

RENTA FIJA

¿VA CAMINO DE CONVERTIRSE EN COMPETENCIA PARA LA BOLSA?



Cristina Vallejo
@acvallejo

Los intereses de los bonos han repuntado hasta niveles que en el mercado se comenta pueden comenzar a ser interesantes, sobre todo en un momento en que la bolsa incrementa su volatilidad y aumentan las dudas sobre la salud y la duración del ciclo. Los analistas discuten sobre la conveniencia de deshacer la apuesta en la renta variable e ir inclinándose por el mercado de deuda.

La rentabilidad del bono americano ha vuelto al 3 por ciento, una cota psicológica y relevante puesto que para algunos participantes del mercado es un nivel de entrada y, para otros, el que marca que se pueden complicar las cosas para el ciclo económico y, por tanto, también para las bolsas. La combinación de ambas ideas puede hacer pensar que éste puede ser un buen nivel de entrada en la renta fija en detrimento de la renta variable, en que los bonos pueden ganar atractivo, por el repunte de su rentabilidad, frente a las acciones, por el incremento de sus riesgos.

El comportamiento del mercado también ha dado síntomas de que esa decisión puede ser la acertada: la subida de las rentabilidades de los bonos ha ocasionado cierta volatilidad en las bolsas en los últimos días. Así lo expresa Eduardo Bolinches, analista colaborador de ActivTrades: «La rentabilidad que arroja el bono es considerada como el tipo de interés libre de riesgo y por lo tanto en una situación en la que la economía parece estar en su máximo auge y sobre todo que el mercado de valores estadounidense ha comenzado a incrementar su volatilidad, se prevé que a partir de niveles superiores al 3 por ciento muchos inversores querrán trasladar su dinero de activos de renta variable a activos de renta fija».

Aunque Jesús de Blas, de Bankoia Crédit Agricole, señala que el impacto no ha sido tan importante como cuando a principios de año vimos un movimiento parecido al actual en los bonos. Bien es verdad que ahora los indicadores bursátiles se encuentran en niveles bastante inferiores (el Ibex-35 intenta atacar los 10.000 puntos, nivel que se encuentra un 6 por ciento por debajo de los máximos anuales que el índice marcaba en los 10.600 antes de la primera corrección del año ocasionada por el primer gran repunte de los intereses de la

deuda). Asimismo, De Blas señala que, por sectores, las consecuencias de este repentino aumento de las rentabilidades de los bonos no ha sido como el previo: al menos en las acciones españolas (y quizás también en las europeas), el repunte de los rendimientos no está favoreciendo a las entidades financieras y no está castigando a los valores defensivos y, entre ellos, a las 'utilities', que fueron las que se mostraron más vulnerables a principios de año. ¿Por qué? Una hipótesis que lanza De Blas es que quizás el mercado considera que la economía americana y la europea se encuentran en momentos muy diferentes: en EE.UU. ya se está en un proceso claro de subidas de tipos, mientras que en la zona euro el BCE continúa comprando bonos y no se espera que incremente el precio del dinero hasta dentro de un año. Pero lo cierto es que tampoco Wall Street está sufriendo un castigo tan importante como el previo.

EL NUEVO REPUNTE DE LOS TIPOS DE LOS BONOS HA SIDO MENOS DAÑINO PARA LA BOLSA QUE EL DE PRINCIPIOS DE AÑO

EL BONO NO ES COMPETENCIA

¿Significa todo esto que las Bolsas no tienen nada que temer ante este incremento de los tipos de los bonos? Roberto Ruiz-Scholtes, de UBS, comenta que los intereses de la renta fija se

¿Por qué invertir en renta fija?

► La subida de los intereses de los bonos incrementa su atractivo, especialmente en EE.UU., dado que en la zona euro continúan cerca de mínimos.

► Los analistas discuten sobre el mejor momento para entrar en la deuda americana: algunos apuntan que el repunte puede ser momentáneo y ya sería una oportunidad. La mayoría consideran que la subida continuará, hasta niveles del 3,25 por ciento.

► En las estrategias de renta fija propuestas dominan los vencimientos cortos y los bonos flotantes o ligados a la inflación.

