

TENGA CUIDADO CON LO QUE DESEA

El Fixed Income Investment Strategy Group (ISG - Grupo de estrategias de inversión de renta fija) aglutina a profesionales de la inversión procedentes de la plataforma global de renta fija y otros equipos de Janus Henderson para ofrecer un foro de debate sobre la renta fija como clase de activos y los principales impulsores del mercado. El informe ISG Insight pretende ofrecer un resumen del reciente debate entablado dentro del grupo.

Los participantes centraron el debate en el endurecimiento de las condiciones financieras de la economía y en cómo la reciente crisis bancaria probablemente haya agravado los riesgos de recesión. Esto suscitó un debate en torno a la regulación, las vulnerabilidades en deuda high yield y los factores que podrían determinar el rumbo de los bancos centrales.

El toque de atención

El éxito de la política de los bancos centrales pasaba necesariamente por endurecer las condiciones financieras al objeto de enfriar la economía y, de ese modo, atemperar la inflación. La pujanza del mercado a principios del año no contribuyó a la causa, ya que el encarecimiento de los activos de riesgo como la renta variable y el estrechamiento de los diferenciales de crédito contrarrestaban parte del endurecimiento derivado de las subidas de los tipos de interés. La crisis bancaria desatada en marzo supuso un duro golpe para los mercados, aunque el giro del comportamiento puede que haya concedido a las autoridades de los bancos centrales lo que desean.

Gráfico 1. La crisis bancaria restauró el endurecimiento de las condiciones financieras



Fuente: Bloomberg, Bloomberg US Financial Conditions Index, del 31 de marzo de 2021 al 31 de marzo de 2023. El índice es una puntuación Z que indica el número de desviaciones estándar en las cuales las condiciones financieras actuales se desvían de los niveles normales (antes de la crisis). Rastrea las tensiones en los mercados monetarios, de renta fija y de renta variable para determinar la disponibilidad y el coste del crédito.

Muchos pensaron que los bancos centrales se verían obligados a intervenir para restaurar la estabilidad de precios. Las quiebras bancarias de marzo propinaron un fuerte revés al panorama al reavivar las dudas sobre la estabilidad financiera – la crisis financiera mundial (CFM) había proyectado una larga sombra – pero, ¿qué efecto podría tener las recientes tensiones bancarias en el crédito

MENSAJES CLAVES

- ▶ El endurecimiento de las condiciones crediticias se evidenció en ambos lados del Atlántico antes de irrumpir los problemas del sector bancario: la recesión sigue siendo el resultado más probable.
- ▶ La crisis bancaria es sintomática de los reveses que ocurren en la fase avanzada del ciclo, cuando la evolución de la economía y los mercados se vuelve no lineal; no obstante, esta crisis parece contenida, en vez de sistémica.
- ▶ La balanza entre la estabilidad de precios y la estabilidad financiera continúa sesgada hacia la lucha contra la inflación, aunque los rendimientos y los diferenciales pueden experimentar bruscos giros, por lo que es importante mantenerse ágiles.

y los tipos?

Condiciones crediticias más estrictas

El debate se centró en cómo los bancos podrían reaccionar a la crisis, al creerse que las normas para la concesión de préstamos seguirían endureciéndose. En realidad, las condiciones crediticias se estaban endureciendo mucho antes de que irrumpiera la reciente crisis, dado que los bancos ya estaban endureciendo las normas para conceder préstamos ante la mayor demanda de empréstitos que registraron en el segundo semestre de 2022.

Gráfico 2. Las condiciones crediticias se estaban endureciendo mucho antes de las penurias bancarias recientes



Fuente: Refinitiv Datastream, Encuesta de opinión de directivos de préstamos preferentes de la Reserva Federal (préstamos comerciales e industriales de EE. UU. otorgados a grandes y medianas empresas, % neto de bancos nacionales que endurecen las normas para préstamos, % neto de bancos nacionales que informan de una mayor demanda de crédito), del 4T 1990 al 4T 2022.

Resulta preocupante que las tendencias en EE. UU. se evidencien en otras regiones. En Europa se produjo un problema similar, ya que las normas para concesión de créditos volvieron a ser tan estrictas como lo fueron durante la crisis de deuda de la zona euro de 2011. La demanda de préstamos se había desplomado y convendría examinar si el reciente trauma bancario propició que esta situación persistiera.

Gráfico 3. La Encuesta de préstamos bancarios del BCE revela que los bancos aplicaron un endurecimiento del crédito similar
Porcentaje de bancos que informan de un aumento de la demanda de préstamos y un endurecimiento de las normas para concesión de créditos.



