



Semanas de correcciones. Lupa en la renta fija

MARKET CLIP

Ignacio Dolz de Espejo. 12 de mayo de 2022

Los últimos días hemos visto como se agudizaba la corrección de los mercados, con caídas en bolsa, en el crédito y en la renta fija. No ha habido activos que hayan servido como refugio a excepción del dólar. Los clientes más conservadores están sufriendo más que en otras correcciones porque las caídas de la deuda son muy abultadas. En estas líneas explicamos los motivos de las correcciones y por qué creemos que, a estos precios, los bonos pueden proporcionar una rentabilidad bastante atractiva los próximos meses. En resumen, vender en momentos de miedo suele ser una mala idea porque es cuando más cerca del suelo del mercado se está. En el caso de la renta fija coincide con una elevada rentabilidad potencial.

¿Por qué caen los mercados?

Hay muchos factores confluentes como la guerra de Ucrania, los nuevos confinamientos en China y el miedo a una recesión. El principal es el efecto que está teniendo en los mercados la política antiinflacionista que han empezado a desplegar los bancos centrales.

Con unos datos de inflación escalofriantes, no han tenido más remedio que empezar a drenar liquidez de los mercados y han empezado un ciclo de subidas de tipos. Como los mercados siempre anticipan, estos ya descuentan que en dos años el BCE ya habrá subido tres veces los tipos un cuarto de punto y que estarán en el 2,6% en EE. UU. Con costes de financiación más elevados y una inflación tan alta, los márgenes de las compañías y la renta disponible de las personas disminuirá y nos llevará a un periodo de menor crecimiento. Además, unos tipos más altos históricamente han llevado a una valoración más baja de las bolsas, especialmente de los sectores de mayor crecimiento como es hoy la tecnología.

¿Por qué se pierde dinero en renta fija cuando suben los tipos?

Cuando compramos un bono en el mercado sabemos qué rentabilidad nos va a ofrecer y cuando nos devolverán el dinero si no hay impago.

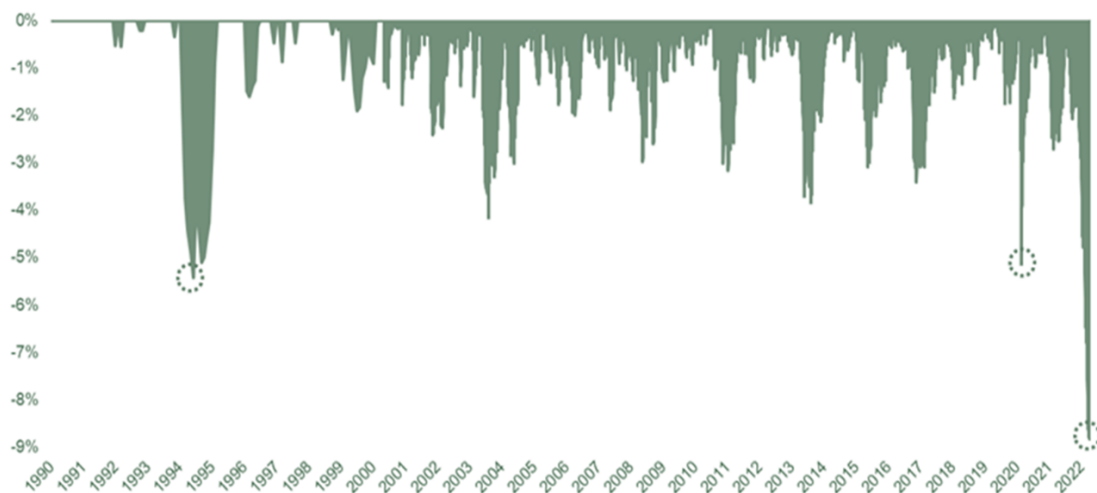


Explicamos los motivos de las correcciones y por qué creemos que, a estos precios, los bonos pueden proporcionar una rentabilidad bastante atractiva los próximos meses.



Con costes de financiación más elevados y una inflación tan alta, los márgenes de las compañías y la renta disponible de las personas disminuirá y nos llevará a un periodo de menor crecimiento.

