apalancamiento, la selección de valores sigue siendo importante en los mercados de diferenciales. Escuchar las mejores ideas de los analistas y tener convicción en ellas es fundamental para nosotros.

En el alto rendimiento, nos centramos en valores con menor duración y resultados más elevados, en busca de una mayor rentabilidad total por unidad de exposición, dado que nuestra asignación actual es reducida en relación con nuestro rango histórico, debido a los estrechos diferenciales generales de este mercado.

En cuanto al investment grade, hemos recortado nuestra posición en EE. UU. ante el importante repunte registrado en lo que va de año. Aunque el investment grade sigue siendo atractivo desde una perspectiva fundamental dada la solidez de la economía y la fortaleza, aunque decreciente, de los balances, los diferenciales generales son ajustados. Si bien los diferenciales pueden seguir siendo reducidos durante un largo periodo de tiempo, seguimos prefiriendo el crédito europeo por su valoración.

Dentro de los mercados emergentes, seguimos prefiriendo el segmento «crossover», ya que surgen oportunidades idiosincráticas de las primas de riesgo sin necesidad de una gran exposición a divisas fuertes.

Los activos titulizados parecen una operación masificada, especialmente en el sector hipotecario. Seguimos teniendo cierta exposición al mercado titulizado y nos centramos en áreas que, en nuestra opinión, los bancos comprarán si vuelven a entrar en el mercado. Esto proporciona cierta gestión del riesgo a la baja en caso de que los indicadores técnicos sigan suponiendo un reto para las hipotecas. ▲



Las inversiones en instrumentos de deuda pueden disminuir de valor como resultado de una rebaja en la solvencia crediticia del emisor, prestatario, contraparte u otra entidad responsable del pago, o la garantía subyacente, o por cambios económicos, políticos, específicos del emisor o de otro tipo, así como por la percepción de dichas condiciones. Algunos tipos de instrumentos de deuda pueden ser más sensibles a estos factores y, por consiguiente, más volátiles. Asimismo, los instrumentos de deuda conllevan el riesgo de tipos de interés (cuando los tipos de interés suben, normalmente los precios bajan). Por consiguiente, el valor de la cartera puede disminuir en entornos de subidas de tipos. 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 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.

Publicado en **Estados Unidos** por MFS Institutional Advisors, Inc., una firma de asesoramiento de inversiones con sede en Estados Unidos y filial de Massachusetts Financial Services Company («MFS»). Publicado en **Canadá** por MFS Investment Management Canada Limited. MFS Institutional Advisors, Inc. ofrece ciertos servicios de subasesoramiento a todas las carteras de MFS Investment Management Canada Limited, entre los que cabe incluir la gestión discrecional de inversiones para carteras o componentes de carteras no canadienses. En virtud de un acuerdo de subasesoramiento suscrito entre MFS Institutional Advisors, Inc. y MFS Investment Management Canada Limited, MFS proporciona asesoramiento de inversión con arreglo a las exenciones legales o las exigencias normativas, según proceda. Dicho asesoramiento se presta fuera de Canadá y es posible que algunos miembros del equipo no estén registrados en calidad alguna ante ninguna autoridad reguladora de valores canadiense. **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. Publicado en **Hong Kong** por 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 es una filial indirecta propiedad al 100% de Massachusetts Financial Services Company, un asesor de inversiones y promotor de fondos estadounidense registrado ante la Comisión de Valores y Mercados de EE. UU. («SEC»). 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»). Publicado en **Singapur** por MFS International Singapore Pte. Ltd., sociedad de responsabilidad limitada inscrita en Singapur con el número 201228809M, autorizada y regulada por la Autoridad Monetaria de Singapur. Publicado en **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. **Para inversores profesionales en Australia:** 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. **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 inscrita para ofrecer servicios de asesoramiento de gestión financiera. Este documento va dirigido a profesionales de inversión exclusivamente con fines de información general, y en su elaboración no se han tenido en cuenta los objetivos de inversión específicos, la situación financiera o las necesidades particulares de ninguna persona en concreto. Los valores o sectores mencionados en el presente documento se incluyen a título ilustrativo y no deben interpretarse como una recomendación para invertir en ellos. Toda inversión implica riesgos. Las rentabilidades pasadas no son un indicador de los resultados futuros. La información incluida en el presente documento no puede ser copiada, reproducida o redistribuida sin el consentimiento expreso de MFS Investment Management («MFS»). Aunque se estima que dicha información es exacta, es susceptible de sufrir cambios sin previo aviso. MFS no garantiza ni manifiesta que la información esté libre de errores u omisiones o que resulte adecuada para los propósitos específicos de ninguna persona concreta. Salvo en lo que respecta a la responsabilidad ineludible en virtud de alguna disposición legal, MFS declina toda responsabilidad por posibles inexactitudes, así como la que pudiera derivarse de decisiones de inversión o de otro tipo adoptadas por cualquier persona basándose en el material aquí incluido. MFS no autoriza la distribución de este documento a inversores minoristas. 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.