



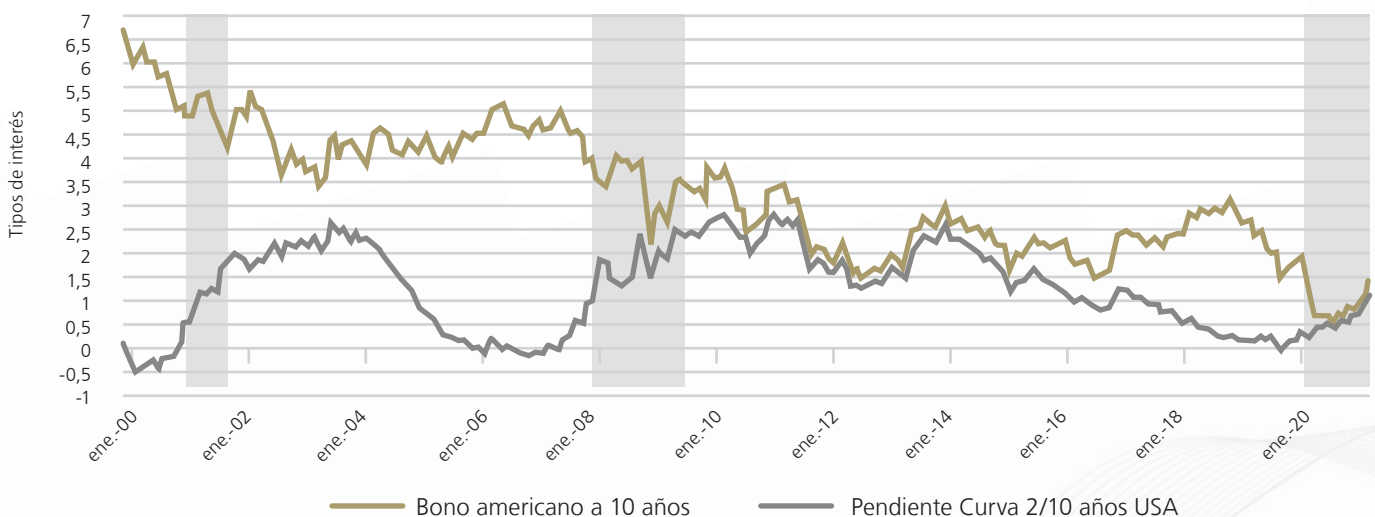
Tipos de interés: evolución y pendiente. Impacto en la renta fija (1ª parte)

La evolución de los tipos de interés durante las últimas semanas en Estados Unidos y Europa, nos está dando una lectura de la economía muy diferente de la que hemos tenido durante prácticamente todo el año 2020. Movimientos que están teniendo su reflejo en los mercados financieros. En este artículo, pretendemos analizar la evolución de las curvas de tipos de interés en Estados Unidos y la Eurozona, y sus implicaciones para los retornos esperados en la renta fija y en la renta variable.

La evolución al alza de los tipos de interés ha sido más contundente en Estados Unidos que en la Eurozona, por lo que empezaremos por analizar qué ha ocurrido en la primera.

La ralentización de la última ola de la pandemia, junto al ritmo de vacunación en USA y el plan de estímulo fiscal por importe de 1,9 billones de dólares aprobado recientemente por el gobierno republicano, está teniendo reflejo en la publicación de unos datos económicos mejores de lo previsto y en unas perspectivas económicas mejores de lo que en principio se esperaba con expectativas de crecimiento del 6% o superiores para este año. Todos estos factores están acelerando el movimiento al alza de los tipos de interés de medio y largo plazo y por consiguiente aumentando la pendiente de la curva de tipos. Habitualmente, la pendiente de la curva de tipos de interés nos suele dar pistas con unos meses de antelación de las expectativas de crecimiento futuras, esto nos es más que el reflejo de las previsiones de los economistas respecto al desempeño de la economía.

