

El Big Mac¹ sobre renta fija

De una posición táctica en crédito en EUR a una estratégica

Autor

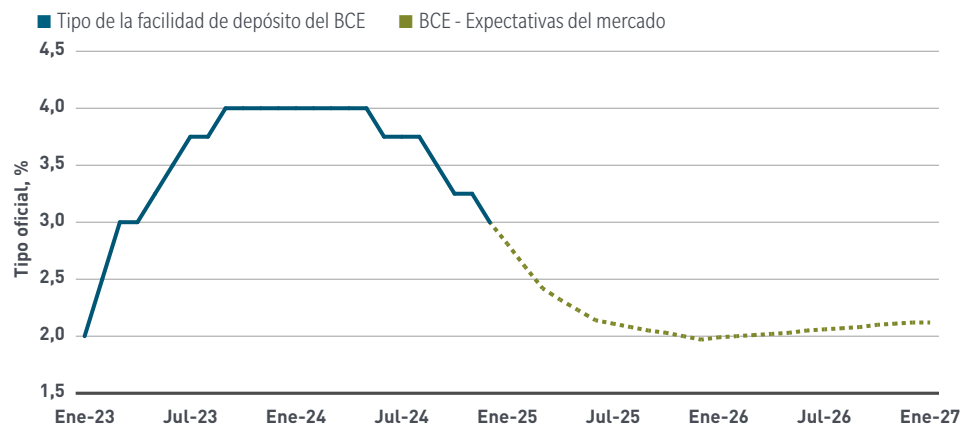


Benoit Anne
Director general
Grupo de estrategias e información

Creemos que el crédito investment grade (IG) en EUR no solo es una clase de activos atractiva desde un punto de vista táctico, sino también a la hora de considerar las asignaciones estratégicas a renta fija. La deuda IG en EUR presenta unas buenas características defensivas —especialmente con respecto a la estadounidense— en un entorno de mercado donde podría volverse más apremiante la necesidad de reducir el riesgo en las carteras multiactivos. Aparte de sus cualidades defensivas, el crédito IG en EUR ofrece unas ventajas de diversificación interesantes y ha obtenido una rentabilidad superior ajustada al riesgo a largo plazo.

Los argumentos tácticos para mantener una exposición a crédito IG en EUR siguen siendo sólidos. Creemos que la zona euro es la alternativa óptima en el universo de la renta fija mundial. En primer lugar, hay unas buenas razones para adoptar una posición táctica en duración larga en Europa, puesto que el BCE podría bajar los tipos varias veces en los meses venideros. Los precios actuales del mercado indican que los recortará en unos 100 p.b. en el próximo año, pero es muy probable que reduzca el tipo de referencia aún más, lo que contribuirá a provocar una compresión de los tipos del mercado (gráfico 1). Además del entorno favorable para una duración larga, los fundamentales del crédito en EUR siguen siendo sólidos, a pesar del entorno económico complicado en la región. Por último, el crédito IG en EUR se ve respaldado por su valoración atractiva, especialmente su valor relativo con respecto a sus homólogos, así como por unos buenos factores técnicos, entre ellos, unas importantes entradas de capitales en esta clase de activos. En lo que se refiere a la valoración, el diferencial actual frente al punto de equilibrio del crédito IG en EUR es de 23 p.b., casi el doble del crédito IG estadounidense (12 p.b.).¹

Gráfico 1: tipo oficial del BCE y expectativas actuales descontadas por el mercado



¹ El Big Mac, que hace alusión a «big macro» (panorama macroeconómico general), es un informe periódico sobre renta fija mundial donde se analizan temas importantes del entorno de renta fija/macroeconómico global.