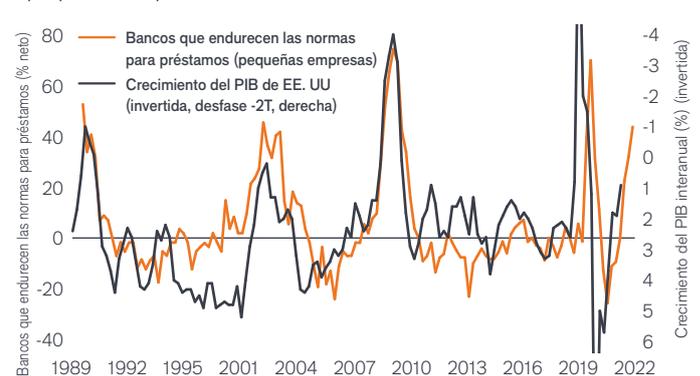
Fuente: Banco Central Europeo, de diciembre 2002 a diciembre 2022.

Varios participantes plantearon la cuestión de que las grandes empresas de categoría de inversión (IG) estadounidenses habían registrado un crecimiento nulo o escaso de su deuda desde 2021. Esto podría acarrear problemas económicos en el futuro, ya que la creación de crédito es un elemento clave de la expansión económica. El menor crecimiento de los beneficios también sugeriría que las ratios de apalancamiento (deuda/beneficios) tenderían a deteriorarse en los próximos trimestres, a pesar de mantenerse alta la cobertura de intereses.¹

Los miembros comentaron la estrecha correlación positiva que existía entre unas normas crediticias más estrictas y el crecimiento económico; esto último suele venir después de endurecerse las normas con un desfase de dos trimestres. A finales de marzo, Goldman Sachs estimó que las tensiones bancarias y el endurecimiento de las condiciones crediticias podrían mermar el crecimiento del producto interior bruto (PIB) de EE.UU. entre un 0,25 y un 0,5% y lastrar el PIB de la zona euro en alrededor del 0,3%.² Dadas las secuelas creadas en el sector bancario regional de EE. UU., se temía que muchas pequeñas empresas dependan de los bancos regionales para acceder al capital, por lo que si se cumple la relación mostrada en el Gráfico, la recesión podría acelerarse.

Gráfico 4. Las economías se basan en la creación de crédito

Un endurecimiento de las normas para préstamos destinados a pequeñas empresas ralentizará el crecimiento del PIB



Fuente: Refinitiv Datastream, Encuesta de opinión de directivos de préstamos preferentes de la Reserva Federal (préstamos comerciales e industriales de EE. UU. otorgados a pequeñas empresas, % neto de bancos nacionales que endurecen las normas para préstamos), variación porcentual de la tasa interanual de crecimiento del producto interior bruto real de EE. UU., del 4T 1989 al 4T 2022.

+ El crecimiento total de la deuda entre las grandes empresas IG de EE. UU. ha sido estático y la cobertura de tipos de interés se mantiene sólida.

- Sin creación de crédito la economía se estancará. Resulta preocupante que la ralentización se evidencie en ambos lados del Atlántico.



¹ Fuente: Deutsche Bank, Global Credit Chart Book, 9 de marzo de 2023.

² Fuente: Goldman Sachs, marzo 2023. No hay garantía de que las tendencias pasadas vayan a continuar ni de que las previsiones vayan a cumplirse.

Fed: ¿has tomado nota?

Los participantes en general estaban de acuerdo en que, aunque los datos económicos habían sido mejores de lo esperado a principios de 2023, el endurecimiento de las normas para préstamos aplicadas por los bancos comerciales podría sustituir la intervención del banco central. Eso afirmó el presidente de la Fed, Jerome Powell, en la rueda de prensa posterior a la reunión del Comité del Mercado Abierto Federal de marzo, aunque lo advirtió con cierta ambigüedad. La presunción de la cita (a la derecha) es que los tipos podrían subirse en 25 puntos básicos.