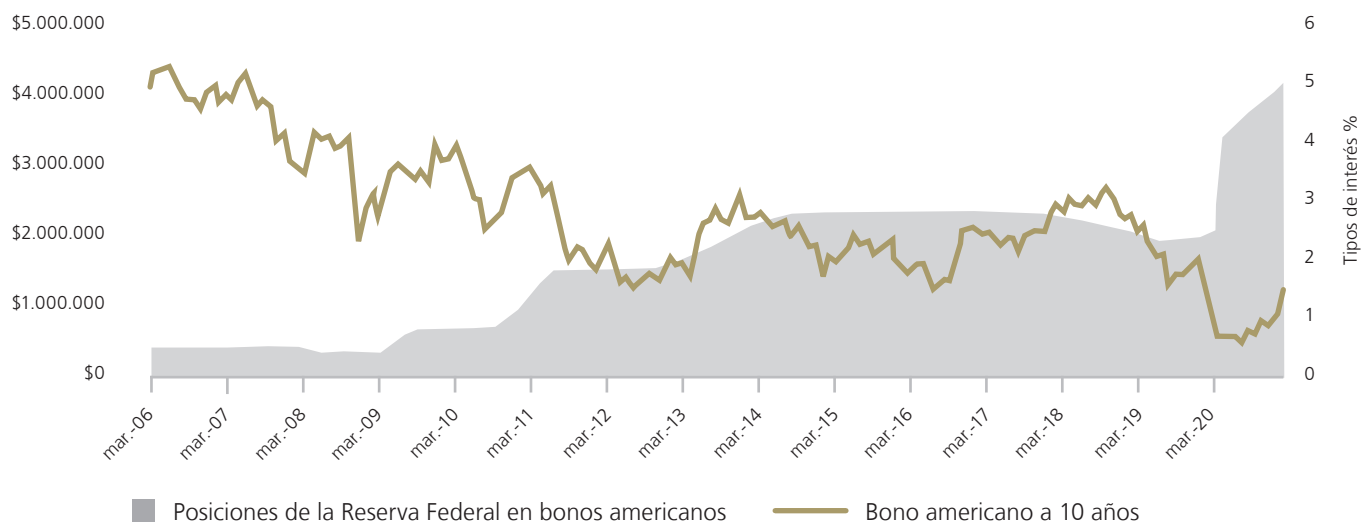
Recesiones y evolución de tipos a 10 años y pendiente de la curva 2/10 años USA



Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Abr21

En las últimas tres recesiones en Estados Unidos (zona sombreada), la pendiente de la curva nos ha dado alguna señal anticipada de la posibilidad de esa recesión, con una curva de tipos de interés prácticamente plana o incluso invertida. Recordemos que una pendiente de la curva 2/10 años plana nos indica que los tipos de interés en ambos tramos están al mismo nivel. Si la pendiente esta invertida, los tipos a 2 años son superiores a los de 10 años y cuando la pendiente es positiva los tipos de interés a 2 años son menores que a 10 años. La curva invertida o muy plana, nos indica un menor crecimiento a futuro y en función de las medidas que tome el banco central o el gobierno tenderá a normalizarse cogiendo una pendiente que descuenta mayor crecimiento a futuro y los tipos a largo plazo sean superiores a los del corto plazo. Así, en las recesiones del año 2001, 2008 y la actual, la curva ha estado invertida o muy cercana a cero, descontando un crecimiento bajo o incluso negativo para trimestres posteriores, para empezar a incrementarse la pendiente de la curva de tipos, una vez los agentes financieros empiezan a descontar una salida de la crisis y por tanto un mayor crecimiento.