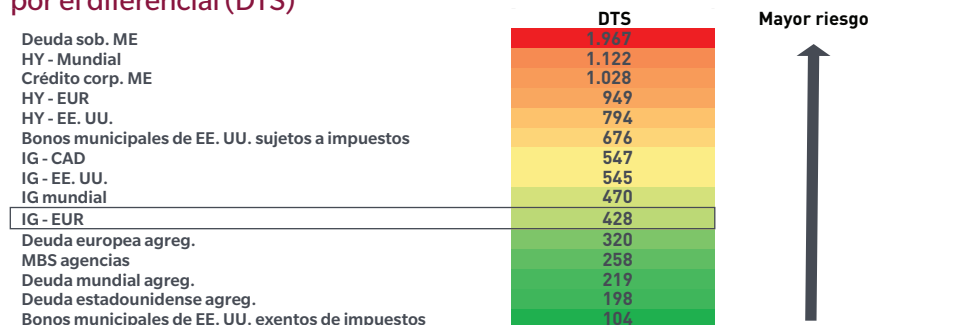
Fuentes: Bloomberg. Datos mensuales de enero de 2020 a diciembre de 2024. Tipo oficial implícito sobre la base de la curva de efectivo a plazo. Datos a 13 de enero de 2025.



Hay que mitigar el riesgo de las carteras multiactivos. Creemos que los mercados mundiales podrían encontrarse en una encrucijada, y cabe prever que la incertidumbre sobre las políticas y la volatilidad macroeconómica aumenten en los próximos tiempos, especialmente en el contexto del segundo mandato de Trump. Teniendo esto en cuenta, tendría sentido plantearse la mitigación del riesgo de las carteras multiactivos, entre otras cosas, asignando una mayor proporción a renta fija. En conjunto, creemos que la renta fija está bien posicionada como una clase de activos atractiva para reducir el riesgo, dado que los rendimientos totales cotizan actualmente en unos niveles elevados en términos históricos. En cuanto a la renta variable, si bien el entorno de mercado sigue siendo globalmente favorable para los activos de riesgo, cada vez hay más preocupación por las valoraciones actuales del mercado y lo que podrían implicar para las rentabilidades esperadas a largo plazo de las acciones.

El crédito IG en EUR es una clase de activos interesante para reducir el riesgo dadas sus características defensivas atractivas. Para empezar, las rentabilidades totales del crédito IG en EUR son mucho menos volátiles que las del crédito IG estadounidense, lo que indica que la deuda IG en EUR suele presentar menos riesgo. En concreto, la volatilidad de la rentabilidad total del crédito IG en EUR ha sido del 4,8% en los últimos 10 años, muy inferior al 7% del estadounidense. Asimismo, la deuda IG en EUR también presenta un perfil más favorable en lo que se refiere a la volatilidad de la rentabilidad del crédito, es decir, excluida la rentabilidad de la exposición subyacente a los tipos de interés. En particular, la volatilidad de la rentabilidad del crédito a 10 años es del 3,4% en el caso del crédito IG en EUR, mucho más baja que el 4,7% del estadounidense. Hay muchas otras maneras de medir el riesgo de las clases de activos y, según estos parámetros alternativos, la deuda IG en EUR sobresale como una clase más defensiva que su homóloga de EE. UU. Por ejemplo, uno de los parámetros de riesgo populares entre nuestros gestores de carteras de renta fija es el diferencial multiplicado por la duración (DTS, por sus siglas en inglés). Como muestra el gráfico 2, la deuda IG en EUR exhibe el DTS más bajo del universo de crédito mundial, bastante inferior al de la deuda IG estadounidense.

Gráfico 2: un parámetro del riesgo de la renta fija: la duración multiplicada por el diferencial (DTS)



A 13 de enero de 2025

Sobre la base de la duración de los diferenciales x los diferenciales

Fuente: Bloomberg. Datos a 13 de enero de 2025. El DTS es una medida del riesgo. DTS = diferencial x duración. Deuda estadounidense agreg. = índice Bloomberg US Aggregate. Deuda mundial agreg. = índice Global Aggregate. IG - EE. UU. = índice Bloomberg US Aggregate Corporate. HY - EE. UU. = índice Bloomberg US Corporate High Yield. Deuda soberana ME = índice J.P. Morgan EMBI Global Diversified. IG - Europa = índice Bloomberg Pan-Euro Aggregate Corporate. HY - Europa = índice Bloomberg Pan-European High Yield. Crédito mundial = índice Bloomberg Global Aggregate Corporate. IG - Canadá = índice Bloomberg Canada Aggregate Corporate. Bonos municipales sujetos a impuestos y aptos para su inclusión en el índice US Aggregate = índice Bloomberg US Taxable Municipal Aggregate Eligible.