RV España	1,74%
RV Asia	1,59%
Deuda pública euros	0,27%
RV EE.UU.	-0,06%
Monetarios en euros	-0,16%
Monetarios en dólares	-0,39%
Deuda corporativa €	-0,65%
RV Europa	-1,50%
Deuda pública dólares	-2,55%
Deuda corp. dólares	-3,74%



¿Qué favorece a la renta variable?

► Los analistas insisten en que los tipos de los bonos siguen bajos y no deberían perjudicar al ciclo económico y, por lo tanto, tampoco a las bolsas, a las que siguen sosteniendo unos buenos resultados.

► En general, los expertos coinciden en que, aunque los tipos de los bonos ahora son más altos, no deberían ser competencia para la bolsa, puesto que sus retornos esperados son más altos que el rendimiento previsto para los bonos.

► La rentabilidad por dividendo continúa siendo competitiva frente a los rendimientos de los bonos, sobre todo en Europa.

encuentran muy lejos del umbral a partir del cual pueden convertirse en un problema para la renta variable. ¿Dónde estaría ese umbral? En su opinión, en el 3,5-4 por ciento en el caso del bono americano a diez años y por encima del 1,5 por ciento en el caso de su comparable alemán. Y da tres motivos para explicar por qué le parece que los tipos ahora no son un problema: los plazos de financiación son muy largos, se han ido alargando, tanto para las empresas como para los países; los tipos reales parten de niveles muy bajos tanto en términos absolutos como relativos, en comparación con los niveles históricos; y, por último, lo que a él le parece más importante: la bolsa continúa proporcionando una rentabilidad muy competitiva respecto a la deuda pública. Así, según comenta Ruiz-Scholtes, en Europa y emergentes se espera que la bolsa dé un 'plus' de rentabilidad medio anual del 7 por ciento respecto a la deuda y en EE.UU., de cerca de un 5,5 por ciento. Por lo tanto, en su opinión, los inversores tienen incentivos para estar invertidos en bolsa frente a la renta fija. Y no espera que haya una fuga de dinero desde posiciones de liquidez o bursátiles hacia la deuda.

De la misma opinión es Thor Vega, de Gesconsult, que señala que no tendría sentido que viéramos una fuga de dinero de las acciones a la deuda si la rentabilidad de esta última no alcanza el 4 por ciento, como mínimo. «De momento, en teoría, la deuda no debería ser competencia para la bolsa», asegura. Y da argumentos: con un per (precio entre beneficio) de 20 veces, el retorno esperado de la bolsa es de un 5 por ciento, cifra que se encuentra por encima de la rentabilidad del bono. «Aún no compensa comprar deuda», asegura Vega.

Rentabilidad en 2018, hasta el 30 de abril, de una selección de categorías de fondos.
Fuente: Morningstar.

LOS EXPERTOS SEÑALAN QUE LOS RENDIMIENTOS DE LA DEUDA NO SON LO SUFICIENTEMENTE ATRACTIVOS

Rafael Valera, de Buy and Hold, coincide y añade que los tipos de los bonos continúan siendo bajos y apunta, además: «El inversor de bolsa no sale a cazar un 3 por ciento en los bonos, cuyo tipo real, además, descontada la inflación, es de un 1,5 por ciento. El inversor de bolsa pide un 8 por ciento, no un 1,5 por ciento. Sería un error que saliera de la bolsa para buscar un 3 o un 3,5 por ciento. Otra cosa sería que los tipos estuvieran en el 6 por ciento, dado que con una volatilidad del 5 por ciento, si serían competitivos respecto a un retorno potencial de la bolsa un poco superior pero con una volatilidad bastante superior, del 20 por ciento».