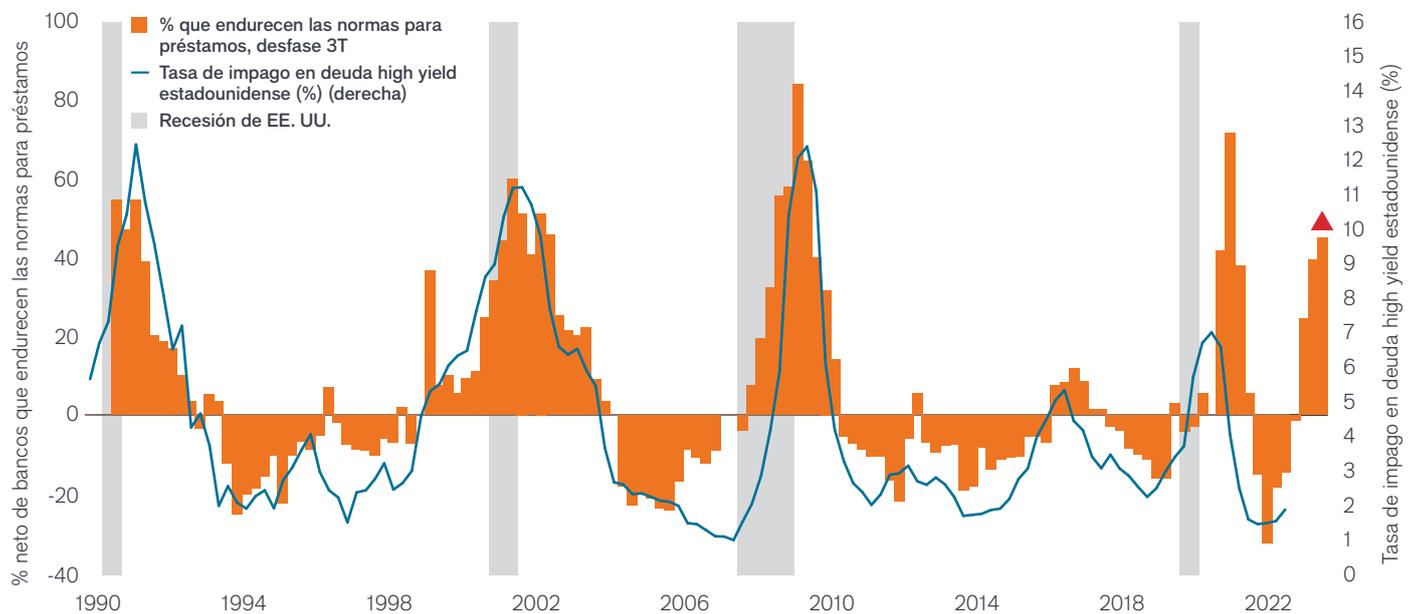
Los mercados creyeron claramente que la Fed tomaría nota, ya que los mercados de futuros pasaron rápidamente de descontar varias subidas adicionales de los tipos en 2023 a descontar recortes de tipos en la segunda mitad de 2023 y un tipo máximo inferior al 5 % (reduciéndose respecto al 5,6 %).³

“ El endurecimiento de las condiciones financieras funcionaría en la misma dirección que el endurecimiento de los tipos... cabría pensar que es el equivalente a una subida de tipos o quizás más que eso».

Jerome Powell

Al percatarse del vínculo entre las normas para préstamos bancarios y el crecimiento económico, los gestores de cartera observaron que existía una relación igualmente estrecha entre dichas normas y la tasa de impago en bonos high yield. Antes de la reunión, los miembros contactaron con una serie de bancos de inversión para conocer su opinión sobre la situación en que podrían hallarse las normas crediticias en el próximo trimestre. Su respuesta agregada se denota por el triángulo rojo del Gráfico 5.

Gráfico 5. Normas para préstamos comerciales e industriales de EE. UU. y tasa de impago de deuda high yield estadounidense



Fuente: Deutsche Bank, Janus Henderson Investors, Bloomberg, Encuesta de opinión de directivos de préstamos preferentes de la Reserva Federal, % neto de bancos que endurecen las normas para préstamos (grandes y medianas empresas), tasa de impago de deuda high yield estadounidense, del 30 de junio de 1990 al 31 de diciembre de 2022. El triángulo rojo denota la expectativa total sobre las normas para préstamos de varios bancos de inversión. No hay garantía de que las tendencias pasadas vayan a continuar ni de que las previsiones vayan a cumplirse.

Los participantes se mostraron escépticos de que los impagos se ajustasen plenamente al endurecimiento de las normas crediticias al alcanzar tasas de hasta el 9-10 %. Muchos prestatarios de bonos high yield siguen gozando de sólidos fundamentales y los vencimientos a corto plazo son modestos, ya que las necesidades de refinanciación no repuntarán hasta finales de 2024. La calidad del mercado de bonos high yield había mejorado, al haberse asignado una ponderación mucho mayor en emisiones de crédito con calificación BB comparado con contracciones anteriores. Sin embargo, por lo general hubo consenso

de que los impagos no rebasarían el 4-5 % en los próximos 12 meses, al ser difícil refutar el ajuste al patrón de este modelo. El endurecimiento de las condiciones crediticias afecta a los impagos de dos formas:

- Ralentiza el crecimiento económico: Una reducción de los créditos se traduce en una desaceleración de la demanda, lo que comprime los ingresos y los flujos monetarios.
- Falta de acceso al capital: Resulta más caro o se deniega directamente, lo que hace difícil la refinanciación.

+ El endurecimiento de las condiciones crediticias sustituye el endurecimiento monetario, lo que podría acelerar la consecución del pico de los tipos terminales y el giro hacia recortes de tipos.

- Las áreas de la economía sensibles al crédito son vulnerables al estar expuestas tanto en términos operativos como financieros al endurecimiento de las normas para préstamos.



³ Fuente: Bloomberg, giro de las previsiones sobre tipos de interés estadounidenses entre el 7 de marzo de 2023 (tipo oficial máximo implícito del 5,6 % en 3T 2023) y el 31 de marzo (tipo oficial máximo implícito del 5 % en 2T 2023 y recortes de hasta el 4,35 % en 2S 2023). Datos a 31 de marzo de 2023. No hay garantía de que las previsiones vayan a cumplirse.