1. La caída de la renta fija es de las más pronunciadas de la historia. Índice *Global Agregate*.



Fuente: Bloomberg

Pero, al subir los tipos, hay oportunidades más rentables en el mercado. Por tanto, si se quiere vender o valorar un bono comprado hace unos meses su precio será menor.

¿Por qué cae tanto en esta ocasión?

La sensibilidad de los activos de renta fija es en esta ocasión bastante mayor que en otras correcciones históricas. Como el punto de partida era un mercado con bajísimas TIRes o rentabilidades potenciales, la duración o sensibilidad del precio de los bonos a variaciones de tipos de interés era mucho mayor. Otra forma de explicarlo es que el colchón ofrecido por los cupones de los bonos a lo largo de su vida era muy bajo, por tanto, el precio de los bonos reacciona de manera más exagerada. La sensibilidad de un bono a 10 años con un cupón del 0,5% es mucho más alta que la de otro al mismo plazo con un cupón del 5%. Como consecuencia, estamos viviendo una corrección en los precios de los bonos mayor que la del bond crash de 1994. En el gráfico podemos ver el desplome del índice global de renta fija *Global Aggregate*.

Además de la subida de los tipos, también han aumentado los diferenciales de crédito. Es decir, el mercado está exigiendo a las empresas una rentabilidad extra por encima de la de la deuda gubernamental más alta. En 2022, la deuda de alta calificación crediticia ha pasado de pagar un diferencial del 0,4% a uno del 0,9%. La deuda *high yield* paga hoy más del 4,5% más frente a un 2,4% a comienzos de año.

Podríamos decir que en lo que va de 2022, el impacto en los mercados de renta fija viene en un 75% de la subida de los tipos de interés y en un 25% de la ampliación de los citados diferenciales de crédito.

¿Y en Alantra WM?

Las carteras que gestionamos en Alantra son muy activas en cuanto a su duración o sensibilidad de tipos. No sólo tenemos mucha discrecionalidad, sino que, además, no nos dejamos guiar por los benchmarks.

”

La sensibilidad de los activos de renta fija es en esta ocasión bastante mayor que en otras correcciones históricas.

”

Podríamos decir que en lo que va de 2022, el impacto en los mercados de renta fija viene en un 75% de la subida de los tipos de interés y en un 25% de la ampliación de los citados diferenciales de crédito.

Eso nos ha permitido tener una sensibilidad a tipos bastante baja y caer menos de lo que lo podríamos haber hecho. Por desgracia, no ha sido suficiente para evitar las caídas, bastante más pronunciadas de lo que esperábamos.

Las pérdidas son una realidad, pero ¿qué debemos hacer ahora?

Creemos que lo más sensato es no deshacer posiciones, lo consideramos un error y explicamos por qué:

- El movimiento de tipos ya está anticipando los movimientos que el mercado espera que realicen los bancos centrales los próximos años. A partir de aquí, lo importante es si los van a subir aun más de lo que está descontado.
- Creemos que las expectativas del mercado se han movido demasiado rápido. Nos parece difícil que la rentabilidad del bono americano suba mucho más o, al menos, que lo haga muy rápido.
- Si el escenario de inflación se sigue complicando en la unión monetaria, el BCE sí podría tener que ser más agresivo. Pero nuestros fondos tienen una sensibilidad a tipos europeos muy baja y la TIR que devengan compensaría un mal escenario.
- Los diferenciales de crédito están a niveles muy elevados. Históricamente, comprar a estos precios siempre ha sido rentable.
- Y lo más importante: como las caídas han sido consecuencia de un movimiento al alza de las TIRs o rentabilidades potenciales, esta ya es muy atractiva y capaz de compensar, ulteriores movimientos del mercado.

En el fondo y tras unos meses muy duros, estamos volviendo a un mercado de renta fija normal, en el que comprar renta fija es una buena idea y nos puede ofrecer una rentabilidad atractiva a medio plazo. Es imposible saber cual va a ser el mínimo del mercado, pero tenemos la sensación de que el de la renta fija está muy cerca y vender.

