



Renta Fija: Momento para añadir duración a las carteras

25 - 50pb¹

De subidas de tipos adicionales para llegar al tipo terminal en los principales bancos desarrollados

86 - 100%²

Nivel alcanzado por las subidas de tipos de interés de los bancos centrales con respecto a las expectativas de tipos terminales

2.5% vs. 1%³

Variación en el precio de un bono a 5 años vs. variación del precio de un bono a 2 años ante una disminución de 50pb en tipos de interés

¹ Fuente: Cálculos propios.

² Fuente: Consenso de economistas de Bloomberg. Encuesta a 8 de marzo 2023.

³ Fuente: Cálculos de Santander (ver ejemplo en el interior).



Tipos de interés reales positivos a largo plazo, expectativas de recortes del tipo de referencia a futuro además del efecto diversificador de la renta fija, hacen de este un buen momento para pensar en añadir duración a las carteras

Tipos de interés reales positivos a medio-largo plazo

La batalla contra la inflación que han tenido que llevar a cabo los bancos centrales a lo largo de los últimos 12 a 18 meses, dependiendo de la geografía, está dando frutos. Hemos empezado a ver una moderación en la subida de precios a la vez que nos hemos adentrado en un período de tipos de interés más elevados. En la nota que publicamos en el mes de marzo. [Un nuevo entorno de rentabilidad para la renta fija de corto plazo](#) ya comentábamos el cambio significativo que estaba ocurriendo en las opciones de inversión de bajo riesgo a corto plazo, en donde era posible encontrar niveles de rentabilidad que mitigaban en gran parte el impacto negativo de subidas adicionales de tipos de interés.

Recientemente se ha alcanzado otro hito que no se había producido en la última década en Europa y en los dos últimos años en Estados Unidos: no sólo los tipos de interés nominales son mucho más elevados, los tipos de interés reales a medio plazo (5 años) están en positivo.

El gráfico de la izquierda corresponde a la Eurozona y el de la derecha a Estados Unidos. En los dos gráficos superiores la línea roja refleja la rentabilidad a vencimiento del índice

agregado de renta fija de Bloomberg y la azul representa la inflación esperada a cinco años para cada una de las zonas.

En la Eurozona, aunque la inflación en la última década se mantuvo en niveles muy bajos (incluso por debajo del objetivo del 2% del BCE) los tipos nominales estuvieron rozando el cero, o en niveles negativos. Los tipos reales (tipos nominales - inflación esperada) como consecuencia, y como observa en el gráfico inferior izquierdo, **estuvieron en negativo, es decir, no cubrían la inflación por un largo período.** El BCE ha subido 375pb los tipos de interés de referencia desde julio de 2022, lo cual se ha reflejado en toda la curva de tipos. Si bien es cierto que las expectativas de inflación a largo plazo son hoy en día más altas – cercanas a un 2.5% – también lo son las rentabilidades nominales que ofrece la renta fija a plazo, alrededor de un 3.45%. En la zona euro los tipos de interés reales actuales están en torno al 0.95%.

En Estados Unidos también se produce el mismo fenómeno de tipos reales positivos (después de un período más corto de tipos negativos) **con niveles mayores al 2%**, pues los tipos nominales se sitúan cerca del 4.6%.

Tipos nominales y expectativas de inflación a 5 años

Inflación moderándose y tipos nominales más altos llevan a tipos de interés reales positivos

Eurozona

Fuente: Bloomberg EuroAgg Indexy expectativas de inflación en la zona Euro a 5 años. Datos a 02/06/2023.



Estados Unidos

Fuente: Bloomberg US Agg Indexy expectativas de inflación en la Estados Unidos a 5 años. Datos a 02/06/2023.



