



La subida de los tipos de interés y su impacto en los mercados

Introducción

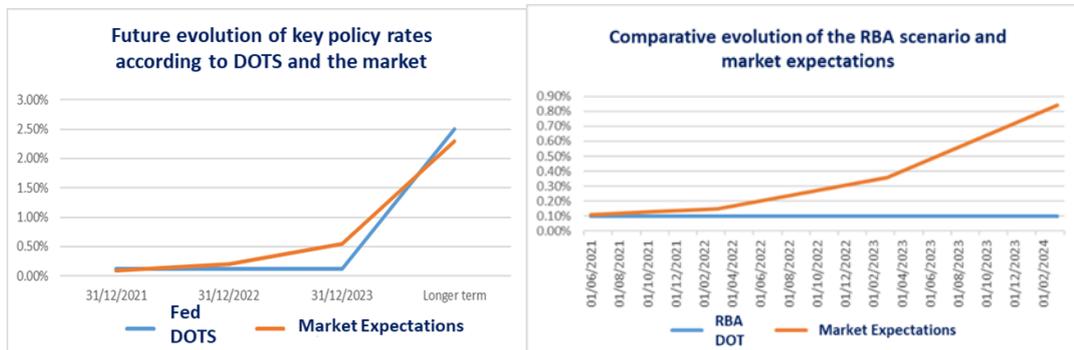
100 puntos básicos son los que separan el punto más bajo del US Treasury Note a 10 años en 2020 (0,51%¹ el 08 de abril), en pleno apogeo de la crisis sanitaria, y el nivel más alto alcanzado a comienzos de este año (1,52%¹ el 25 de febrero). Este movimiento se ha producido en su mayoría durante este 2021, **a medida que los inversores han comenzado a anticipar una rápida recuperación** y la subida de la inflación.

Con la excepción de Reino Unido y la eurozona, la mejora de las expectativas macroeconómicas es sustancial, tal y como desvelan las últimas cifras y encuestas publicadas. El crecimiento global, liderado por Estados Unidos y China, se está revisando al alza, al igual que la subida de los precios de las materias primas. Todo esto ha contribuido a que las previsiones sobre los niveles de inflación hayan superado a las existentes en el momento previo a la crisis (curva swap Euro & US). El despliegue de las vacunas y el plan presupuestario de Estados Unidos dejan paso a unas perspectivas claramente positivas para la demanda del petróleo. Del lado de la oferta, las restricciones son temporales (huelgas y averías en Libia, reducción de exportaciones por parte de Rusia, apoyo de Arabia Saudí y cumplimiento con los acuerdos de la OPEP). Por lo tanto, los precios se mantienen altos en un contexto en el que continúa la reducción de los inventarios en Estados, a pesar de la estacionalidad positiva.

Los bancos centrales llevan meses confirmando su postura acomodaticia, pero la **divergencia con las expectativas del mercado ha ido aumentando** desde principios de año y está contribuyendo a la subida de los tipos nominales. El mercado anticipa una primera subida de tipos por parte de la Fed en diciembre de 2022 (nueve meses antes de lo que se preveía en enero); actualmente está muy por encima del DOTS (*Designated Order Turnaround System*), que se revisará en la próxima reunión del comité del 17 de marzo. La Fed, por su parte, no espera subidas antes de 2024. En cuanto a la AIT (*Average Inflation*

¹ Datos a cierre.

Targeting), el mensaje de la Fed no ha cambiado: será necesario un año de inflación superior al 2,25% y la vuelta al pleno empleo para subir los tipos de interés.



Fuente : Bloomberg, La Française Asset Management

Lo mismo ocurre en Australia, donde a pesar de aplicar políticas de control de la curva de yield (vencimiento a 3 años), el banco central ha tenido que renovar su programa de compra de activos para alcanzar su objetivo de inflación.

El reciente aumento de la volatilidad en los mercados de renta fija nos ha instado a adoptar una postura cautelosa con respecto a la renta variable, sin cuestionar el posicionamiento de riesgo y los flujos hacia esta clase de activos. Los tipos reales estadounidenses, los cuales son bastante negativos, presentan una fuerte asimetría: hasta ahora han contribuido ligeramente a la subida de los tipos nominales, a pesar del repunte macroeconómico y del extraordinario estímulo fiscal. Al igual que otros Bancos Centrales, la Fed está preocupada por la evolución de las condiciones financieras y no por la reciente evolución de los tipos de interés. Por último, **el pronunciamiento de las curvas es una buena noticia para la actividad bancarias**, y favorecemos a la deuda subordinada de este sector en el universo de la deuda privada.

Mercado High Yield

Históricamente, la subida de los tipos de interés ha tenido un impacto limitado, e incluso positivo, en la rentabilidad del sector High Yield, tanto en Estados Unidos como en Europa. Este último se basa más en las perspectivas de crecimiento y, por tanto, en las tasas de defaults.