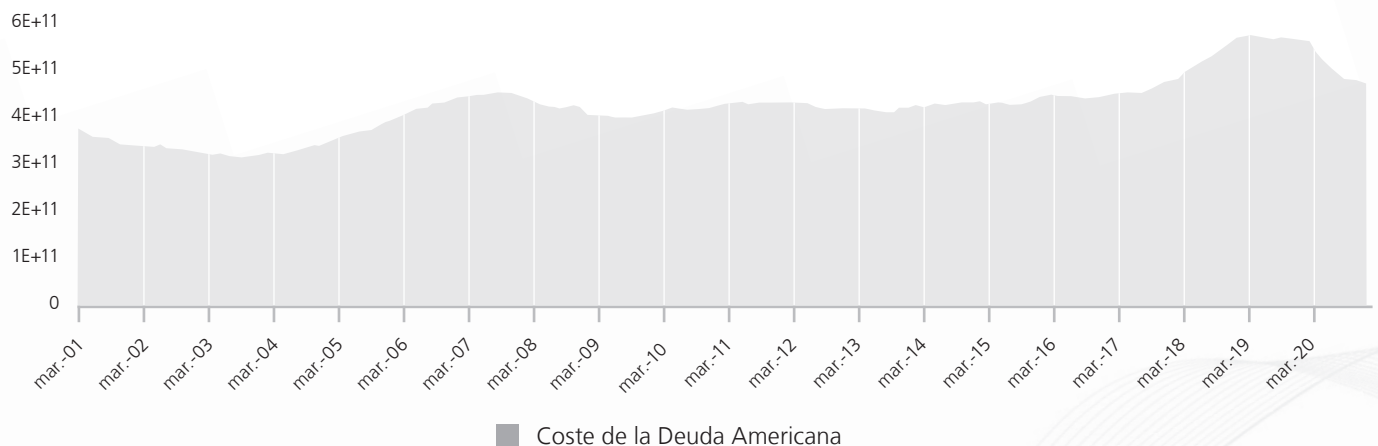
Tipo de interés nominal a 10 años y bonos en el balance de la Reserva Federal



Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Abr21

Por otro lado, desde la crisis de 2008, la intervención de los bancos centrales en los mercados se hace de una manera explícita con la compra de bonos, con el objetivo de mantener los costes de financiación lo más bajos posible. En el gráfico se observa, que la intervención de la Reserva Federal se ha ido incrementando a lo largo de los últimos años lo que ha situado la tenencia de bonos en el balance en máximos históricos. La caída de la rentabilidad del bono americano a 10 años a lo largo de estos años no se deberá exclusivamente a la compra de bonos por parte de la Reserva Federal, los factores fundamentales habrán tenido su impacto, pero un porcentaje elevado de la caída en rentabilidad sí se debe a este factor. Esto se ha traducido en rentabilidades positivas en estos años para los tenedores de bonos americanos.