En principio, los analistas de renta fija no esperan que los tipos de los bonos vayan a los niveles que supondrían un peligro para las bolsas. Así, por ejemplo, Borja Gómez, de Dunas Capital Inverseguros, señala que el rendimiento del diez años americano se irá al 3,20-3,25 por ciento, pero no por encima porque si así fuera que pueda haber demanda potencial de inversores ya en esos niveles y porque la Reserva Federal aún sigue siendo un apoyo importante para la deuda americana, dado el volumen de su balance. ►

LIMITADO REPUNTE DE LOS INTERESES

José María Valle, de Ahorro Corporación, por su parte, señala que el tipo del bono americano a diez años podría llegar al 3,25 por ciento, teniendo en cuenta que prevé cuatro subidas de los tipos de interés americanos, mientras que estima que el rendimiento del bono alemán podría llegar al 1 por ciento por la próxima extinción del programa de compra de bonos y por el aumento de las expectativas de inflación. Bien es verdad que Valle condiciona este escenario a que no se agudicen las causas que en su opinión han disparado los tipos de los bonos: no una repentina aceleración del crecimiento (los datos recientes sugieren una desaceleración), sino los aranceles a las importaciones y las sanciones a Rusia, que han provocado un aumento del precio de las materias primas.

Y, mientras, Germán García Mellado, de Merchbank, señala que la deuda americana ya recoge gran parte del ciclo completo de subidas de tipos de la Reserva Federal, que tendría su tope en el 3,25-3,50 por ciento en 2020. Así, cree que el título americano a diez años podría llegar al 3,25 por ciento. Además, García Mellado plantea la posibilidad de que, desde esos niveles, la Reserva Federal norteamericana tenga que comenzar a bajar los tipos de interés porque sea necesario volver a estimular la economía, porque se termine el ciclo expansivo.

Pero la reflexión de Paul Brain, jefe de renta fija en Newton, parte de BNY Mellon IM, es algo diferente y muestra, también, la posibilidad de un 'timing' distinto: «Con la Reserva Federal aún buscando subir los tipos de interés y la inflación repuntando, esperaríamos que los tipos de interés sigan aumentando hasta que podamos ver evidencias de que este endurecimiento monetario está teniendo consecuencias en el ciclo. Con el crecimiento económico repuntando temporalmente por el estímulo fiscal, tendremos que esperar hasta el tercer o el cuarto trimestre para tener pruebas de que la Fed ha hecho lo suficiente. Y esto, entonces, puede representar una significativa oportunidad de reinvertir en bonos americanos».

Pero Erick Muller, de Muzinich, considera que el tipo del bono americano podría tomarse una pausa en el entorno del 3 por ciento para comprobar cómo evoluciona la inflación. En opinión de Muller, lo lejos que vaya el IPC sobre el 2 por ciento y la respuesta que le dé la Reserva Federal es clave para determinar los próximos pasos del bono americano.

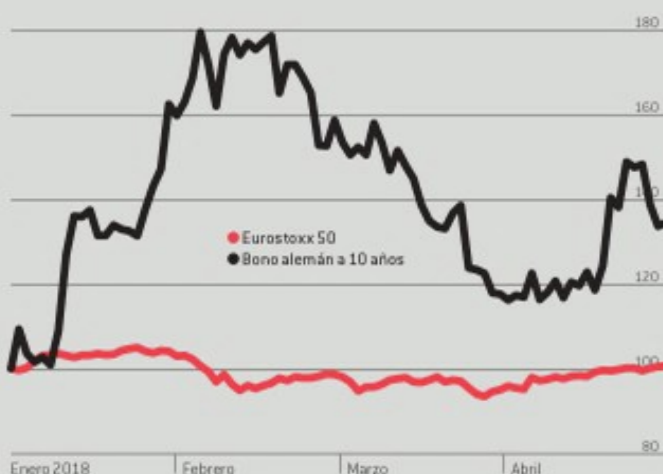
Y más consideraciones respecto al 'timing': Eugene Philathis, gestor del Fidelity Global Multi Asset Fund, comenta: «Si la inflación sube impulsada por los precios de las materias primas, el efecto podría ser pasajero, ya que no es probable que sea beneficioso para el consumidor a medio plazo. Por lo tanto, puede ser provechoso añadir duración a las carteras multiactivos en puntos de entrada como estos a partir de ahora». El repunte puede ser momentáneo, pues, y, por tanto, una oportunidad única de entrada.