¿La banca se ve permanentemente afectada?

En vista de las quiebras de Signature Bank y Silicon Valley Bank (SVB) en Estados Unidos, junto con el rescate de Credit Suisse por parte de UBS, se volvió a hablar de los depósitos bancarios. En general hubo consenso en que existía una garantía implícita para los depósitos en todos los bancos estadounidenses, aun cuando la Secretaria del Tesoro, Janet Yellen, se mostrara reacia a comprometerse oficialmente al respecto. Otorgar una garantía de depósitos generalizada se interpretó como un reto político, sobre todo teniendo en cuenta que los próximos meses podrían verse condicionados por el debate en el Congreso sobre la ampliación del techo de deuda federal de EE. UU.

Dado que la banca online es la norma hoy día, los depósitos podrían retirarse a gran velocidad, lo que hace vulnerables a los bancos ante un "pánico bancario" incluso más que en 2008. Las redes sociales supuestamente alimentan el pánico. Se admitió que los depósitos eran más fluidos de lo que daban a entender las pruebas de estrés reglamentarias. La mayoría de hipótesis sobre coeficiente de liquidez prevén unos reembolsos de depósitos de entre el 5 % y el 25 % durante un periodo de tensión de 30 días: SVB sufrió reembolsos de depósitos del 25 % en medio día, lo que le dejó sin tiempo suficiente para acceder a sus opciones de liquidez en el Federal Home Loan Bank (FHLB) y la Fed, y estaba previsto otro 61 % de reembolsos al día siguiente.⁴

Varios miembros compartieron la opinión de que podríamos asistir a un giro estructural hacia un mayor uso de fondos del mercado monetario a medida que los tesoreros corporativos prestan más atención (aunque solo sea por la reputación) a la seguridad del efectivo, dados los límites impuestos a los depósitos garantizados. Es probable que esto eleve el coste de los depósitos bancarios (en ausencia de recortes de los tipos de interés), lo que endurecería aún más las condiciones financieras.

Gráfico 6. Los fondos del mercado monetario han reemplazado a los depósitos en EE. UU.



Fuente: Refinitiv Datastream, Reserva Federal: Depósitos de bancos comerciales nacionales acreditados de EE.UU., desestacionalizados; Investment Company Institute: Activos de fondos del mercado monetario estadounidenses, del 28 de marzo de 2018 al 29 de marzo de 2023.

¿Liquidez, capital o calidad de los activos?

Posteriormente se habló de las causas de los problemas bancarios: pérdida de liquidez, falta de capital y deterioro de la calidad de los activos. Los depósitos no garantizados crearon un problema de liquidez a los bancos regionales con estrés, especialmente a SVB, que había concentrado su base de depósitos entre empresas de capital riesgo, start-ups y compañías tecnológicas. Al estar obligados los bancos estadounidenses a mantener capital en función del tamaño total de su balance, las entradas de capital en depósitos motivadas por la relajación cuantitativa, unido a la falta de oportunidades de préstamo, llevaron a los bancos a intentar generar rentabilidad de los fondos propios mediante esos depósitos. Una forma de hacerlo era invirtiéndolos en valores garantizados por el Estado de bajo riesgo crediticio, entre ellos valores del Tesoro de larga duración y valores con garantía hipotecaria para intentar ganar un margen. SVB fue un ejemplo extremo de este desajuste de duración. De igual modo, los titulares negativos en torno a Credit Suisse y la incertidumbre sobre la ejecución de su plan estratégico hicieron que los bonos del banco suizo fueran objeto de ventas masivas tras el fatal desenlace de SVB.

En cuanto al capital, los participantes coincidieron en que la capitalización de los bancos era mucho más sólida que en 2007, cuando los bancos se encaminaban hacia la crisis financiera mundial: por ejemplo, según los últimos datos de la Autoridad Bancaria Europea, el coeficiente medio de capital ordinario de nivel 1 de los bancos europeos se situaba en el 15,3 % en el 4T 2022, frente al 8,2 % en junio de 2007. La rápida actuación del Banco Central Europeo (BCE) y del Banco de Inglaterra (BoE) para reafirmar el orden de prelación en la estructura de capital (los fondos propios suelen absorber las pérdidas antes que el capital de nivel 1 alternativo) dio cierta seguridad de que la inversión de esta jerarquía decretada por las autoridades suizas durante el rescate de Credit Suisse era excepcional.