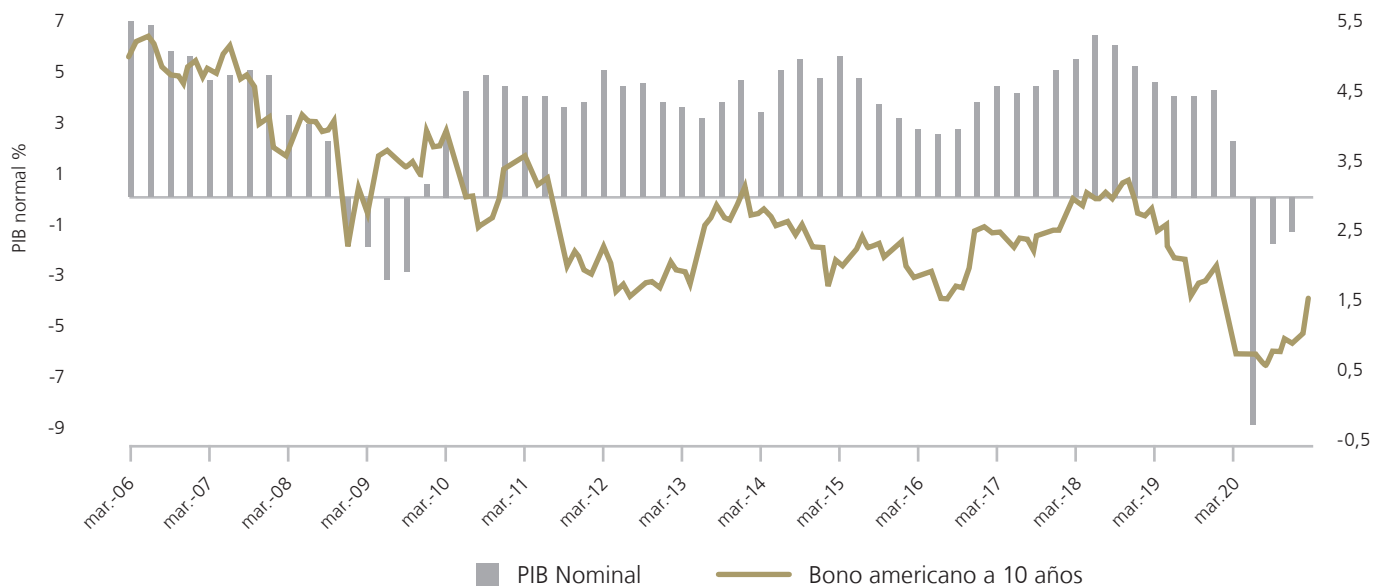
Coste de la deuda americana \$



Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Abr21

Si nos fijamos en el coste de la deuda americana, la intervención de la Reserva Federal con sus programas de compras sí está teniendo un impacto significativo en los tipos de interés, ya que la factura a pagar no se ha incrementado al mismo ritmo que el cociente de la Deuda sobre el PIB (Producto Interior Bruto) que en 2011 era del 65,9% y en 2020 del 100,4%.

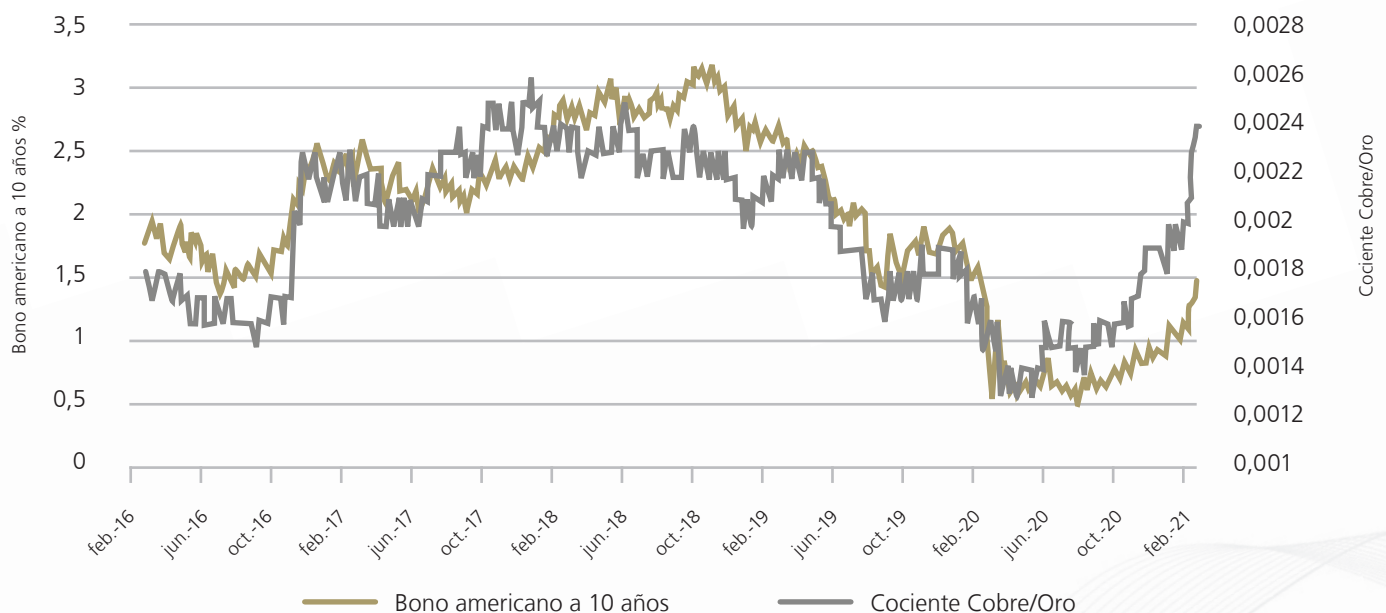
PIB nominal USA y tipo de interés 10 años USA



Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Abr21

También podemos analizar la evolución del PIB nominal (PIB ajustado por precios) con la evolución del bono americano a 10 años y podemos ver que el movimiento del bono se anticipa a las tasas de crecimiento económico como puede observarse en el gráfico. Actualmente, el repunte de los tipos de interés, nos puede estar indicando un repunte de crecimiento en trimestres venideros, una recuperación cíclica después de los malos datos provocados por la pandemia y el empuje del estímulo fiscal aprobado de 1,9 billones de dólares con la llegada de Biden a la presidencia americana.