García Mellado sí opina que los tipos de los bonos europeos tienen más margen al alza, dado que Europa está más retrasada en el ciclo monetario: a este lado del Atlántico no ha

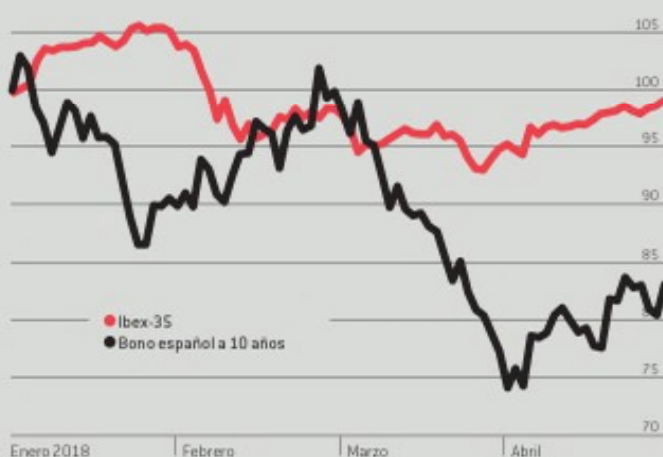
CLARA CORRELACIÓN INVERSA EN EE.UU.



EUROPA: LA BOLSA SUBE Y EL BONO, PLANO



ESPAÑA: RARA AVIS CON EL INTERÉS A LA BAJA



AÚN HABRÁ QUE ESPERAR UN TIEMPO ANTES DE SABER SI ÉSTA ES UNA OPORTUNIDAD PARA INVERTIR EN BONOS, O NO

LA OPINIÓN DE LOS EXPERTOS

«La presión vendedora que hay en la bolsa cuando el interés del diez años llega al 3 por ciento puede hacer corregir a los tipos de los bonos»



Borja Gómez, Dunas Capital Inverseguros

«No tiene sentido que veamos una migración hacia la renta fija mientras el interés del bono a diez años no llega al 4 por ciento como mínimo»



Thor Vega, Gesconsult

«El inversor en bolsa no sale a cazar un 3 por ciento -1,5 real- en el mercado de bonos. El inversor en bolsa pide un 8 por ciento, no un 1,5»



Rafael Valera, Buy & Hold

«Las correcciones que pueda haber en la bolsa por la subida de los tipos son oportunidades de compra siempre que el ciclo aguante»



Germán García Mellado, Merchbanc

«Sigue habiendo incentivos para estar invertidos en bolsa y no en renta fija. No vamos a ver flujos desde la bolsa o la liquidez a la deuda»



Roberto Ruiz-Scholtes, UBS

«Con unos rendimientos en el 3 por ciento, los bonos del Tesoro de EE.UU. son atractivos para diseñar exposiciones defensivas»



Eugene Philalithis, Fidelity

dado comienzo la normalización. Por tanto, opina que el bono alemán podría llegar al 1,25 por ciento y el español, al 2 por ciento, a finales de este año. Afirmar que la prima de riesgo española se puede ampliar, puesto que el final del programa de compra de bonos en Europa perjudicará más a quien ha beneficiado más, es decir, a los países de la periferia europea.

Dado que los expertos piensan que los tipos de los bonos no tienen mucho margen alcista y, desde luego, no el suficiente como para hacerle la competencia a la rentabilidad esperable de la bolsa, hay varios analistas que consideran que comprar aprovechando las caídas que, por efecto psicológico, pueden producirse en las bolsas por el tirón alcista de los bonos puede ser una buena idea. Lo dice, por ejemplo, el experto de Merchbanc, siempre y cuando el ciclo continúe fuerte. Además, García Mellado considera que los activos más afectados por el repunte de los tipos no serán los de riesgo, sino los más ligados a la evolución de los títulos soberanos, como el crédito de más alta calificación. Y el gestor de Buy & Hold añade que las acciones tendrán que subir o bajar en función de cómo vayan sus negocios, no por lo que hagan los tipos de interés, aunque concede que los rendimientos de los bonos sí tienen influencia en las valoraciones, dado que éstas se calculan teniendo en cuenta el rendimiento del activo libre de riesgo.