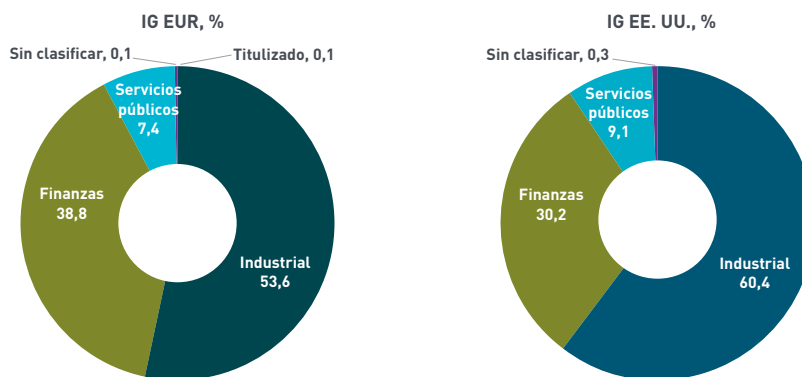
Asimismo, el análisis del ratio del diferencial por unidad de riesgo de crédito también es favorable a la deuda IG en EUR. A partir del diferencial actual de 102 p.b., basado en una calificación media de A3/BAA1, se obtiene un diferencial ajustado a la calificación crediticia de 14 p.b.². Este es considerablemente superior a los 11 p.b. por unidad de diferencial ajustado a la calificación de la deuda IG estadounidense. Dicho de otro modo, la deuda IG en EUR ofrece a los inversores una mayor compensación por unidad de riesgo de crédito.

Por último, aunque tal vez no sea pertinente analizar directamente las tasas de impago del universo de crédito IG, los cambios relativos en las calificaciones son una variable importante que tener en cuenta. En este sentido, el ratio de elevaciones/rebajas a largo plazo —que compara el número de revisiones al alza de las calificaciones crediticias con respecto a las revisiones a la baja— ha sido superior en Europa occidental que en EE. UU., lo que indica una mejor dinámica de las calificaciones en la región.³



El crédito IG en EUR ofrece ventajas de diversificación en relación con el estadounidense. El primer factor de diferenciación se refiere a la composición sectorial de los índices (gráfico 3). En particular, el crédito IG en EUR exhibe bastante más exposición al sector financiero que el IG estadounidense, lo que podría ser una característica atractiva del índice dados los altos tipos de interés. En cambio, el peso del sector industrial es mucho menor que el de su homólogo estadounidense. Asimismo, la exposición a los países de riesgo está bastante más diversificada por su diseño que la del índice de EE. UU. Por ejemplo, los 3 primeros países de riesgo del índice IG en EUR son EE. UU. (21%), Francia (20%) y Alemania (14%), mientras que los del IG estadounidense son EE. UU. (86%), el Reino Unido (4%) y Canadá (3%), un perfil muy distinto en cuanto a riesgo de concentración geográfica.⁴

Gráfico 3: Composición sectorial, IG EUR e IG EE. UU.



Fuente: Bloomberg. IG - Europa = índice Bloomberg Pan-Euro Aggregate Corporate. IG - EE. UU. = índice Bloomberg US Aggregate Corporate. Datos a 15 de enero de 2025.