Así, una subida de los tipos de interés (o una inclinación de la curva de tipos sin riesgo) refleja en general las expectativas de los inversores de mejores perspectivas de crecimiento económico y, por lo general, conduce a un estrechamiento de los spreads de High Yield (menores expectativas de default). Por el contrario, una caída de los tipos de interés (un

aplanamiento o incluso una inversión de la curva de tipos sin riesgo) refleja un deterioro de las perspectivas económicas y, por lo general, provoca un aumento de los spreads de los créditos HY y, por tanto, una rentabilidad negativa de la clase de activos.

El siguiente cuadro destaca las fases de subida y bajada de los tipos de interés en Estados Unidos y Europa desde enero de 1998 hasta la actualidad. De todas las etapas de subida de tipos, tanto en Europa como en Estados Unidos, el único rendimiento negativo registrado por el High Yield se observó entre abril de 2011 y julio de 2012 y se limitó al -1% (correspondiente a un diferencial de +18 puntos básicos en Estados Unidos y 29 puntos básicos en Europa). Si se observan todas las demás subidas de tipos, el comportamiento del mercado HY fue positivo (una media de +10% en la rentabilidad total en Estados Unidos y Europa).

Risk free Rate go down	US Treasury 10Y	US HY Perf TR	US HY Spread (in bps)	German Bond 10Y	EUR HY Perf TR	EUR HY Spread (in bps)
Jan.98 – Jan.99	-100	4%	+177	-171	10%	+90
Feb.00 – Sept.05	-220	45%	-51	-255	7%	-147
Jun 09 – Aug 10	-120	33%	-162	-140	45%	-333
Apr.11 – Jul.12	-212	8%	+146	-231	5%	+246
Feb.18 – Dec.18	-29	-4%	+174	-53	-5%	+219
Jan.20 – May 20	-130	-6%	+266	-20	-7%	+220

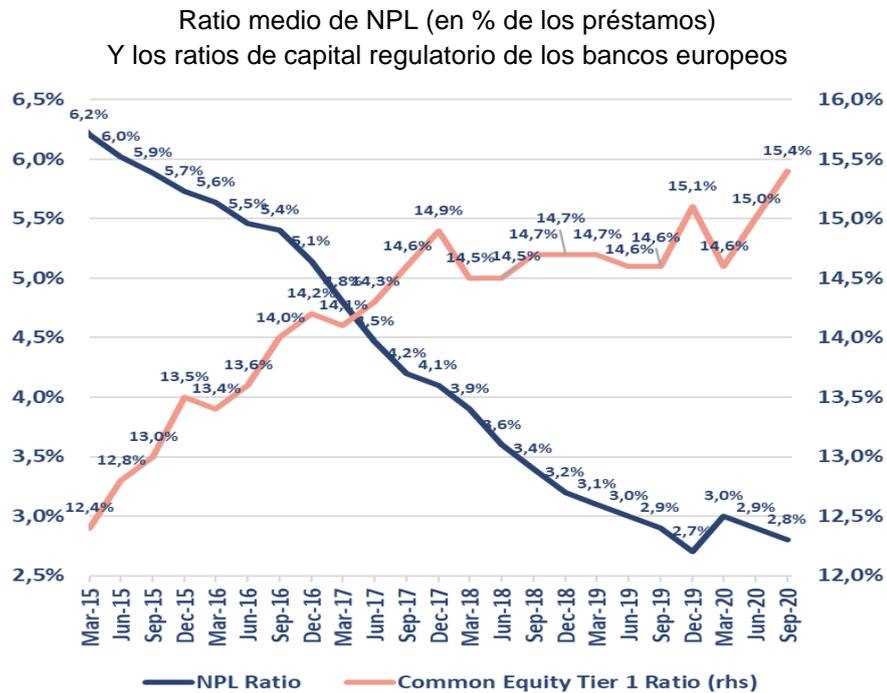
Risk free Rate go up	US Treasury 10Y	US HY Perf TR	US HY Spread (in bps)	German Bond 10Y	EUR HY Perf TR	EUR HY Spread (in bps)
Jan.99 – Feb.00	200	1%	-91	197	10%	-152
Sept.05 – Jul.07	70	18%	+33	130	10%	-22
Aug.10 – Apr.11	90	11%	-210	128	9%	-155
Apr.15 – Jul.15	50	-1%	+18	82	-1%	+29
Sept.16 – Feb.18	126	8%	-114	86	8%	-122
May 20 – Feb.21	70	14%	-257	15	11%	-194

Fuente : Bloomberg, La Française Asset Management

Mercados de deuda subordinada

Desde un punto fundamental, la reflación seguida de la inclinación de la curva de yield es siempre positiva para las futuras entradas del sector bancario. Prueba de ello, **es el hecho que la rentabilidad de las acciones bancarias está muy por encima de los índices europeos**. No obstante, la deuda subordinada, especialmente los CoCos AT1, siguen siendo una clase de activo High-Beta. La correlación existente con otros activos de riesgo (renta variable, crédito) pesa sobre la rentabilidad durante los periodos de alta volatilidad. Pero más allá del corto plazo, **la deuda subordinada continúa siendo una clase de activos de renta fija con poca exposición ante una subida de tipos**. La duración media

de un índice global es baja, de 3.6, y tiene un spread elevado que permite amortiguar una parte de la subida de los tipos de interés (OAS – *Option Adjusted Spread* – a 330 pbs).