Chris Iggo, director de inversiones y responsable de renta fija de AXA IM, comenta que éste no es el momento del ciclo para estar invertido en renta fija, dado que el crecimiento global es fuerte, es probable un repunte de la inflación y el riesgo de crédito se encuentra en mínimos. En definitiva, hay poco que ganar en la renta fija, en su opinión, mientras que, como contraste, las acciones aún pueden ver revalorizaciones si el crecimiento de los beneficios es sostenible, tal y como puede ser, según su visión, durante un poco más de tiempo.



**LOS INVERSORES
PUEDEN SENTIR LA
TENTACIÓN DE
REEQUILIBRAR SUS
CARTERAS Y
VIRARLAS A LA DEUDA**

Señala, además, que las rentabilidades por dividendo en todos los mercados son muy competitivas respecto a los rendimientos de los bonos. Señala como estrategia una opción call (de compra) por el crecimiento económico con acciones y una opción put (de venta) por los bonos, que favorece el control de la volatilidad y puede añadir un plus de rentabilidad a la cartera.

¿Y SI LOS INVERSORES YA ESTÁN GIRANDO A LA DEUDA?

Aunque hay expertos que sí advierten de posibles daños a la renta variable. Por ejemplo, Gómez señala la posibilidad de que la reacción de los activos de riesgo, que su caída, puede revertir un poco la evolución de los bonos, aunque para luego retomar su senda natural alcista en sus rendimientos. Borja Gómez también lanza otra advertencia y es que, a lo largo de la historia, una de las principales causas de las recesiones ha sido la política monetaria de los bancos centrales. Por eso, en su opinión, el mercado puede temer que los bancos centrales se pasen de frenada con las subidas de los tipos de interés.

También una cierta preocupación muestra Didier Saint-Georges, miembro del comité de inversión de Carmignac, que achaca el repunte de los tipos de los bonos, no a un incremento de la inflación ni a un sobrecalentamiento de la economía, sino a una variación en el equilibrio entre la oferta y la demanda de títulos americanos: el Tesoro estadounidense ha incrementado (o se prevé que lo haga) la oferta de bonos y la

Reserva Federal está en fase de retirada con su intervención en el mercado. «Por tanto, los rendimientos del bono estadounidense podrían seguir subiendo, y afectar a los rendimientos a escala global, algo que no sería favorable para los mercados, dado que el ciclo económico está alcanzando su punto álgido», apunta Saint-Georges. Y añade: «Para los mercados, lo que está en juego es una reversión del reajuste de las carteras, que comenzó con la relajación cuantitativa hace nueve años a favor de la renta variable y la deuda corporativa. Esta reversión debería limitar los efectos sobre los rendimientos de los bonos, pero a costa de un ajuste de las valoraciones en el resto de clases de activos».

En la misma línea, César Muro, responsable de distribución pasiva de DWS, muestra que, entre los inver- ▶

¿QUÉ ESTRATEGIA DESARROLLAR AHORA CON LOS BONOS?

En un entorno de subidas de los tipos de interés, Borja Gómez, de Dunas Capital Inverseguros, cree que hay que apostar por duraciones cortas, sobre todo en EE.UU., pero también en Europa. Erick Muller, de Muzinich, explica que está invertido en duración más corta que la del mercado y añade que la exposición al crédito está compensando la pérdida de rentabilidad que esa decisión lleva consigo. Además, Borja Gómez, también cree que en estas circunstancias tienen interés las emisiones flotantes ligadas al libor o al euribor. Por las referencias al euribor apuesta José María Valle, de Ahorro Corporación. Mientras que Markus Allenspach, de Julius Baer, prefiere emisiones del tesoro americano ligadas a la inflación, para sacar partido del repunte de los precios en Estados Unidos. Thor Vega, de Gesconsult, también es partidario de los bonos flotantes. Y también señala que hay oportunidades en bonos subordinados y convertibles, aunque con la 'call' muy cercana en el tiempo. Y no descarta la opción de los emergentes, que proporcionan retornos interesantes, máxime cuando parece que las divisas ahora están más estables (aunque son vulnerables al