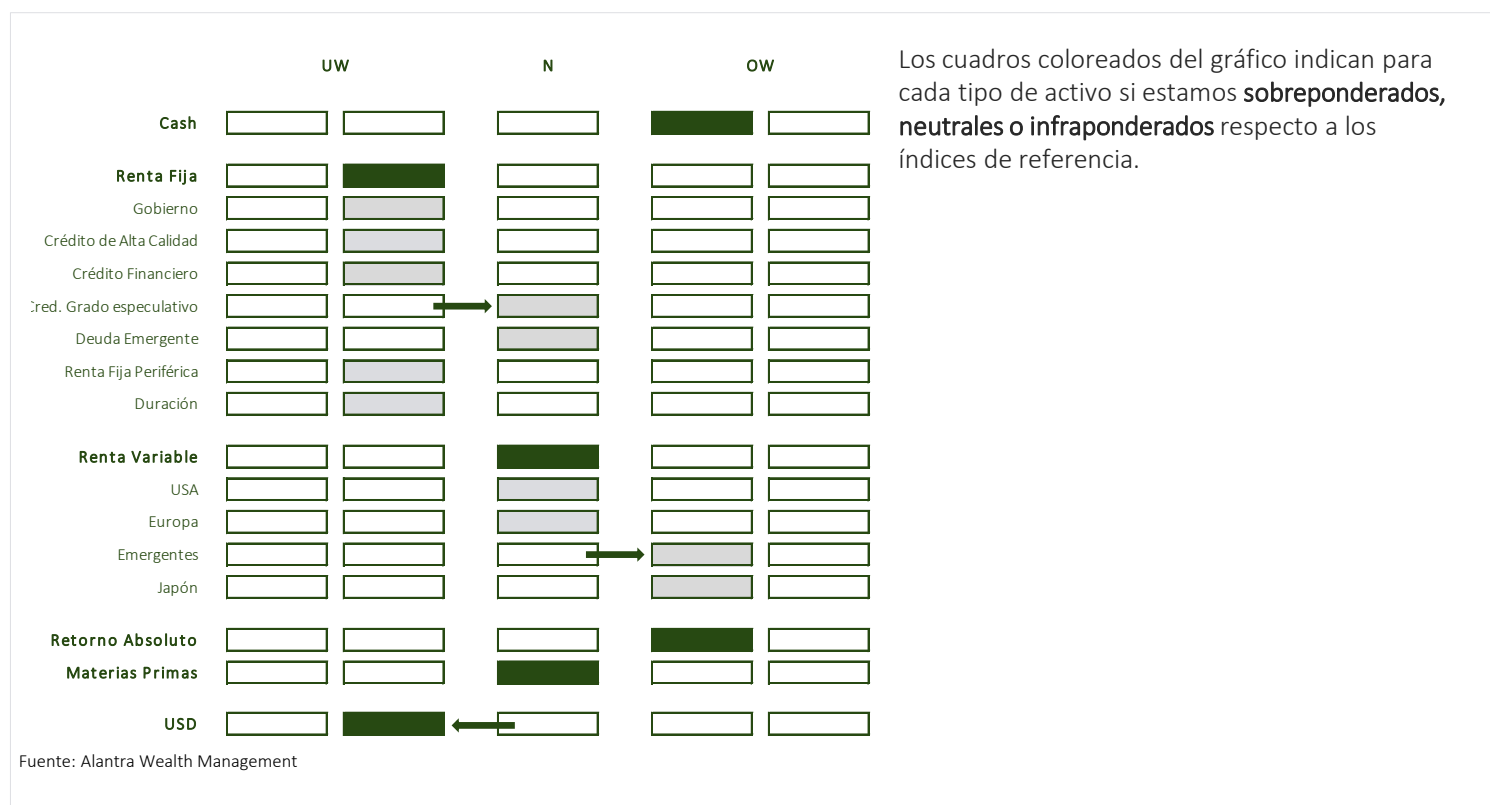
”

Creemos que las expectativas del mercado se han movido demasiado rápido.