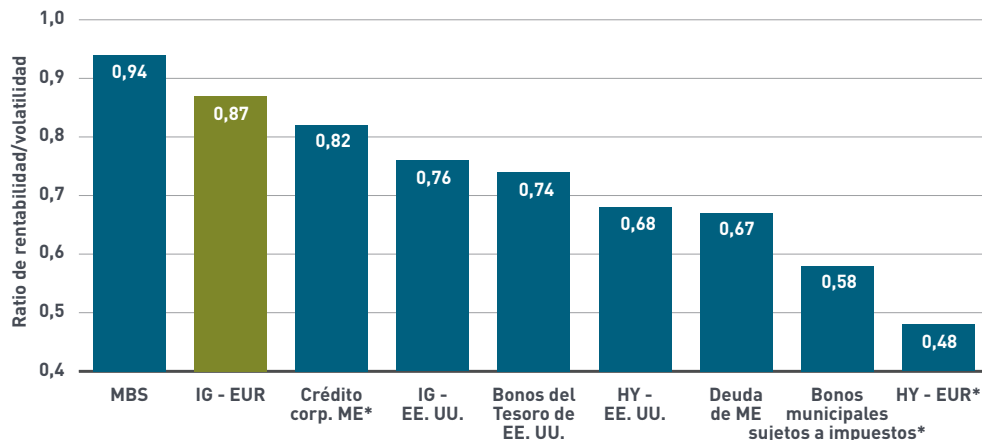
Asimismo, cabe reseñar que la correlación del crédito IG en EUR con la renta variable mundial es mucho más baja que la del IG de EE. UU. Esto indica que el europeo ofrece ciertas ventajas de diversificación, además de ser más defensivo, en lo que se refiere a la exposición a activos de riesgo.⁵ Creemos que esta constituye una característica interesante dados los posibles riesgos en torno a la renta variable mundial que acechan en el futuro próximo.

El crédito en EUR ha generado unas rentabilidades ajustadas al riesgo atractivas a largo plazo.

Al examinar la rentabilidad histórica de la renta fija mundial, la deuda IG en EUR destaca como una de las clases de activos más atractivas desde una perspectiva de rentabilidad ajustada al riesgo. De hecho, solo los MBS estadounidenses han obtenido una mejor rentabilidad ajustada a la volatilidad desde finales de los 1990. En nuestra opinión, un ratio de rentabilidad sobre volatilidad de 0,88 es excelente, sobre todo cuando se ha alcanzado durante un horizonte temporal tan largo (gráfico 4). Uno de los motivos de la destacada rentabilidad superior ajustada al riesgo que ha obtenido el crédito IG en EUR estriba en que, históricamente, el entorno macroeconómico de la zona euro ha sido más favorable a la renta fija que el de EE. UU. Además, los resultados históricos del crédito estadounidense, que son más volátiles, se han visto algo afectados por unas mayores fluctuaciones de las rentabilidades.