El capital de los bancos estadounidenses se consideraba razonable y las conversaciones mantenidas con los bancos sindicados habían revelado que actualmente hay poco deseo de emitir capital nuevo, ya que la mayoría de los bancos regionales se mostraban dispuestos a anunciar que eran sólidos. Algunos miembros sugirieron que los bancos regionales podrían tratar de reducir la rentabilidad ofrecida a los accionistas con el fin de acumular capital internamente antes de que se endurezcan los requisitos normativos de capital en los próximos años. Como mínimo, se pensó que en Estados Unidos se volvería a plantear el endurecimiento de algunas normativas y la rigurosidad de las pruebas de estrés.

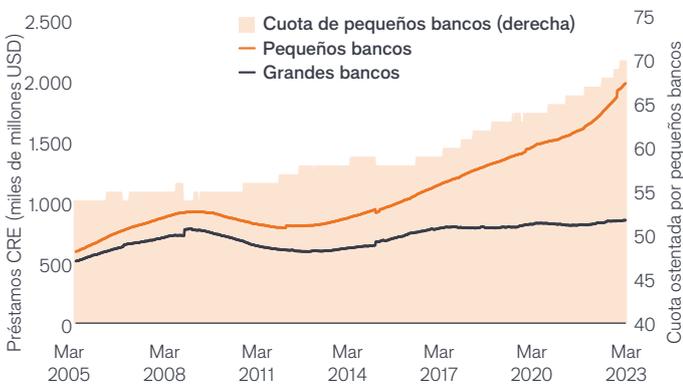
⁴ Fuente: Los reembolsos de depósitos de SVB se situaron en 42.000 millones de USD el 9 de marzo de 2023 según el registro regulador del estado de California, y se prevén otros 100.000 millones al día siguiente. Esto contrasta con unos depósitos reflejados en el balance de SVB de 165.000 millones de USD a 28 de febrero de 2023, según la actualización de mitad del primer trimestre de 2023 elaborada por SVB.

¿Cimientos volubles?

Volviendo a la calidad de los activos, los préstamos para inmuebles comerciales se consideraron un foco de vulnerabilidad para los bancos. La subida de los tipos de interés ejerce una presión bajista sobre los valores del capital inmobiliario, mientras que los prestatarios de inmuebles se enfrentan a mayores costes de financiación en un momento en que los niveles de ocupación ya están notando la presión del deterioro económico y del trabajo híbrido. Los pequeños bancos regionales están más expuestos al sector inmobiliario comercial que los grandes bancos de importancia sistémica mundial. Resultaba preocupante que las tensiones pudieran retroalimentarse, ya que la salida de depósitos de los bancos regionales les llevaría a endurecer las normas crediticias en su cartera de préstamos, lo que complicaría las condiciones para la economía local y los prestatarios de inmuebles.

Gráfico 7. Los pequeños bancos nacionales están más expuestos a préstamos para inmuebles comerciales (CRE)

Préstamos CRE pendientes en bancos estadounidenses constituidos en el país (miles de millones USD) y cuota % mantenidas por bancos pequeños



Fuente: Reserva Federal, H.8. Activos: Préstamos para inmuebles comerciales de pequeños y grandes bancos constituidos en Estados Unidos, de marzo 2005 a marzo 2023.

Ya surgieron indicios de tensión en algunas áreas del mercado de renta fija más vulnerables a los problemas de los bancos regionales. Los bonos high yield que son sensibles al crédito experimentaron una ampliación de diferenciales desde que estalló la crisis. Lo mismo ocurrió con los valores respaldados por hipotecas comerciales (CMBS), ya que los inversores descontaron que el sector se vería salpicado por los bancos regionales.

Gráfico 8. Los diferenciales respecto a la deuda soberana muestran tensiones en deuda high yield y CMBS estadounidenses.



Fuente: Bloomberg, ICE BofA BBB US Fixed Rate CMBS Index, ICE BofA US High Yield Index, diferencial ajustado a opciones sobre deuda pública. Del 22 de marzo de 2013 al 24 de marzo de 2023. Un punto básico (pb) equivale a una centésima de punto porcentual (1/100). 1 pb = 0,01%, 100 pb = 1%. El ICE BofA BBB US Fixed Rate CMBS Index replica la rentabilidad de los valores respaldados por hipotecas comerciales de interés fijo y categoría investment grade denominados en USD emitidos al público en el mercado nacional de EE. UU, con calificación BBB1 a BBB3 inclusive. El ICE BofA US High Yield Index replica la rentabilidad de la deuda corporativa con calificación inferior a investment grade denominada en dólares estadounidenses emitida al público en el mercado nacional de EE. UU.

- + Existen razones idiosincráticas que explican las recientes quiebras de bancos; pero, ¿cuántas quiebras hacen falta para que algo se declare un patrón?
- + Es probable que esto produzca una legislación más estricta, lo que debería ser positivo desde el punto de vista del crédito, y las pruebas de estrés podrían ser más rigurosas.
- + Los sistemas bancarios de Europa y EE. UU. están bien capitalizados.