La "última milla" de la política monetaria

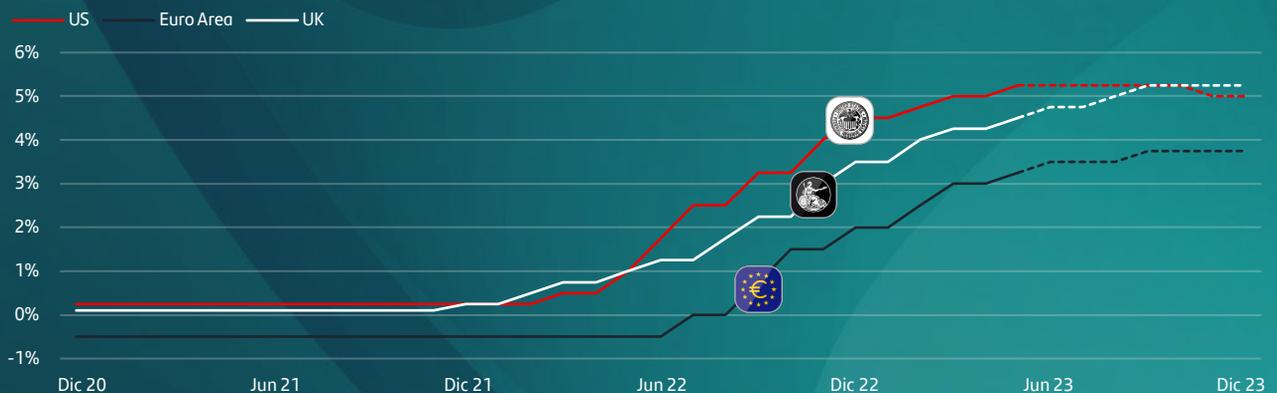
Después de dos años en los que la política monetaria ha ido incrementalmente hacia niveles más restrictivos, con un inicio (y terminación en algunos casos) bastante anterior en los países emergentes en comparación con los países desarrollados, **llegamos al momento en el que se ha alcanzado, o está a punto de alcanzarse, el "tipo terminal" en donde ya habrían finalizado las subidas de tipos.**

En los principales países desarrollados, la **Reserva Federal** subió el tipo de referencia en 25pb hasta un nivel de 5%-5,25% en mayo.

Con esto, el **aumento en el tipo de referencia ha sido de 500pb**. De quedar alguna subida adicional de tipos en los próximos meses, ésta sería marginal. **El Banco de Inglaterra ha subido 425pb** hasta el 4.50% actual. El mercado descuenta un par de subidas adicionales hasta niveles de 5,25%. **El Banco Central Europeo (BCE)** inició las subidas de tipos en julio de 2022, **ha incrementado tipos en 375pb** hasta niveles de 3.25% en el tipo de depósito. Aún el mercado descuenta dos subidas adicionales.

Tipos de referencia de países desarrollados

Fuente: Bloomberg WIRP. Datos a 22/05/2023.



¿Qué podemos esperar en los próximos meses?

Los tipos de interés se sitúan ya en un nivel suficientemente restrictivo pero, teniendo en cuenta el efecto retardado de la política monetaria, habrá que esperar para ver el impacto total que tendría en la economía. Por lo tanto, **la pausa sería de algunos meses, en los que los bancos centrales continuarían observando el comportamiento de la inflación, y también la intensidad de la desaceleración económica.** La media histórica de las pausas en política monetaria de la Reserva Federal en Estados Unidos es de unos 5 o 6 meses. Ante subidas de tipos ya marginales en el corto plazo, el mercado centra su atención en el posible momento del recorte de tipos.

¿Cómo suele reaccionar la renta fija ante un escenario de pausa/futuras bajadas de tipos? El concepto de duración.

La relación entre el precio de un bono y los tipos de interés es inversa. Es decir, si suben los tipos de interés bajará el precio del bono (y viceversa).

La sensibilidad del precio de un bono ante variaciones en los tipos de interés se mide a través de la **duración**. La duración de un bono es la media del vencimiento ponderado de todos los flujos de ese bono. En otras palabras, expresa en años cuánto tiempo tardarán los flujos de caja de ese bono en ser pagados. Dado que la mayor parte de los flujos de un bono se suelen pagar al final (el principal, por ejemplo) la duración estará cerca del vencimiento.

En el caso de los bonos cupón cero (sin cupón), la duración del bono coincidirá exactamente con el vencimiento de ese bono. Es decir, lo que queda para la fecha de vencimiento. Por ejemplo, si un bono cupón cero vence en 5 años, la duración de ese bono es 5 años.

La duración modificada, mide la sensibilidad del precio del bono frente a pequeñas variaciones en los tipos de interés del mercado.

La duración de un bono es la media del vencimiento ponderado de todos los flujos de ese bono

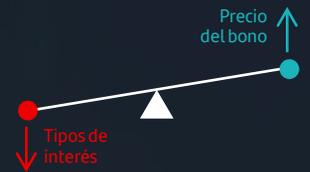
A mayor duración, mayor sensibilidad del precio de un bono ante movimientos de los tipos de interés

Dada la relación inversa entre precios de los bonos y tipos de interés, **si esperamos bajadas en los tipos, siendo este nuestro escenario para el futuro próximo, es razonable extender la duración pues el precio subirá**

En un entorno de subida de tipos de interés, trataremos de reducir lo más posible la duración de las carteras para minimizar el impacto en precio de estas subidas.