Gráfico 4: rentabilidades ajustadas al riesgo a largo plazo

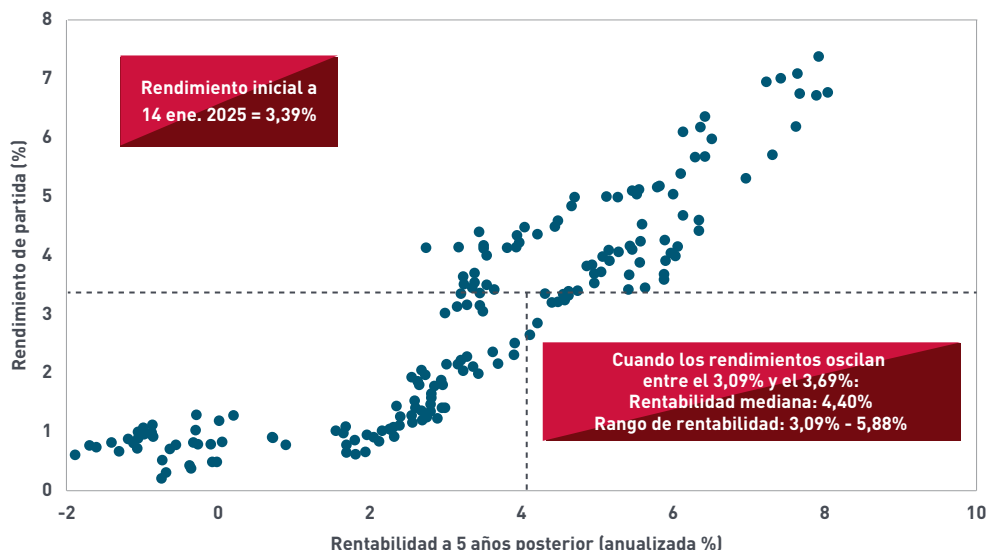


Fuentes: Bloomberg. El ratio se calcula como rentabilidad total sobre volatilidad de la rentabilidad total durante el mismo periodo. Los índices utilizados incluyen: Hipotecaria EE. UU. = índice Bloomberg US MBS. IG - EE. UU. = índice Bloomberg US Aggregate Corporate. HY - EE. UU. = índice Bloomberg US Corporate High Yield. Deuda soberana ME = índice J.P. Morgan EMBI Global Diversified. Deuda corporativa ME = índice J.P. Morgan CEMBI Broad Diversified. IG - Europa = índice Bloomberg Pan-Euro Aggregate Corporate. HY - Europa = índice Bloomberg Pan-European High Yield. Bonos municipales sujetos a impuestos y aptos para su inclusión en el índice US Aggregate = índice Bloomberg US Taxable Municipal Aggregate Eligible. Bonos del Tesoro de EE. UU. = índice Bloomberg US Treasury. Ratio medido durante el periodo de julio de 1998 a diciembre de 2024, salvo para el crédito corporativo de ME (desde enero de 2002), los bonos municipales sujetos a impuestos (desde septiembre de 2003) y el crédito HY - EUR (desde enero de 1999) debido a limitaciones de los datos. Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros.

Los puntos de partida se revelan importantes para las rentabilidades proyectadas a largo plazo.

Dada la atractiva magnitud actual de los rendimientos del crédito IG en EUR, las perspectivas de las rentabilidades proyectadas han experimentado una mejora considerable. Ello obedece a que, en términos históricos, ha existido un estrecho vínculo entre unos rendimientos de partida como los actuales y unas rentabilidades futuras de gran solidez. A modo de ejemplo, con un rendimiento inicial del 3,39% para la deuda IG en EUR, la rentabilidad mediana anualizada de los cinco años posteriores —utilizando un rango de 30 puntos básicos por encima y por debajo del rendimiento inicial— se sitúa en un 4,40%, una rentabilidad hipotética atractiva, mientras que el rango de rentabilidad oscila entre un 3,09% y un 5,88% (gráfico 5).

Gráfico 5: IG - EUR: Rendimiento de partida frente a la posterior rentabilidad total a 5 años



Bloomberg. IG - EUR = índice Bloomberg Pan-Euro Aggregate Corporate. Datos mensuales de enero de 2005 a diciembre de 2024. Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros.



En conjunto, creemos que hay unas buenas razones estratégicas para mantener una exposición a deuda IG en EUR, habida cuenta principalmente de sus características interesantes y su perfil de rentabilidad histórico. ▲

Notas finales

¹ Bloomberg. IG - EUR = índice Bloomberg Pan-Euro Aggregate Corporate. IG - EE. UU. = índice Bloomberg US Aggregate Source Corporate. El diferencial frente al punto de equilibrio se calcula como el ratio de los diferenciales ajustados por opciones sobre la duración. Datos a 15 de enero de 2025.

² Fuente: Moody's. Este cálculo se basa en una escala numérica de las calificaciones crediticias, empezando por 1 para la Aaa, 2 para la Aa1, 3 para la Aa2, etc.

³ Bloomberg, S&P, Moody's. El ratio de elevaciones/rebajas de las calificaciones se ha calculado para el periodo de 2015 -2024 a partir de datos anuales de los cambios de calificación crediticia de la deuda IG por parte de Moody's y de S&P para EE. UU. y Europa Occidental, respectivamente.

⁴ Fuente: Bloomberg. Bloomberg. IG - EUR = índice Bloomberg Pan-Euro Aggregate Corporate. IG - EE. UU. = índice Bloomberg US Aggregate Corporate. Composición de los países de riesgo. Datos a 15 de enero de 2025.

