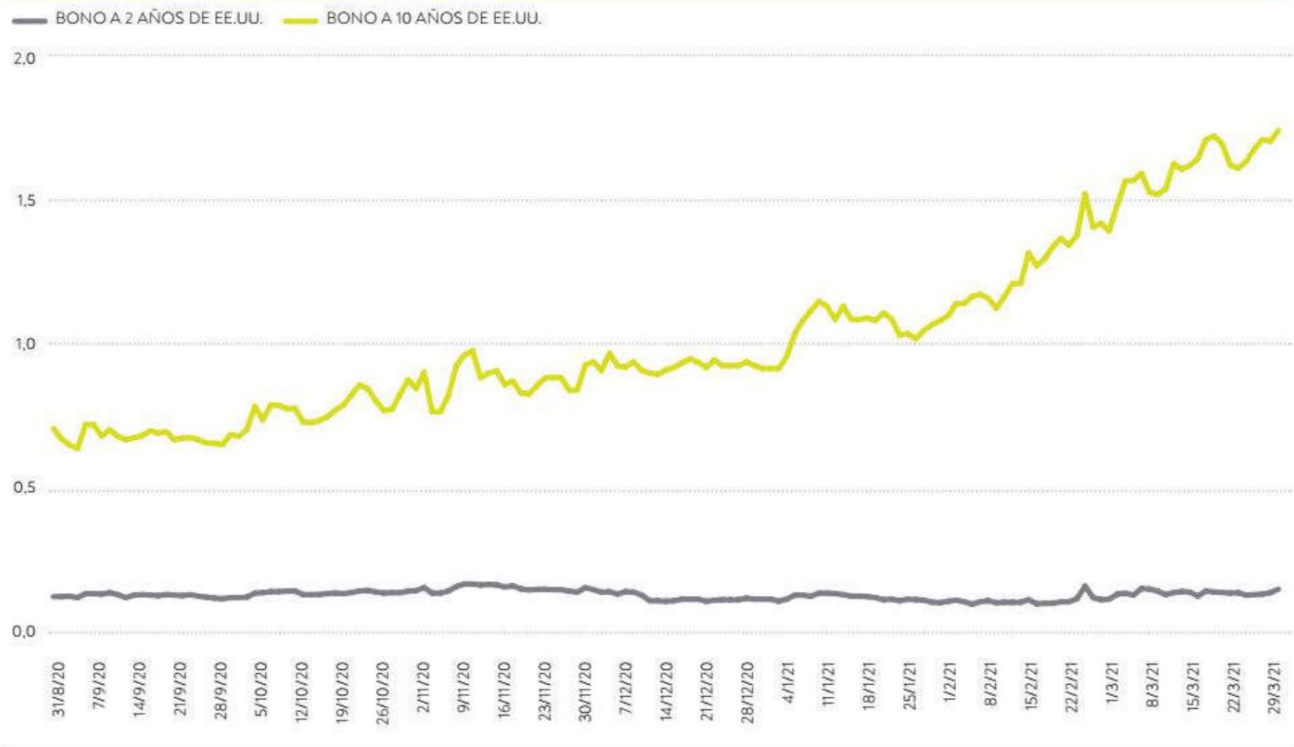




RENTABILIDAD DEL BONO A 2 Y 10 AÑOS DE EE.UU. DESDE AGOSTO DE 2020



Fuente: Bloomberg.