”

Es imposible saber cual va a ser el mínimo del mercado, pero tenemos la sensación de que el de la renta fija está muy cerca y vender a estos niveles, nos parece un error.

Ponderación de las carteras respecto a los índices



Rentabilidades de los índices

Nivel	Week	MTD	YTD	Week	MTD
0,37 MSCI World Eur	-1,51%	-1,51%	-8,16%	-0,05 Large Cap 5-7 YR	-1,32%
0,32 MSCI World	-1,03%	-1,03%	-12,54%	-0,06 Crédito IG	-1,29%
0,07 Eurostoxx 50	-4,57%	-4,57%	-15,57%	0,03 High Yield Europe	-1,97%
0,20 MSCI Europe	-4,15%	-4,15%	-9,79%	0,06 High Yield USA	-1,15%
-0,11 IBEX 35	-3,05%	-3,05%	-4,50%	-0,06 Deuda Emergentes Hard	-1,20%
0,44 S&P 500	-0,21%	-0,21%	-13,49%	-0,13 Deuda Emergentes Local	-1,37%
0,49 MSCI North America	-0,45%	-0,45%	-14,30%	0,60 Materias Primas	0,66%
0,26 Nikkei	0,58%	0,58%	-6,21%	0,02 Hedge Funds	-0,61%
0,22 MSCI Japan	0,89%	0,89%	-4,24%	0,18 USD/EUR	-0,03%
0,03 MSCI Emerging Markets	-4,12%	-4,12%	-15,77%	170,87 JPY/EUR	-0,58%
-0,04 Renta fija Euro Gobierno 1-10	-1,06%	-1,06%	-6,39%	0,46 Oro	-0,69%
0,01 Renta fija US Gobierno 1-10	-0,43%	-0,43%	-6,15%	-0,01 Cash	-0,01%
-0,07 Renta fija Euro Gobierno 10 +	-2,98%	-2,98%	-18,68%	MSCI Emerging Markets EURO	-4,43%
-0,03 Renta fija US Gobierno 10 +	-4,37%	-4,37%	-22,09%	MSCI North America Euro	-0,76%
-0,03 Large Cap 1-4 YR	-0,38%	-0,38%	-3,14%	MSCI Japan Euro	-0,07%

Fuente: Alantra Wealth Management, Bloomberg (datos a 06/05/2022)
Índice Hedge Funds: HFRX Global Hedge
Índice de Cash: Eonia

Nota importante

Todas las opiniones y estimaciones facilitadas, están elaboradas en base a fuentes consideradas como fiables. No obstante lo anterior, Alantra Wealth Management no puede garantizar que sean exactas o completas y no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de las informaciones facilitadas en este documento.

Este documento comercial se suministra solo con fines informativos y no constituye ni puede interpretarse como una oferta o invitación para la adquisición o contratación de instrumentos o servicios de inversión, no pretendiendo reemplazar al asesoramiento necesario en esta materia y no constituyendo una oferta de compra o venta.

Este documento no sustituye la información legal preceptiva que deberá ser consultada con carácter previo a cualquier decisión de inversión; la información legal prevalece en caso de cualquier discrepancia. En particular, antes de invertir en un fondo o sociedad de inversión debe consultar su documentación legal, incluyendo el último folleto informativo, Documento de Datos Fundamentales para el Inversor y los informes de contenido económico.

Sus datos profesionales se encuentran albergados en un fichero automatizado en nuestras oficinas de Madrid, en la calle Fortuny, 6, 1ª Planta - 28010 Madrid. A menos que se especifique lo contrario, pueden ser utilizados por el Grupo Alantra con el propósito de remitirle comunicaciones comerciales. En caso de querer ejercer sus derechos de acceso, rectificación, cancelación y oposición, por favor, póngase en contacto con nosotros a través de la dirección de email lopdwm@alantrawm.com.

En caso de que no desee recibir ninguna comunicación por parte de Alantra Wealth Management, por favor notifíquelo a través de la dirección del email lopdwm@alantrawm.com.

A Coruña

Barcelona

Bilbao

Madrid

San Sebastián

Sevilla

Zaragoza

Vitoria

www.alantrawm.com