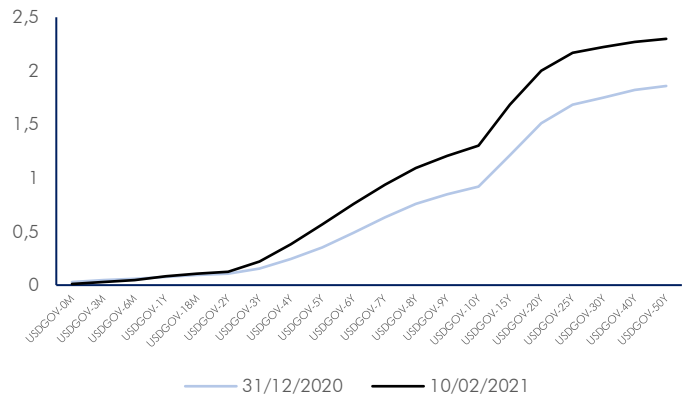


En vista de los movimientos que se están dando en los mercados de renta fija, creemos necesario analizar en que situación nos encontramos así como estudiar y analizar qué alternativas disponemos en esta clase de activos de inversión.

En nuestros últimos informes de mercado hemos visto y analizado cómo se está comportando la curva de tipos estadounidense en vista del incremento en las expectativas de inflación y del incremento del gasto público del país norteamericano. Donde se observa una clara inclinación de la curva con los tramos de mayor duración como los más afectados en lo que llevamos de ejercicio.

Evolución curva de tipos Treasury USA



Fuente: Elaboración propia

La inflación está jugando un papel fundamental en los últimos meses, mostrando una correlación negativa respecto a la curva del *Treasury* entre 7 y 10 años. En estos momentos toda la curva estadounidense se encuentra en positivo, con el *Treasury* a diez años otorgando una rentabilidad del 1,294%, su valor más elevado desde febrero de 2020.

Evolución Tr 7-10Y, Tr 1-3 y Exp. Inflation



Fuente: Elaboración propia

Otro de los factores que ha contribuido a esta inclinación de la curva ha sido la reducción del apetito comprador de uno los agentes más activos en este tipo de deuda, la Reserva Federal estadounidense.