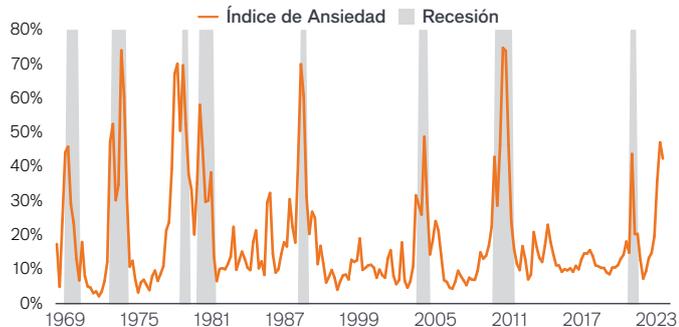
- Los depósitos pueden retirarse a gran velocidad. Comparado con 2008, la banca online está mucho más generalizada en el mundo, mientras que las redes sociales amplifican el pánico.
- La huida hacia fondos del mercado monetario podría ser estructural, lo que elevaría los costes de la financiación mediante depósitos.
- El camino hacia una mayor regulación tenderá a ser volátil.



¿Se está fraguando una recesión?

Es difícil esgrimir argumentos en contra, ya que muchos indicadores adelantados apuntan a una recesión. Desde el deterioro de la vivienda y la confianza de los consumidores hasta las lecturas por debajo de 50 (lo que indica una contracción) de los índices de nuevos pedidos PMI, se preveía un panorama sombrío. Así lo resumió el Anxious Index (índice de ansiedad) elaborado a partir de la Encuesta de expertos en previsiones del Banco de la Reserva Federal de Filadelfia.

Gráfico 9. Probabilidad de descenso del PIB estadounidense el próximo trimestre estimada por la Fed de Filadelfia.



Fuente: Índice de ansiedad de la Reserva Federal de Philadelphia, Encuesta de expertos en previsiones, 1T 1969 al 1T 2023. No hay garantía de que las tendencias pasadas vayan a continuar ni de que las previsiones vayan a cumplirse.

Varios miembros se refirieron a recientes reuniones mantenidas con empresas en las que oyeron comentarios anecdóticos más claros que señalaban una inminente desaceleración económica. Por ejemplo, los prestamistas de compra para alquiler observaron que las tendencias de rendimiento de las garantías anteriores a la crisis mostraban niveles de morosidad que no se veían desde hacía tiempo.

Se prestó una atención especial a la inversión de las curvas de tipos, al tratarse de indicadores que ostentan un récord casi infalible en predecir una recesión. Aún así, varios miembros señalaron que aunque las recesiones suelen venir tras una inversión de la curva de tipos, a menudo no surgen de manera inmediata. Los análisis (abajo) muestran que desde 1969 el tiempo transcurrido entre la inversión de la curva de tipos a 3 meses/10 años y el inicio de una recesión osciló entre 5 y 16 meses. Si nos guiáramos por la historia, eso podría situar el inicio de la próxima recesión de EE.UU en algún punto entre principios del segundo trimestre de 2023 y el primer trimestre de 2024. Ese intervalo tan amplio ofrece mucho margen para ver volatilidad en el mercado, junto con oportunidades de negociación derivadas de variaciones de los tipos y la ampliación y compresión de los diferenciales. Resulta inquietante que un nuevo pronunciamiento de la curva de tipos desde un mínimo invertido (como ocurrió la semana siguiente a la quiebra del SVB) históricamente es señal de que la recesión está cerca.

Gráfico 10. ¿Cuánto tiempo falta para la recesión?

Cuando la curva de tipos de 3 meses a 10 años se invierte durante 10 días de negociación consecutivos

Fecha de la inversión	Días de negociación consecutivos que aparece invertida	Fecha de la próxima recesión	Días naturales que faltan para la próxima recesión
10/01/1969	24	Dic 1969	325
14/06/1973	177	Nov 1973	140
08/12/1978	91	Ene 1980	389
07/11/1980	102	Jul 1981	236
06/06/1989	30	Jul 1990	390
31/07/2000	135	Mar 2001	213
01/08/2006	217	Dic 2007	487
06/06/2019	41	Feb 2020	268
22/11/2022	???	???	???
Media	111		311

Fuente: Bianco Research, 3 de febrero de 2023.

No obstante, también conviene reflexionar sobre qué podría aplazar o evitar totalmente la recesión. Una resolución a la guerra en Ucrania sería un candidato obvio que impulsaría los mercados. Se consideró que Europa tenía perspectivas de crecimiento potencialmente mejores que Estados Unidos, al comenzar a notarse el descenso de costes de la energía, mientras que sus mercados de exportación podrían beneficiarse de la reapertura económica de China. Pocos pensaban que la reapertura de China produciría un fuerte impulso inflacionista, al estar más orientada al regreso del consumo general que a un auge

del mercado inmobiliario y las infraestructuras. Algunos adujeron que los países podrían experimentar una "recesión parcial", en la que la economía en su conjunto avanza lentamente (evitando una recesión técnica de dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo del producto interior bruto real), pero con ciertos sectores o bolsas de la economía en situación de contracción. En ese contexto, algunas áreas del mercado de crédito podrían resistir mientras que otras se deterioran (de forma similar a lo que experimentó el sector energético de alto rendimiento en 2015).