Por el contrario, si esperamos bajadas en los tipos de interés es razonable extender la duración



Ejemplo

Supongamos un bono con una duración modificada de 5 años. Si los tipos de interés bajan del 5% al 4,5%, el precio del bono subirá en un 2,5%. El cálculo para conocer el porcentaje en que se puede mover el precio de un bono ante cambios en los tipos de interés se hace de la siguiente forma:

$$\text{Variación \% precio bono} = - \text{duración modificada} \times (\text{variación en los tipos de interés})$$

$$\text{Var \% precio} = - 5 \times (4,5\% - 5\%) = + 2,5\%$$

La renta fija como estrategia de defensa/diversificación

El concepto de correlación explica el comportamiento de una variable con respecto al comportamiento de otra. Así, cuando la correlación es positiva, las dos variables se mueven en la misma dirección (zona azul gráfico inferior) y cuando es negativa (zona roja), ante subidas de una, la otra cae.

En 2022 todos los mercados cayeron como consecuencia de las agresivas subidas de tipos, con lo cual, la renta fija, el activo refugio tradicional ante caídas de bolsa, no pudo cumplir su papel defensivo y diversificador.

Los bonos han recuperado niveles de normalidad que les permiten de nuevo hacer de diversificador/refugio para momentos de volatilidad de mercado. Como se puede observar en el gráfico superior, en el momento del colapso de algunos bancos regionales en Estados Unidos el pasado marzo, el precio de los bonos (línea blanca) subió ante la posibilidad de futuros recortes/relajación de la política monetaria para controlar la inestabilidad financiera, y la bolsa (línea roja) cayó debido al colapso de los bancos. En este caso, carteras o bonos con mayor duración se vieron más beneficiados por el movimiento.

Comportamiento de bonos y bolsa global

La capacidad diversificadora ha vuelto a la renta fija

Fuente: Bloomberg. Datos a 02/06/2023.



Correlación en el comportamiento de RF y RV



¿Cómo posicionarse para este entorno de tipos?

Incorporando a las carteras vehículos de inversión colectiva, gestionados por profesionales, que dan acceso a una cartera bien diversificada con instrumentos de renta fija, tanto de **gobiernos** como de **corporaciones**, con **mayor duración**.

El binomio rentabilidad/riesgo en este momento del ciclo creemos que beneficia a los **emisores de alta calidad**.

Como resumen, el **retrato robot** del producto a buscar sería

01

Gestión activa a través de un **fondo de inversión**

02

Alta calidad crediticia en la cartera, tanto de gobiernos como corporativos

03

Duraciones en el entorno de los 6 años

Información Legal Importante

El presente informe ha sido preparado por Banco Santander, S.A. ("Santander") con fines exclusivamente informativos y no pretende ser, ni debe ser interpretado como un asesoramiento de inversión, ni es un prospecto u otro material informativo similar. La distribución o puesta a disposición de este material a un cliente o a un tercero no debe considerarse como una prestación u oferta de servicios de asesoramiento en materia de inversiones.

Este material contiene información recopilada de distintas fuentes, como previsiones comerciales, estadísticas, de marketing y económicas, y fuentes de otros tipos. La información de este material también puede haber sido recopilada de terceros, y puede que esta información no haya sido corroborada por Santander y Santander no acepta responsabilidad por dicha información.

Toda opinión expresada en este material podría diferir o contradecir las opiniones expresadas por otros miembros de Santander. La información contenida en este material es de carácter general y tiene únicamente fines ilustrativos. No se refiere a jurisdicciones concretas y no es en ningún modo aplicable a situaciones o personas específicas. Asimismo, no representa un análisis exhaustivo y formal de los temas tratados ni establece un juicio de interpretación o de valor sobre su alcance, aplicación o viabilidad. Si bien la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por fuentes que Santander considera fiables, la exactitud o integridad de la misma no está garantizada. Santander no asume responsabilidad alguna por el uso que se haga de la información aquí reflejada.

Este informe no constituye una recomendación, oferta o solicitud de compra o venta de activos, servicios, contratos bancarios o de otro tipo, o cualesquiera otros productos de inversión (conjuntamente llamados "Activos Financieros"), y no debe ser considerado como base única para evaluar o valorar los Activos Financieros. **Santander no garantiza los pronósticos u opiniones expresados en este informe sobre los mercados** o los Activos Financieros, incluyendo en relación a su rendimiento actual y futuro. Cualquier referencia a resultados pasados o presentes no deberá interpretarse como una indicación de los resultados futuros de los mencionados mercados o Activos Financieros. Los Activos Financieros descritos en este informe pueden no ser aptos para su distribución o venta y Santander no garantiza que sean aptos ni estén disponibles en ninguna jurisdicción determinada o para ciertas categorías o tipos de inversores.

Así mismo, este informe no podrá ser ni reproducido entera o parcialmente, ni distribuido, publicado o entregado, bajo ninguna circunstancia, a ninguna persona más allá de a quien el mismo estuviera dirigido.