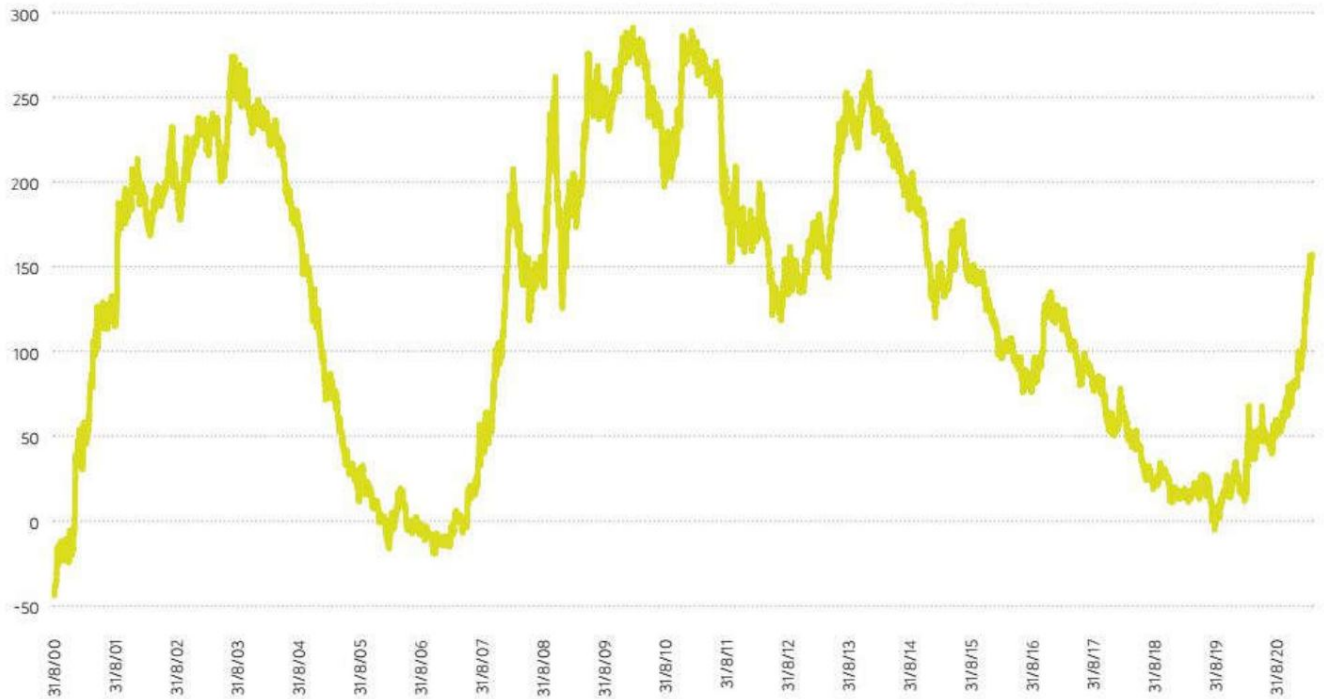
EL AUMENTO DE LA PENDIENTE DE LA CURVA ESTADOUNIDENSE

Manteniendo la tónica de romper estadísticas en esta era COVID, el primer trimestre de 2021 se ha saldado con el peor comportamiento trimestral de la renta fija soberana estadounidense desde 1980. ¿Qué hay detrás de este comportamiento tan negativo?

La mejora en las perspectivas de recuperación económica para 2021 y 2022 tras la recesión provocada por la pandemia explica este comportamiento. Los tipos de interés de los tramos largos de la curva estadounidense han subido, reflejando una mejora en las expectativas de crecimiento y de inflación. El bono con vencimiento a 10 años tuvo una subida de rentabilidad de 82 puntos básicos (p.b.) en el primer trimestre de 2021, acabando con una TIR del 1,74%. Cabe recordar que una subida de los tipos de interés de un bono supone una caída en su precio.

Mientras tanto, la política monetaria sigue siendo muy acomodaticia. El tipo de referencia de la Reserva Federal está en el entorno de cero y sigue en marcha el programa mensual de compra de bonos soberanos estadounidenses por un importe de 120.000 millones de dólares. De acuerdo al

PENDIENTE 2-10 DE LA CURVA DE EE.UU. (AGOSTO 2000-MARZO 2021)



Fuente: Bloomberg.

mapa de puntos de la Fed publicado el mes de marzo, no se esperan subidas de tipos al menos hasta 2023, lo que mantendrá a los de corto plazo más anclados en los niveles actuales.