⁵ Fuente: Bloomberg, MSCI. La correlación a 2 años con el índice MSCI World del crédito IG en EUR y el estadounidense es del 66% y el 85%, respectivamente. Basado en las rentabilidades totales mensuales, calculadas durante el periodo de enero de 2022/ enero de 2025 (datos a 15 de enero para enero de 2025).

Comentarios sobre la renta fija

Enero de 2025



Fuente: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® es una marca comercial y una marca de servicio de Bloomberg Finance L.P. y sus filiales (conjuntamente, «Bloomberg»). Bloomberg o sus licenciantes son los titulares de todos los derechos de propiedad sobre los índices Bloomberg. Bloomberg no aprueba ni avala este material; no garantiza la precisión ni la integridad de la información que se recoge en él; no ofrece garantía alguna, ni expresa ni implícita, en relación con los resultados que se obtengan basándose en él; y, hasta donde permita la ley, no asumirá responsabilidad alguna por daños o perjuicios que surjan en relación con este material.

La información se ha obtenido de fuentes que se estiman fidedignas, aunque J.P. Morgan no garantiza su integridad o su precisión. La utilización del Índice ha sido autorizada. El Índice no puede copiarse, utilizarse o distribuirse sin la autorización previa por escrito de J.P. Morgan. Copyright 2024, J.P. Morgan Chase & Co. Todos los derechos reservados.

Las opiniones expresadas en este material pertenecen al Grupo de estrategias e información de MFS, parte de la unidad de distribución de MFS, y pueden diferir de las de los gestores de carteras y analistas de MFS. Estas opiniones pueden variar en cualquier momento y no deben interpretarse como asesoramiento de inversión del Asesor, como recomendaciones sobre títulos-valores ni como indicación de intención de negociación en nombre de MFS.

La diversificación no garantiza la obtención de beneficios ni la protección frente a pérdidas. Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros.