La principal cuestión continuará siendo el impacto que ha tenido la crisis sanitaria en la solvencia del sector bancario. Actualmente, **los balances siguen siendo muy sólidos y el ritmo de las provisiones es moderado en la mayoría de los países** (excepto en Grecia y Portugal). Los resultados del cuarto trimestre disponibles siguen siendo tranquilizadores y la solvencia se encuentra en su punto más alto. Estaremos atentos a la segunda mitad del año, ya que se espera que el apoyo de las economías europeas finalice.

No es el mismo panorama para la deuda subordinada de compañías de seguros o de los híbridos corporativos que tienen duraciones medias más altas y spreads más bajos. Tradicionalmente, estos activos se han comportado peor en los periodos de subidas de tipos, y los flujos de los inversores institucionales pueden provocar cambios en la valoración.

Mercado de Renta Variable

Mientras que el 2021 comenzaba con la temporada de resultados, la reciente subida de tipos de interés a largo plazo causada por el aumento las expectativas de la inflación, ha provocado **un repunte en la volatilidad en los mercados de renta variable**.

En general, a pesar de la bajada de 5%², que principalmente afectan a los valores de tecnología, growth, y quality; **los mercados de renta variables siguen teniendo un comportamiento positivo.**

Históricamente, la correlación entre los tipos de interés a largo plazo y los mercados de renta variable han sido positivos de manera estructural a lo largo de los últimos 20 años. Sin embargo, se han producido periodos de descorrelación significativa (a mediados del 2006, a mediados del 2013 y a finales del 2018). En los dos primeros casos, la caída fue relativamente limitada, mientras que, en el último caso, los temores a la subida de los tipos a largo plazo fueron sustituidos por los temores a la recesión.

La disposición actual es diferente y los mercados de renta variables deberían de ser capaces de soportar los tipos de interés a largo plazo estadounidenses alrededor del 1,5%. De hecho, la renta variable ha sufrido cuando el tipo de interés de los dividendos ha sido inferior al tipo a 10 años. Esto deja margen para un incremento de las yields en Estados Unidos y un amplio margen para otras zonas geográficas (véase en el siguiente gráfico).



Source: Bloomberg as at March 3rd 2021

Por último, **varios factores apoyan a los mercados de renta variable**: la puesta en marcha de vacunas, la recuperación económica, las medidas de apoyo (fiscales y monetarias) y la base para facilitar la comparación de resultados. A corto plazo, la exposición sectorial y la elección de los estilos serán, sin duda, más importantes que el nivel de exposición: hemos aumentado nuestra exposición en **activos value, que está descorrelacionado y más bien rezagado con respecto a los demás**, ya que no nos encontramos en el punto de inflexión que provoca una fuerte caída de los mercados de renta variable, sino en una **rotación del mercado más propicia a un buen comportamiento de los activos cíclicos y de baja valoración**. Esta rotación es especialmente beneficiosa para los sectores de las materias primas, bancarios y energéticos que cuentan con valoraciones todavía atractivas y de un

buen momentum de resultados para este año. A largo plazo, nuestra estrategia general no ha cambiado y seguimos basándonos en nuestro *research* interno para identificar compañías de alta calidad que demuestren un potencial de crecimiento prometedor.

² Diferencia entre los puntos más altos y bajos registrados en los índices bursátiles en febrero del 2021.

Este documento se dirige exclusivamente a los inversores profesionales y cualificados, según la definición de las directivas MIFID 2.

Editado por La Française, Société Anonyme à directoire et conseil de surveillance- capital de 78 836 320 € - RCS PARIS 480 871 490.

La Française Asset Management - Société par Actions Simplifiée- capital de 17 696 676 € - RCS PARIS B 314 024 019 - La Française Asset Management es una sociedad de gestión autorizada por la AMF con el número GP97076 el 1 de julio de 1997 (www.amf-france.org).

La información contenida en este documento no constituye un consejo de inversión, una propuesta de inversión o cualquier tipo de recomendación para invertir en los mercados financieros. Las valoraciones contenidas en este documento reflejan las opiniones de sus autores en el momento de su publicación y están sujetas a cambios posteriores. El Grupo La Française no se hace responsable en ningún caso de las pérdidas directas o indirectas derivadas de la utilización de este documento o de la información contenida en él. Este documento no puede ser reproducido, transmitido o distribuido a terceros, en todo o en parte, sin el consentimiento previo por escrito del Grupo La Française. www.la-francaise.com