Evolución Balance FED

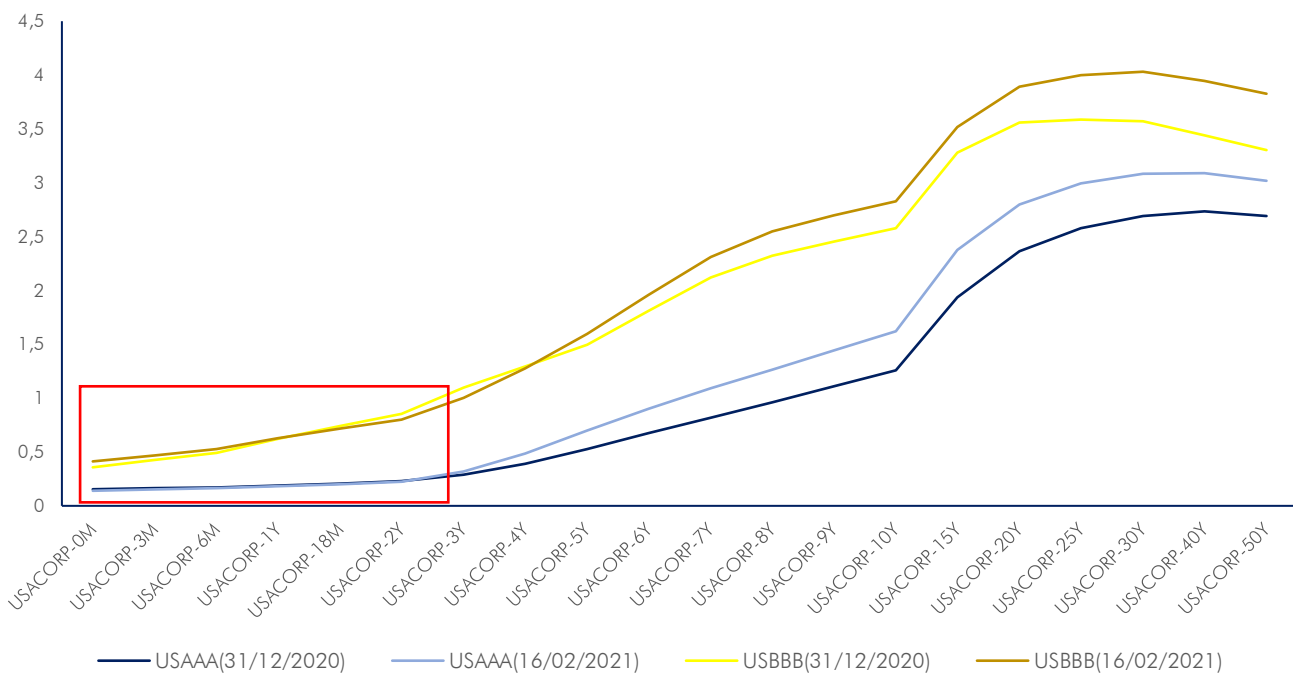


Fuente: FED

La curva está presentando una sensibilidad en los tramos de mayor duración a medida que se inclina su pendiente, mostrando un incremento en su "convexidad" -los precios de los bonos de más largo plazo

están sufriendo mayores caídas-. Es importante tener en cuenta que cuando hablamos de “duración” de un activo de renta fija nos referimos a su “duración modificada”, es decir, a la sensibilidad de su precio con respecto a las alteraciones sufridas en la rentabilidad de este. Con todo, para calcular realmente esta sensibilidad debemos tener en cuenta también la “convexidad”, ya que si no estaríamos presumiendo una variación paralela en todos los tramos de la curva cuando en la realidad esto no sucede. Por lo tanto, al darse un desplazamiento ascendente de la curva y un incremento de la “convexidad” -lo que se refleja como una mayor inclinación de la curva- los activos que se encuentran en el tramo más largo sufren una mayor caída en su precio, como ocurre actualmente. Por ello, una de las estrategias que hemos utilizado en nuestras carteras para limitar estas caídas ha sido reducir la exposición en los tramos más largos y reconducir esta inversión hacia lo tramos más cortos de la curva, reducir la “duración” de nuestras carteras. Donde además, hemos visto como la situación en los bonos corporativos se ha revertido, otorgando una alternativa de inversión más atractiva en estos plazos.

Evolución curva USA-Corp



Fuente: Elaboración propia

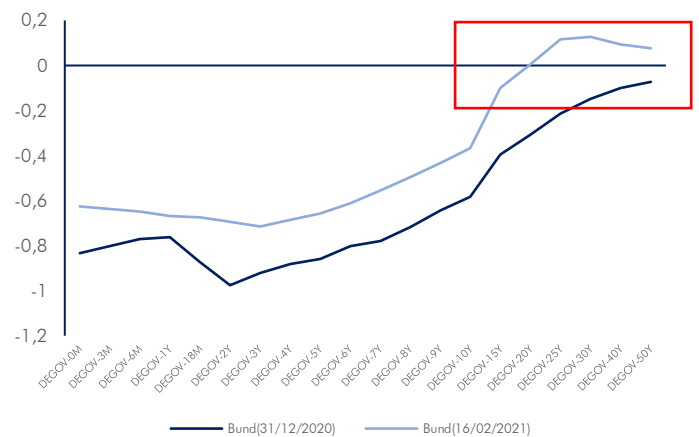
También observamos como a medida que nos movemos hacia deuda con menor grado de inversión - *high yield*- la inclinación de la curva ha sido muy inferior con respecto a la deuda triple A. Con esta estrategia limitamos también el riesgo de una hipotética subida de tipos en Estados Unidos en caso de

que la inflación acabe por dispararse. Por ahora esta subida no entra dentro de nuestras previsiones, al menos en el corto plazo, ya que tanto Powell como gobernadores de la FED han mostrado tranquilidad ante el impulso reciente de las expectativas de inflación y el empleo estadounidense se encuentra todavía lejos de su nivel de equilibrio de largo plazo.

Evidentemente si la curva sigue aumentando su pendiente aumentándose las TIRes de largo plazo, estos activos recuperarán su atractivo frente al corto plazo y volverán a ser receptores netos de inversión. Por lo que habrá que realizar un seguimiento continuo para determinar cuando reajustar la "duración" dentro de nuestra cartera.

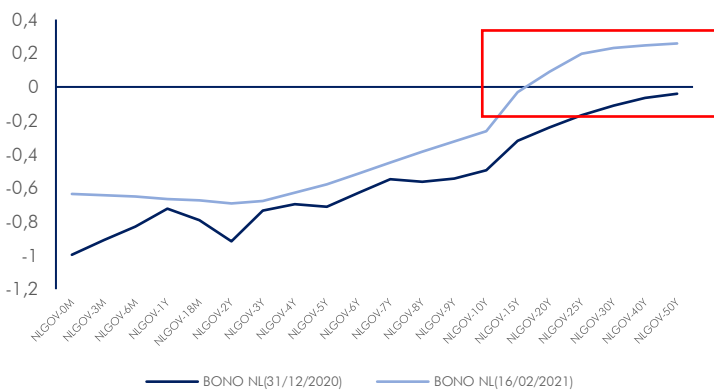
En Europa, el avance en la recuperación económica, la depreciación, aunque ligera del euro en los primeros compases del año, sostienen el retorno de la rentabilidad positiva en los bonos *core* europeos -bund alemán y bonos holandeses- al menos en su tramo más largo de la curva de tipos.

Evolución curva Bund Alemán



Fuente: Elaboración propia

Evolución curva Bono holandés

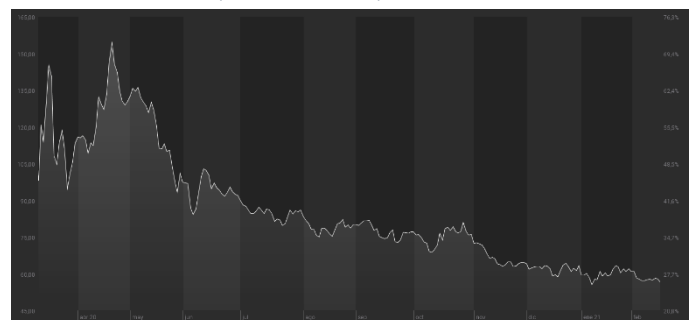


Fuente: Elaboración propia

Incluso se puede observar una inversión en el tramo más corto de ambas curvas -síntoma muy negativo para el comportamiento de los mercados financieros cuando se da entre un tramo corto y un tramo largo de la curva-, razón de que al igual que en los *Treasury* americano los bonos de más corto plazo han sufrido una caída inferior en su precio en el año.

En cuanto a la deuda soberana europea periférica, como es el caso de la española, vemos que su prima de riesgo continúa estrechándose a pesar de mostrar una resiliencia inferior ante la crisis.

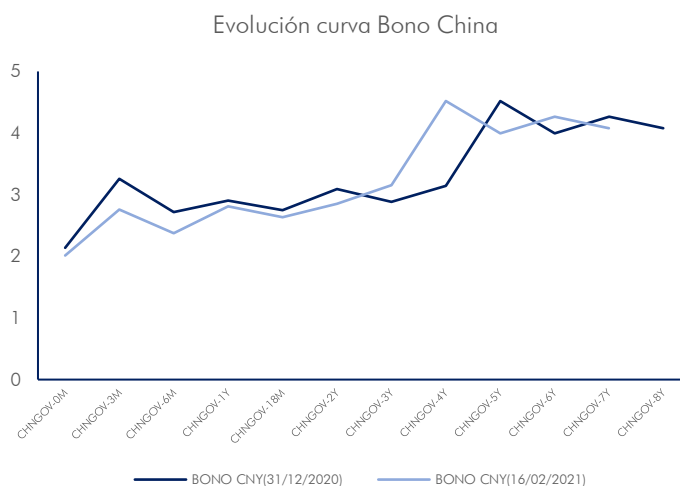
Spread deuda España-Alemania



Fuente: SIX

En vista de todo esto, una de las alternativas donde canalizar la renta fija de nuestra carteras la hemos encontrado en la renta fija china. El país ha mostrado una fortaleza ejemplar ante la crisis del coronavirus confirmando su presencia entre las superpotencias mundiales. Aunque el gigante asiático todavía presenta un mercado de renta fija mucho más hermético que el estadounidense o el europeo, sus gobernantes han mostrado el deseo de aperturar este nicho de mercado de manera progresiva. Del mismo modo, aunque recientemente miembros de PBOC -banco central chino- han mostrado cierta preocupación ante la aparición de burbujas por un apalancamiento excesivo en su mercado inmobiliario, la rápida actuación mostrada por el organismo monetario y los buenos fundamentales otorgados por su economía son razones de peso para considerar este activo al menos como una potencial inversión.

Además, su curva de tipos presenta una rentabilidad positiva en todos sus tramos, con un ligero desplazamiento a la derecha respecto a comienzos del año, razón de un aumento en el precio de los bonos y un incremento en el interés inversor.



Fuente: Elaboración propia

Ante esta situación, conseguir rentabilidad a través de la inversión en activos de renta fija se hace cada vez más complicada. Sin embargo, como Family Office es nuestra obligación conocer en todo momento en que mercado estamos operando y disponer siempre de las mejores opciones que maximicen el binomio rentabilidad-riesgo de las carteras de inversión de nuestros clientes.

Diego Morales Gutiérrez, CEFA
Departamento de inversiones
diego.morales@aspain11.com
www.aspain11.com