Relación entre Cobre/Oro y el bono americano a 10 años

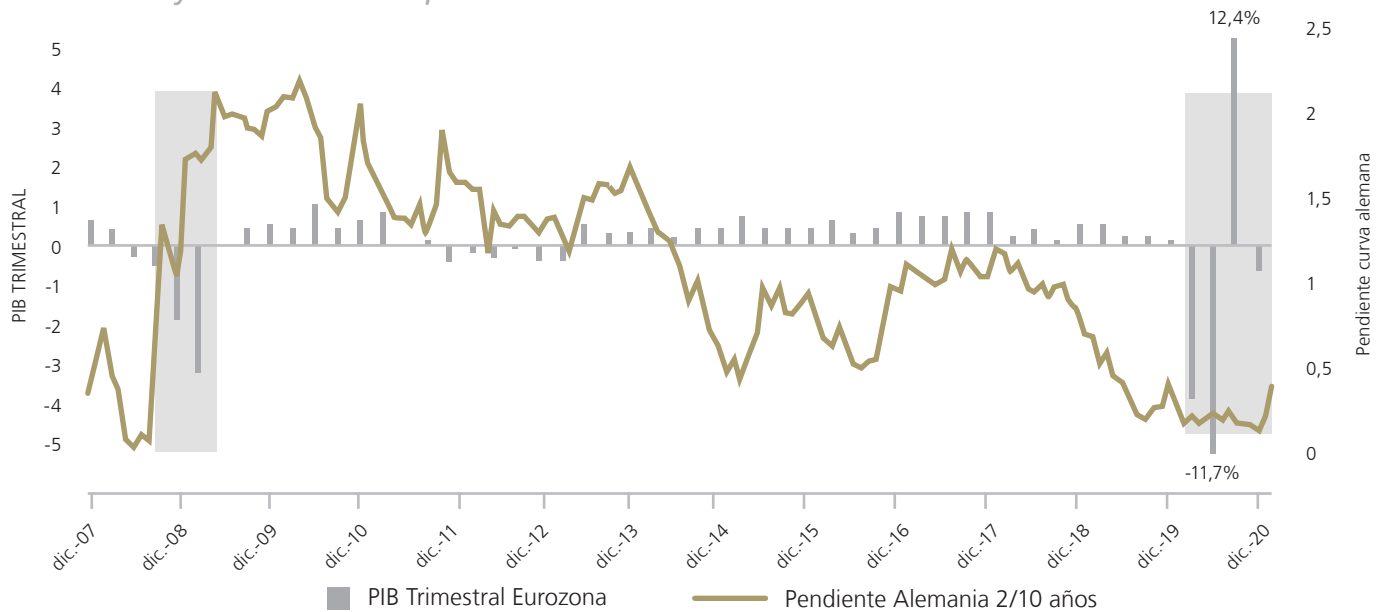


Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Abr21

Incluso, la evolución de las materias primas, tiene su correlación con la evolución del bono americano a 10 años. La relación entre el cobre, como materia prima usada en multitud de procesos industriales y tecnológicos, y el oro, como activo teóricamente que nos cubre de la inflación o activo refugio, es un cociente que nos indica la fortaleza de la actividad industrial sobre un activo refugio como es el oro y en consecuencia el posible impacto en el nivel del bono a largo plazo.

Por otro lado, en la Eurozona, la evolución de los tipos de interés alemanes y la pendiente han tenido comportamientos similares a Estados Unidos. En el gráfico se analiza el comportamiento de la pendiente de la curva alemana y las recesiones económicas sufridas, sin tener en cuenta las crisis financieras de los años 2010, 2011 y 2012 en donde se intervinieron algunos miembros de la Eurozona y no las consideramos crisis económicas en su origen, aunque derivaran en ello.