riesgo político, dado que hay varios procesos electorales este año y los inversores conservadores pueden no tolerar esa potencial volatilidad). Además, de acuerdo con Borja Gómez, también hay opciones para los inversores a vencimiento, es decir, para aquellos que pueden mantenerse al margen de la volatilidad del mercado. Para este tipo de inversores aconseja aplicar una estrategia 'value', es decir, tratando de tener tino con la elección de compañías con balances saneados y capaces de generar flujos de caja, es decir, de las que se pueda estar seguro de que no van a dar sustos. Rafael Valera, de Buy & Hold, cree que lo mejor es optar por un buen fondo de renta fija, uno de los que mejor se esté comportando, aunque tras analizar las razones que le llevan a hacerlo bien. Valera se inclina por el crédito, por empresas que puedan desapalancarse y mejorar su prima sobre el bono alemán. Aunque también advierte de



que el crédito no es inmune a la caídas bursátiles. Da alguna idea de emisiones atractivas en España, con intereses por encima del 5 por ciento: bonos híbridos de la Caixa, Ibercaja y OHL. Insiste también en que el sector financiero español le proporciona mucho confort, porque está muy capitalizada.

Germán García Mellado, de Merchbank, en renta fija corporativa, comenta que, en Estados Unidos, apuesta por emisiones con la divisa cubierta que ofrezcan un diferencial suficiente para que compense, y con creces, el coste de la cobertura. Y se queda con los sectores 'telecos', autos, banca y consumo. En Europa, apuesta por emisiones bancarias también y, entre las subordinadas, que tengan la 'call' cercana. Otros tipos de emisiones que le interesan son las 'high yield' con duraciones cortas y las flotantes. Y en cuanto a sectores, otros que apunta para el Viejo Continente son también el de autos y el de las 'utilities'.

sores en ETF comienza a atisbarse su preferencia por el mercado de bonos. Así, explica: «Desde el comienzo de 2018, los inversores parecen haber cambiado su enfoque de inversión. En enero todavía estábamos viendo fuertes entradas en ETFs en los mercados de renta variable europeos, pero esto cambió hacia el final del trimestre. Por el momento, aún no está claro qué significarán para la economía los nuevos aranceles anunciados y las barreras comerciales de Estados Unidos, China y la UE (y sus numerosas excepciones). La visión de nuestro CIO (director de inversiones) sigue siendo positiva para Europa y especialmente para el mercado de acciones alemán. Y debemos tener en cuenta que el rendimiento del mercado de acciones europeo ha estado rezagado con respecto al mercado estadounidense en los últimos tres años. Sin embargo, en los últimos 18 meses ambos mercados se han movido en paralelo neto de efectos de tipos de cambio». Pero añade: «Los inversores

de la eurozona están buscando alternativas en renta fija en otras divisas, como el dólar. Los bonos corporativos, los de alto rendimiento y también los soberanos de los mercados emergentes son ejemplos prominentes. Estos flujos podrían ser los primeros signos de una rotación en la renta fija. Pero aún está por ver si se trata de una tendencia sostenible en el largo plazo».

Con todo, Muro afirma que mantiene la calma en relación con la alta volatilidad de los mercados de renta variable y las redistribuciones entre las distintas clases de activos: a su juicio, es normal que los diferentes grupos de inversores se posicionen de forma distinta ante el cambio de las circunstancias, con el alejamiento de los tipos del 0 por ciento en que han estado tanto tiempo y un boom económico respaldado por cuestiones fiscales y en el que ya las valoraciones son elevadas. «Estamos muy lejos de un ambiente de nerviosismo en el mercado», zanja César Muro.

Íggo también señala que los inversores de la zona euro pueden mostrar una cierta inclinación por la renta fija americana. Y ello porque pueden temer que una vez el BCE comience a reducir el programa de compra de bonos en ellos se puede instalar una fase bajista. Pero Íggo también advierte sobre otro factor a considerar: la divisa. Y es la perspectiva sobre el dólar la que hace a Thor Vega desaconsejar la renta fija americana, porque cree que va a seguir perdiendo fuerza y por lo caro que es protegerse del riesgo divisa. ■

LOS INVERSORES EUROPEOS PUEDEN VERSE ATRAÍDOS POR LA DEUDA AMERICANA, PERO CUIDADO CON LA DIVISA