DIVULGACIÓN PÚBLICA

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. («MFS»), MFS Investment Management and 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. **Baréin** – El presente documento no ha recibido la aprobación del Banco Central de Baréin, y dicha entidad no se hace responsable de su contenido. No se realizará ninguna oferta al público en el Reino de Baréin. Este documento se dirige exclusivamente a su destinatario y no podrá transmitirse, difundirse o mostrarse al público en general. El Banco Central de Baréin no asume responsabilidad alguna en lo que respecta a la precisión e integridad de las declaraciones e informaciones contenidas en el presente documento y rechaza de manera expresa toda responsabilidad por cualquier pérdida derivada de haberse basado en la totalidad o en una parte del contenido de este documento. El Consejo de administración y el equipo directivo del emisor asumen la responsabilidad que se deriva de la información contenida en este documento. Según el leal saber y entender del Consejo de administración y del equipo directivo, quienes han adoptado todas las precauciones razonables para garantizar que así sea, la información contenida en este documento se ajusta a los hechos y no incurre en ninguna omisión que pudiera afectar a la fiabilidad de dicha información. **Kuwait** – El presente documento no está concebido para su distribución generalizada al público en Kuwait. Ni la Autoridad de Mercados de Capital de Kuwait ni ningún otro organismo gubernamental kuwaití han autorizado que esta información pueda ofrecerse en Kuwait. La información no se ofrece de manera pública o privada en Kuwait y no se celebrará ningún acuerdo relativo a la información en dicho país. No se están llevando a cabo actividades de comercialización, invitación o incentivación con el fin de ofrecer o comercializar la información en Kuwait. **Omán** – Para los residentes en el Sultanato de Omán: la información contenida en el presente documento no constituye una oferta pública de valores en el Sultanato de Omán, de conformidad con lo establecido en la Ley sobre Sociedades Mercantiles de Omán (Real Decreto 4/74) o en la Ley sobre Mercados de Capital de Omán (Real Decreto 80/98). Esta información se distribuye de manera limitada exclusivamente a entidades corporativas que se ajustan a la descripción de inversores sofisticados (con arreglo al artículo 139 del Reglamento de aplicación de la Ley sobre Mercados de Capital). El destinatario declara tener la condición de inversor sofisticado que cuenta con experiencia en cuestiones empresariales y financieras y tiene capacidad para evaluar las ventajas y riesgos que conlleva una inversión. **Sudáfrica** – El presente documento y la información en él contenida no constituyen ni pretenden constituir una oferta pública de valores en Sudáfrica, por lo que no deberán interpretarse como tal. El presente documento no está concebido para su distribución generalizada al público en Sudáfrica. Este documento no ha recibido la aprobación de la Financial Sector Conduct Authority ni MFS International (U.K.) Limited ni sus fondos están registrados para su venta al público en Sudáfrica. **Emiratos Árabes Unidos (EAU)** – El presente documento y la información en él contenida no constituyen ni pretenden constituir una oferta pública de valores en Emiratos Árabes Unidos, por lo que no deberán interpretarse como tal. La información se ofrece exclusivamente a un número limitado de inversores exentos en EAU que pertenecen a alguna de las siguientes categorías de inversores cualificados que no tienen la consideración de personas físicas: (1) un inversor que tiene capacidad para gestionar sus inversiones por cuenta propia, principalmente: (a) el Gobierno federal, los Gobiernos locales, las entidades gubernamentales y las autoridades o empresas propiedad al 100% de cualquiera de estas entidades, (b) las entidades y organizaciones internacionales o (c) una persona que cuenta con la debida autorización para llevar a cabo una actividad comercial en EAU, siempre y cuando la inversión constituya uno de los fines de dicha persona; o (2) un inversor representado por un gestor de inversiones que cuenta con la autorización pertinente de la Autoridad de Valores y Materias Primas (SCA, por sus siglas en inglés) de EAU (cada uno de ellos, un «Inversor cualificado que no tiene la consideración de persona física»). La información y los datos no han recibido la aprobación o la autorización del Banco Central de EAU, la Autoridad de Valores y Materias Primas, la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái, la Autoridad Reguladora de los Servicios Financieros o cualesquiera otros organismos gubernamentales o autoridades competentes en materia de concesión de autorizaciones radicadas en EAU que resulten pertinentes (las «Autoridades») ni están registrados ante estas. Las Autoridades no asumen responsabilidad alguna por cualquier inversión que el destinatario designado realice en su condición de Inversor cualificado que no tiene la consideración de persona física en relación con la precisión de la información relativa a los valores. Si no entiende el contenido de este documento, deberá consultar a un asesor financiero autorizado. **Arabia Saudí** – El presente documento únicamente podrá distribuirse en el Reino de Arabia Saudí a las personas autorizadas a tal efecto en virtud del Reglamento sobre fondos de inversión publicado por la Autoridad de Mercados de Capital. Esta última no ofrece garantía alguna respecto de la precisión o integridad de este documento y rechaza de manera expresa toda responsabilidad por cualquier pérdida que se derive de cualquier parte de este documento o en la que se haya incurrido a raíz de basarse en cualquier parte de este. Los posibles compradores de los valores ofrecidos en el presente deberán realizar sus propias actividades de diligencia debida respecto de la precisión de la información relativa a los valores. Si no entiende el contenido de este documento, deberá consultar a un asesor financiero autorizado. **Catar** – El presente material o fondo se ofrece exclusivamente a un número limitado de inversores que tienen la voluntad y la capacidad de realizar un análisis independiente de los riesgos que conlleva una inversión en un material o fondo de estas características. El material no constituye una oferta al público y está dirigido exclusivamente al destinatario designado, por lo que no deberá entregarse o mostrarse a ninguna otra persona (salvo a empleados, agentes o consultores en relación con la valoración de este por parte del destinatario). El fondo no ha sido registrado ni se registrará ante el Banco Central de Catar ni en virtud de ninguna ley del Estado de Catar. No se realizará ninguna operación en su jurisdicción. Cualquier consulta relacionada con el material o fondo deberá plantearse a su contacto fuera de Catar.