+ Una resolución a la guerra en Ucrania podría ser un acicate para los mercados.

+ El resurgimiento de China tras los confinamientos por Covid podría ayudar a contrarrestar parte de la ralentización sufrida por los mercados desarrollados.

- Los indicadores adelantados apuntan a una **recesión** – refutar esta teoría exige echar por tierra modelos arraigados.

- Podría materializarse una **recesión parcial**, es decir, que no alcance a toda la economía sino solo a ciertos sectores en momentos distintos.



En el mundo entero se negocia con prima de riesgo

Dado el carácter azaroso de los mercados, es importante no quedarse al margen, sino reaccionar cuando los mercados muestran un exceso de ventas o de compras. El Gráfico 11 indica que los activos de riesgo pueden moverse rápidamente con los giros de confianza sobre la volatilidad de los tipos de interés.

Gráfico 11. Volatilidad de las acciones y bonos de EE. UU.



Fuente: Bloomberg, S&P 500 Index, ICE BofA Move Index, del 31 de marzo de 2022 al 31 de marzo de 2023. El S&P 500 Index es un índice bursátil que replica la rentabilidad de las 500 empresas más grandes cotizadas en bolsa en Estados Unidos. El índice de movimiento es un índice ponderado por la curva de tipos que mide la volatilidad implícita normalizada de las opciones del Tesoro a 1 mes que se ponderan en contratos a 2, 5, 10 y 30 años durante los 30 días siguientes. Se trata de una medida de la volatilidad de los tipos de interés en valores del Tesoro estadounidense.

La crisis bancaria resucitó temores sobre los fundamentales de la economía. Es probable que el estrés bancario adelante la recesión, por lo que la ampliación de los diferenciales de crédito en marzo pareció justificada. Los diferenciales podrían estrecharse a medida que remite el estrés inicial de los bancos, lo que ofrecería oportunidades de negociación selectiva a corto plazo en la curva de tipos; sin embargo, la perspectiva a más medio plazo apunta a un aumento potencial de la tasa de impagos. En este entorno, el crédito investment grade con menos riesgo crediticio y más sensibilidad a los tipos parece ofrecer un perfil de rentabilidad ajustada al riesgo más atractivo a medio plazo.

En cuanto a los tipos, los mercados habían reaccionado abruptamente a la crisis bancaria, al reajustar las expectativas sobre la trayectoria de la política de tipos de interés. Esto se reflejó en el desplazamiento a la baja de los rendimientos en toda la curva del Tesoro estadounidense entre el final de febrero y el final de marzo de 2023, con un descenso del rendimiento a 2 años de 75 puntos básicos en un mes.

Gráfico 12. Curva de tipos del Tesoro estadounidense



Fuente: Bloomberg, curva de tipos del Tesoro estadounidense, 31 de marzo de 2023. Los rendimientos pueden variar y no están garantizados.

En última instancia, hubo consenso en que casi todo dependía de la evolución de la inflación, ya que, aunque las autoridades de los bancos centrales eran conscientes de las tensiones en el sector bancario, también admiten la fortaleza del mercado laboral y la persistencia de la alta inflación general. La Fed, el BCE y el BoE habían subido los tipos en plena crisis bancaria de marzo. Por ahora, parece que la estabilidad financiera debe dirigirse a abordar problemas específicos, pero la estabilidad de los precios sigue siendo el objetivo primordial.



La volatilidad del mercado brinda oportunidades, ya que la reciente ampliación de los diferenciales abre la posibilidad a un estrechamiento a corto plazo.



Los bancos centrales siguen poniendo el foco en la inflación, por lo que es probable que la volatilidad de los tipos persista a medida que surjan nuevos datos económicos.



PARA MÁS INFORMACIÓN, VISITA JANUSHENDERSON.COM/ESPA

Janus Henderson
— INVESTORS —

Información importante

Las opiniones presentadas corresponden a la fecha de publicación. Únicamente se ofrecen a efectos informativos y no deben emplearse o interpretarse como asesoramiento jurídico, fiscal o de inversión ni como una oferta para vender, una invitación para comprar o una recomendación para comprar, vender o mantener un valor, una estrategia de inversión o un sector de mercado. Nada de este documento se considerará que constituye una prestación, directa o indirecta, de servicios de gestión de inversiones adaptados a los requisitos de un cliente. Las opiniones y los ejemplos solo pretenden ilustrar temas más amplios, pero no reflejan ninguna intención de negociación, están sujetos a cambios y puede que no reflejen las opiniones de otros miembros de la organización. Tampoco pretenden indicar o sugerir que ningún ejemplo o ilustración aquí mencionado haya formado nunca o forme en la actualidad parte de una cartera. No puede garantizarse ninguna previsión y no hay garantía de que la información facilitada sea completa o esté vigente, ni se ofrecen garantías con respecto a los resultados que se obtengan de su uso. Janus Henderson Investors es la fuente de los datos, a menos que se indique lo contrario, y tiene un convencimiento razonable para basarse en la información y datos procedentes de terceros. La rentabilidad histórica no constituye una predicción de rentabilidades futuras. La inversión conlleva riesgos, incluyendo la posible pérdida del capital y la oscilación del valor.