Se denomina pendiente de la curva de tipos de interés a la diferencia entre los tipos de largo y corto plazo. Por ejemplo, la pendiente 2-10 de la curva estadounidense sería la diferencia entre el bono con vencimiento a 10 años y el bono a 2 años. Desde un punto de vista macro, es un muy buen barómetro del estado o salud de la economía.

Normalmente, las curvas de tipos de interés tienen una pendiente positiva, es decir, el tipo del tramo de largo plazo es superior al tipo del tramo corto, reflejando la buena salud de la economía en términos de crecimiento e inflación. Cuando las perspectivas económicas se deterioran, los agentes económicos compran bonos de largo plazo para asegurarse rentabilidades atractivas en un

activo seguro ante un entorno menos favorable. La compra de bonos hace que suba el precio y que bajen las rentabilidades. Los bonos a corto plazo se ven más afectados por las decisiones de los bancos centrales para enfriar o estimular la economía, decisiones que se toman en momentos puntuales a lo largo del ciclo. En consecuencia, ante un deterioro de las perspectivas económicas, las rentabilidades de los bonos de largo plazo bajan antes y más rápido que las rentabilidades de los bonos de corto plazo, haciendo que la pendiente sea más plana.

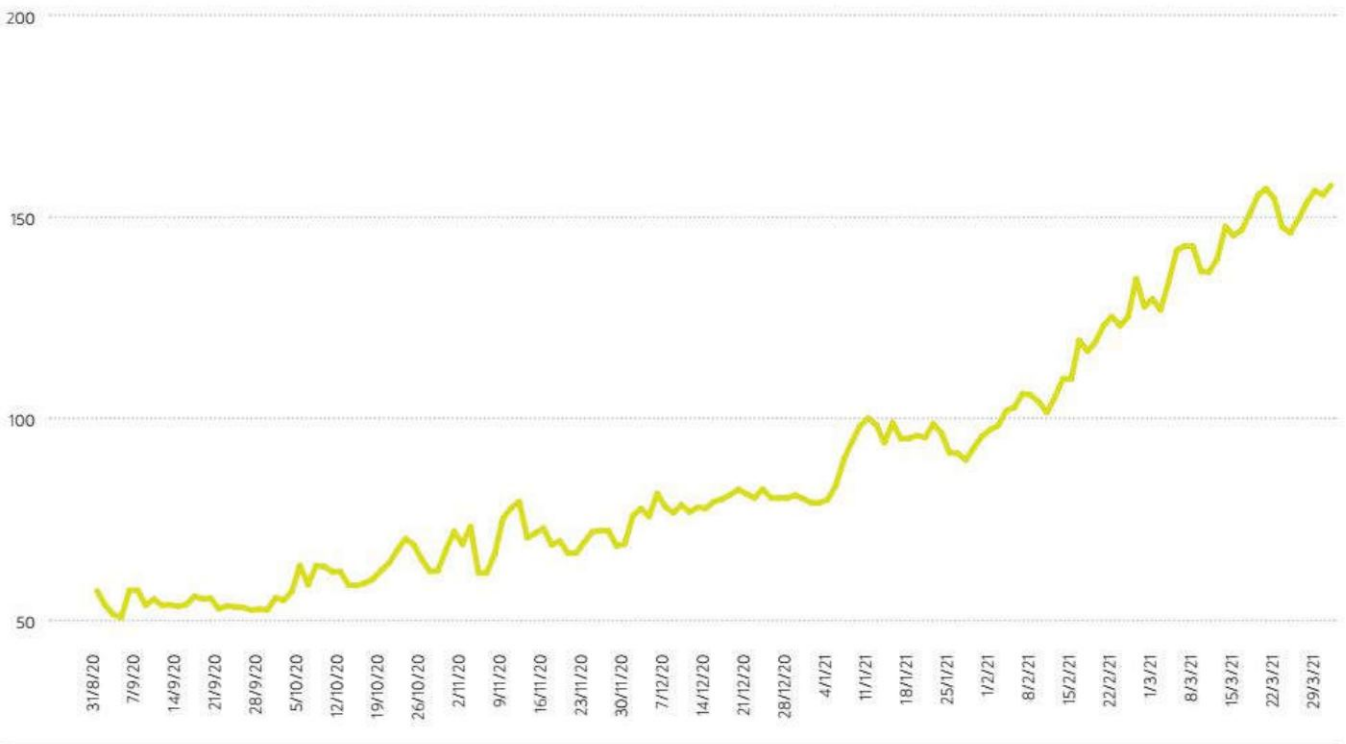
RECESIÓN

Cuando los mercados financieros anticipan una recesión económica, la curva de tipos se aplana, es decir, la pendiente baja, pudiendo llegar incluso a estar invertida, es decir, con la rentabilidad de los bonos de largo plazo por debajo de las rentabilidades de los bonos de corto plazo.

Ante una recesión, los bancos centrales llevan a cabo una política monetaria más expansiva y bajan los tipos de interés, afectando al tramo más corto de las curvas de tipos. En consecuencia, la pendiente de tipos de interés aumentará por una mayor bajada del corto plazo frente al largo plazo.