Recesiones y evolución de la pendiente de la curva

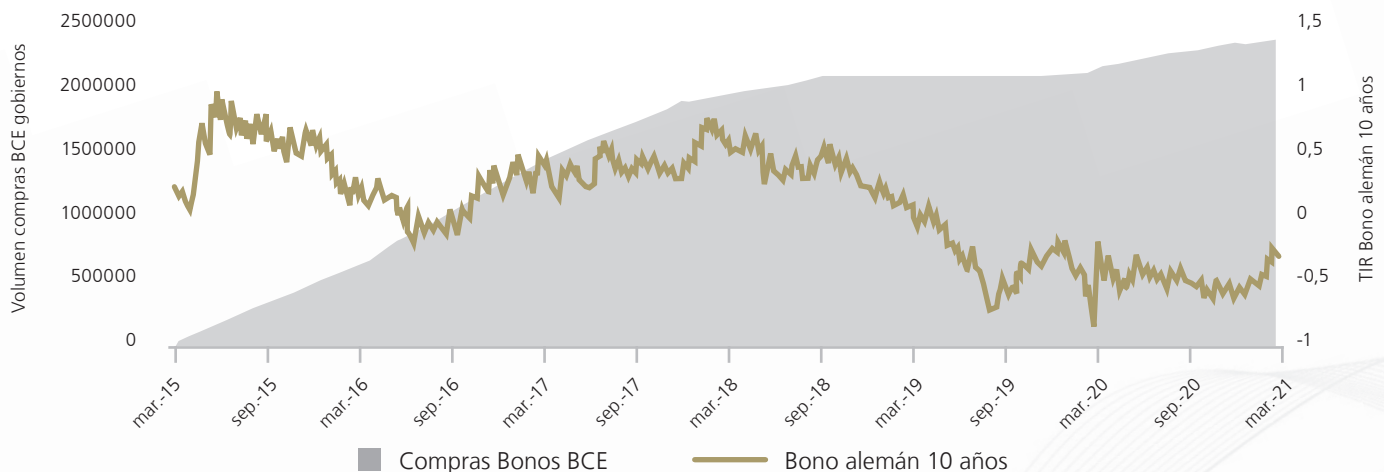


Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Abr21

La pendiente de la curva suele anticiparse a los cambios de tendencia económicos, ya que los agentes financieros suelen trasladar a sus carteras, sus estimaciones de crecimiento más o menos favorables comprando o vendiendo bonos. En el gráfico se observa, que antes de las dos últimas recesiones económicas, la pendiente, ha estado prácticamente a cero para empezar a descontar crecimiento una vez se inicia esa recesión económica a raíz de las intervenciones del BCE (Banco Central Europeo) y las medidas de estímulos de los diferentes gobiernos para paliar la recesión.

A raíz de la crisis de 2008, el Banco Central Europeo puso en marcha una serie de programas de compra de activos de renta fija, tanto de gobiernos como de emisores privados, que han tenido un claro impacto en la evolución de los tipos de interés. Un ejemplo de ello es la cotización del bono alemán a 10 años que ha pasado de cotizar en 2008 al 4,60% a tasas negativas como en la actualidad.