No todos los productos o servicios se encuentran disponibles en todas las jurisdicciones. El presente material o la información contenida en él pueden estar restringidos por la ley; se prohíbe su reproducción o mención sin permiso expreso por escrito o su utilización en cualquier jurisdicción o circunstancia en la que su uso sea ilegal. Janus Henderson no se hace responsable de la distribución ilegal de este material a terceros, en su totalidad o de forma parcial. El contenido de este material no ha sido aprobado ni avalado por ninguna agencia reguladora.

Janus Henderson Investors es el nombre bajo el cual se proporcionan productos y servicios de inversión por parte de las entidades identificadas en las siguientes jurisdicciones: (a) **Europa** por Janus Henderson Investors International Limited (n.º reg. 3594615), Janus Henderson Investors UK Limited (n.º reg. 906355), Janus Henderson Fund Management UK Limited (n.º reg. 2678531), Henderson Equity Partners Limited (n.º reg. 2606646), (cada una registrada en Inglaterra y Gales en 201 Bishopsgate, Londres EC2M 3AE y regulada por la Financial Conduct Authority) y Janus Henderson Investors Europe S.A. (n.º reg. B22848 con domicilio en 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxemburgo y regulada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier); (b) **EE. UU.** por asesores de inversión registrados en la SEC que son filiales de Janus Henderson Group plc; (c) **Canadá** a través de Janus Henderson Investors US LLC solo para inversores institucionales en determinadas jurisdicciones; (d) **Singapur** por Janus Henderson Investors (Singapore) Limited (n.º registro de sociedades 199700782N). El presente anuncio o publicación no ha sido revisado por la Autoridad Monetaria de Singapur; (e) **Hong Kong** por Janus Henderson Investors Hong Kong Limited. Este documento no ha sido revisado por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong; (f) **Corea del Sur** por Janus Henderson Investors (Singapore) Limited solo para Inversores Profesionales Cualificados (según se define en la Ley de Servicios de Inversión Financiera y del Mercado de Capitales y sus subreglamentos); (g) **Japón** por Janus Henderson Investors (Japan) Limited, regulada por la Agencia de Servicios Financieros y registrada como Sociedad de Instrumentos Financieros que lleva a cabo actividades de gestión de inversiones, actividades de asesoramiento y agencia de inversiones y Actividades con instrumentos financieros de tipo II; (h) **Australia y Nueva Zelanda** por Janus Henderson Investors (Australia) Limited (ABN 47 124 279 518) y sus entidades vinculadas, incluidas Janus Henderson Investors (Australia) Institutional Funds Management Limited (ABN 16 165 119 531, AFSL 444266) y Janus Henderson Investors (Australia) Funds Management Limited (ABN 43 164 177 244, AFSL 444268); (i) **Oriente Medio** por Janus Henderson Investors International Limited, regulada por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái como Oficina de Representación. Este documento hace referencia a un producto financiero que no está sujeto a ninguna forma de regulación o aprobación por la Dubai Financial Services Authority («DFSA»). La DFSA no tiene responsabilidad alguna de revisar o verificar ningún folleto u otro documento relacionado con este producto financiero. Por consiguiente, la DFSA no ha aprobado este documento ni ningún otro documento asociado, ni ha tomado medida alguna para verificar la información contenida en este documento, y no tiene ninguna responsabilidad respecto al mismo. El producto financiero al que se refiere el presente documento puede carecer de liquidez o estar sujeto a restricciones sobre su reventa. Los posibles compradores deben llevar a cabo su propia diligencia debida sobre el producto financiero. Si no entiendes el contenido de este documento, consulta a un asesor financiero autorizado. No se realizarán transacciones en Oriente Medio y cualquier consulta deberá dirigirse a Janus Henderson. Podemos grabar las llamadas telefónicas para nuestra protección mutua, para mejorar el servicio al cliente y para fines de registro reglamentario.

Fuera de EE. UU.: para uso exclusivo de inversores institucionales, profesionales, cualificados y sofisticados, distribuidores cualificados e inversores y clientes mayoristas, según lo definido por la jurisdicción aplicable. No está disponible para su muestra o distribución pública. Comunicación publicitaria.

Janus Henderson, Knowledge Shared y Knowledge Labs son marcas comerciales de Janus Henderson Group plc o una de sus filiales.

© Janus Henderson Group plc.