En la recuperación económica tras una recesión, las perspectivas de crecimiento mejoran gradualmente y las rentabilidades de los bonos de los tramos largos lo van capturando paulatinamente a través de mayores rentabilidades y menores precios. Mientras tanto, los bancos centrales siguen manteniendo políticas monetarias acomodaticias acordes a la capacidad ociosa de la economía y la ausencia de presiones inflacionistas. La pendiente de la curva aumentará por una subida de las rentabilidades de los bonos de largo plazo frente a los de corto plazo, que se mantienen estables. Este aumento de la

PENDIENTE 2-10 DE LA CURVA DE EE.UU. DESDE AGOSTO DE 2020



Fuente: Bloomberg.

EL ENTORNO ACTUAL ES FAVORABLE PARA LA INVERSIÓN EN ESTRATEGIAS NO DIRECCIONALES O DE VALOR RELATIVO

pendiente con subida de rentabilidades de los bonos refleja una mejora en las expectativas económicas.

Justo este escenario es el que estamos viviendo en los últimos meses. Desde septiembre de 2020 la curva estadounidense ha aumentado la pendiente entre el bono a 10 y a 2 años pasando de 50 p.b. a 150 p.b. al cierre del trimestre. El incremento de la pendiente se explica por un alza de los tramos de largo plazo. El bono a 10 años ha subido 103 p.b. desde septiembre de 2020 mientras que el bono con vencimiento a 2 años ha subido solamente tres puntos básicos.

IMPLICACIONES

¿Qué implicaciones tiene para la renta fija? ¿Cómo gestionamos una cartera de deuda en este entorno?

El escenario de recuperación del crecimiento y de inflación está presionando las rentabilidades de los bonos hacia arriba, lo que supone

una caída en los precios, como comentábamos al principio del artículo. El descenso es especialmente importante en los bonos que tienen un mayor vencimiento.

Probablemente la estrategia de inversión en renta fija más adecuada para entornos de recuperación económica consistiría en mantener una baja sensibilidad a los movimientos de tipos de interés a través de una cartera con duración baja. Para construirla, nos centraríamos en los tramos corto e intermedio, ya que esperamos que permanezcan más estables que los tramos largos.

Adicionalmente, el entorno actual es favorable para la inversión en estrategias no direccionales o de valor relativo, como la de subida de la pendiente de la curva estadounidense: consiste en la compra de un bono de la zona corta de la curva y la venta de uno de largo plazo, de tal forma que la duración total de la estrategia sea cero. **e**