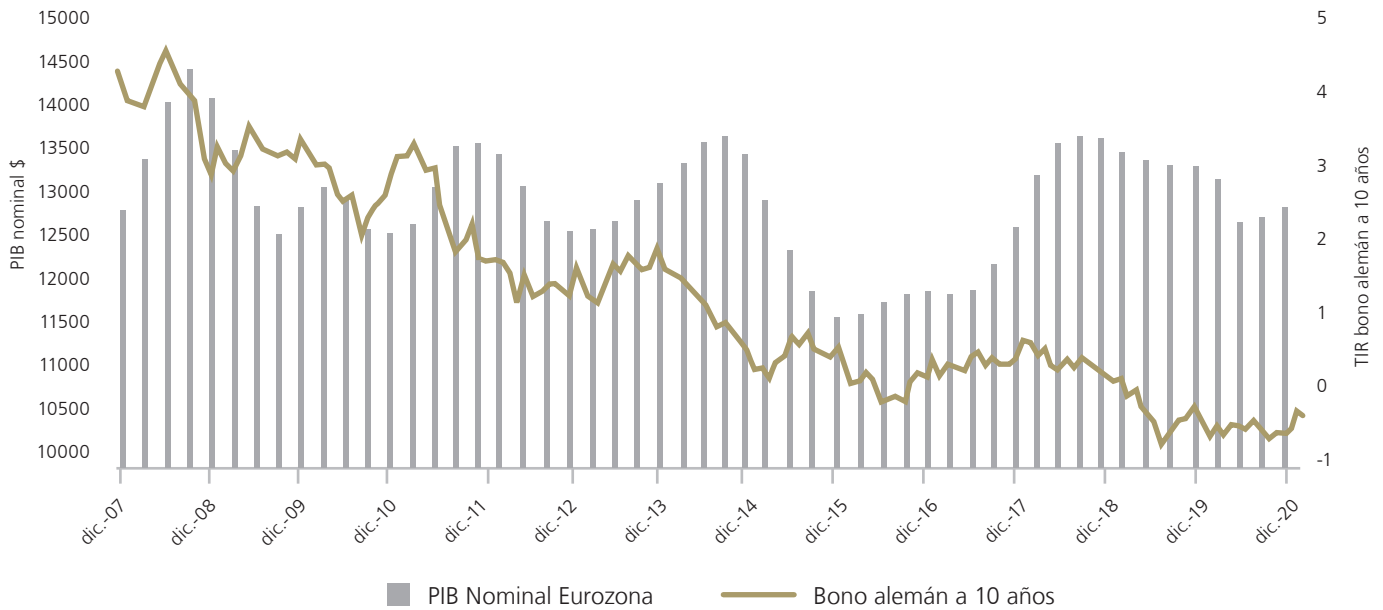
Evolución del bono alemán a 10 años



Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Abr21

Estos programas de compras han tenido un impacto en los tipos de interés empujándolos a la baja de una manera clara. De esta manera, se facilitaba una financiación barata no solo de los gobiernos, sino también de los emisores privados. Un ejemplo de esta situación, es el caso de España, donde los costes del servicio de la deuda, es decir, lo que nos cuesta en términos de intereses a pagar todos los años el montante de deuda del estado que esta emitida, ha tenido una disminución importante. España tiene un nivel de deuda superior al 100% del PIB, por lo que el coste de esta deuda que va incrementándose, supone una partida muy importante de gasto. El efecto de las compras del BCE ha supuesto, que el montante haya pasado desde 2008 de un coste medio del 4,5% a la actualidad con un coste inferior al 2%.

Relación entre PIB nominal Eurozona y bono alemán



Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Abr21

La evolución de las tiras de los bonos también nos pueden dar señales del comportamiento de la economía en trimestres venideros, ya que los agentes financieros adecuan sus carteras a las previsiones económicas futuras, por lo que es habitual que el movimiento de los bonos se adelante a los cambios de ciclo económico.

Por tanto, en un entorno como el actual, en donde el escenario central de trabajo es de una recuperación cíclica, basada en unos estímulos fiscales sin precedentes tanto en USA como en Europa, una política monetaria acomodaticia que va a financiar los planes fiscales, un proceso de vacunación lento pero en marcha y una tasa de ahorro elevada, que se traducirá en consumo una vez se reduzcan las restricciones, dará lugar a que los mercados descuenten, como ya están haciendo, unos crecimientos a futuro mayores, con el consiguiente impacto en los tipos de los bonos a medio y largo plazo. En este entorno de mayores tipos a medio y largo plazo y mayor pendiente de la curva de tipos de interés, la cobertura natural de las carteras con bonos desaparece, ya que este activo nos restará en valor absoluto.



Este documento tiene carácter meramente informativo y no constituye ninguna oferta, solicitud o recomendación de inversión del/los productos/ financiero/s del/los cual/es se informa, en su caso. Ninguna información contenida en el mismo debe interpretarse como asesoramiento o consejo, financiero, fiscal, legal o de otro tipo. Este documento y la distribución del mismo no están destinados a personas, entidades, jurisdicciones o países en los que su publicación, disponibilidad, distribución o utilización sea contraria a la legislación o normativa local. Si usted sabe que su acceso a este informe contravendría la legislación aplicable local, nacional o internacional, deberá ignorar su contenido. Cualquier uso que haga de este documento será por su cuenta y riesgo. Aunque la información incluida en este documento procede de fuentes consideradas fiables, no manifestamos ni garantizamos su exactitud, y dicha información podría ser incompleta o estar resumida. Todas las estimaciones y opiniones recogidas en este documento son realizadas en la fecha de su publicación y podrían cambiar sin previo aviso. Este documento no puede ser reproducido (en parte o en su totalidad) sin consentimiento previo por escrito de CaixaBank Asset Management SGIIC, S.A.U.

CaixaBank Asset Management, SGIIC, S.A.U., es una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva española regulada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores e inscrita en el Reg. Mercantil de Madrid, tomo 36.997, folio 1, Hoja M-661.074. NIF A-08818965. Inscrita con el nº 15 en el Registro de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva.