



Las firmas de inversión seguirán infraponderando la deuda soberana en sus carteras.

El desplome del mercado de bonos en las últimas semanas ante la retirada masiva de los inversores institucionales, con la consiguiente subida de los tipos de este tipo de activos, ha sido interpretada por los mercados como una señal de alarma ante una posible burbuja que amenaza con desplomarse. Nuevamente, los rendimientos de los bonos tienden

a estabilizarse pero una gran parte de las grandes firmas de inversión aseguran que seguirán infraponderando los bonos soberanos en sus carteras. Las dudas sobre estos activos se mantienen y en cualquier caso las piezas del puzzle siguen vigentes. La volatilidad en el mercado de deuda soberana está servida.

## La subida de los rendimientos tiende a estabilizarse pero se mantiene la penalización

# Los bonos soberanos, en estado de 'shock'

### Maite Nieva

La incertidumbre por los problemas a los que se enfrenta la economía mundial ha vuelto a los mercados. Las ventas masivas de bonos, realizadas por los grandes bancos de inversión casi de la noche a la mañana en los principales mercados del mundo, ha puesto de manifiesto en las últimas semanas no solo que la renta fija no es un activo libre de riesgo, sino que algo va mal.

Las causas que han provocado la huida de los inversores de estos activos no están claras o al menos no hay unanimidad en el diagnóstico. Algunos de los grandes "gurús" del mercado de bonos llevan tiempo advirtiendo que el elevado precio de los bonos está creando una burbuja que amenaza con desplomarse. Al mismo tiempo, la inmensa cantidad de deuda que han puesto en circulación los Bancos Centrales de las principales economías está inundando los mercados, provocando de forma artificial rentabilidades negativas o cercanas al cero por ciento. Tampoco se descarta la posibilidad de un adelanto en la subida de los tipos de interés en EE.UU., e incluso la retirada antes de lo previsto de las inyecciones de liquidez de los Bancos Centrales. El impacto que podría tener sobre la economía la salida de Grecia del Euro y la poca protección que ofrecen los rendimientos actuales contra la inflación, son otros de los argumentos que se barajan.

Citi ve en estas ventas masivas un *shock* de los bonos soberanos europeos. "La volatilidad de la rentabilidad de los bonos ha subido 2 puntos porcentuales (en torno al 5,2%) desde la segunda mitad de abril. Ahora estamos más cerca de los niveles vistos en 2012 y definitivamente más altos que durante *flash crash* de octubre pasado", dicen los analistas del banco de inversión estadounidense.

Según un informe realizado por Citi sobre la evolución de estos activos, "el riesgo de las inversiones en bonos soberanos europeos se ha más que duplicado desde finales de

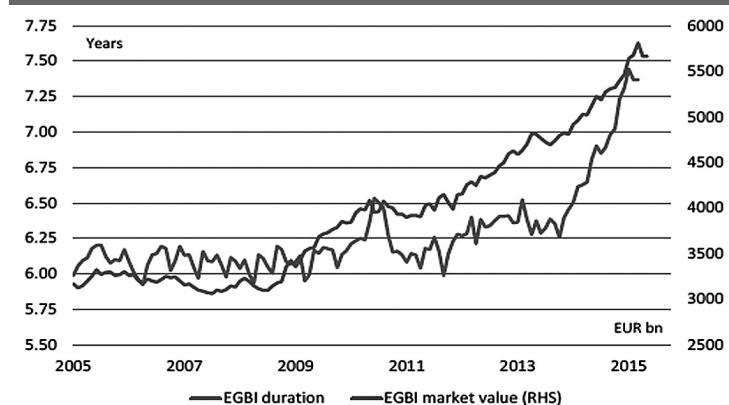
2014. Ahora es más alto que durante el pico de la crisis de 2011/2012 y la crisis de Lehman Brothers, en 2008/2009". Según el banco de inversión estadounidense, "en un escenario adverso, en términos de magnitud, estaríamos hablando de "riesgo de pérdida instantánea", puntualizan. No obstante, desde su perspectiva, "las recientes correcciones de mercado no deben ser motivo de alarmas por ahora".

El escenario de tipos negativos está lejos de ser una situación normal, especialmente en Europa, donde el 50% de las emisiones de deuda pública con vencimiento previsto para el próximo lustro cotiza en el mercado secundario con rentabilidades negativas, según Goldman Sachs. El verdadero riesgo, es que los tipos negativos "puedan distorsionar la valoración o al menos dificultar el cálculo de una valoración correcta de los activos".

Bill Gross, uno de los gestores más conocidos por su experiencia en el mercado de bonos y ex gestor de Pimco, el mayor fondo de renta fija del mundo, advierte que estamos al final del mercado alcista de 35 años de la deuda pública. "Los bajos tipos de interés no son sostenibles en el tiempo".

Steen Jakobsen, economista

## EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE BONOS: MÁS GRANDES Y AUMENTO RÁPIDO DE LA DURACIÓN



Fuente Citi Research

**"Esperamos volatilidad en el mercado de bonos europeo. Podemos encontrarnos en el escenario perfecto para ver una corrección"**

**"El riesgo de las inversiones en bonos soberanos europeos es más alto que durante el pico de la crisis de en 2011/2012 y la crisis de Lehman Brothers, en 2008/2009", según Citi**

## Miedo a la burbuja

El repunte de los tipos de interés en Europa ante la posibilidad de que finalice antes de tiempo el programa QE del BCE provocado por un hipotético incremento de la inflación, es otro de los factores que barajan las firmas de inversión.

Según Bankinter, "el BCE seguirá implementado su programa PSPP inyectando 60.000 millones de euros al mes y en consecuencia, las TIRs de los bonos

gubernamentales irán de forma paulatina reduciendo las tasas de rentabilidad". Esto implica que "a medida que se produzca este movimiento, debemos romper temporalmente la asociación de conceptos de renta fija igual a activo libre de riesgo. Se ha comprobado que, en la renta fija actual hay riesgo, y puede que más que en la renta variable, y se puede perder dinero", advierten los

analistas de Bankinter. En consecuencia, "es complicado justificar la inversión en bonos con TIRs próximas a cero e imposible si estas son negativas". En las últimas semanas la deuda alemana ha caído más de un 5%. dejando de lado la condición de refugio y subiendo del 0,16% al 0,71% de interés; El interés del bono francés a una década supera el 10% por primera vez desde 2014 y en una semana, los tipos a largo

plazo de la deuda española llegaron a tocar el 2%: una subida de más de 50 puntos básicos, frente a la rentabilidad del 1,3% que alcanzaron el 27 de abril con una rentabilidad cercana a los mínimos históricos marcados ese mismo mes. Este movimiento ha sido generalizado en el mercado global. La rentabilidad del bono estadounidense ha subido desde el 1,92% al 2,2%.

jefe de Saxo Bank prevé que los tipos irán subiendo y... esto provocará una recesión en Europa y EE.UU. En su opinión, habrá una nueva hornada de bonos a 10 años de EE.UU. al 1,5%, "puesto que la Fed no va a llegar a tiempo para reactivar los motores en 2016". El economista jefe de Saxo Bank ve los bonos a 10 años en el 3,25% antes de final de año, y posteriormente por debajo del 1,5% ante la "posibilidad de recesión" en EE.UU.

"El viento secular del mercado de bonos de EE.UU. ha cambiado, en valor nominal", asegura. En su opinión, China podría convertirse en el auténtico catalizador de un punto mínimo en los tipos de EE.UU., incluso antes de que la Reserva Federal proceda a realizar la subida de tipos de normalización a finales de 2015. China, está a punto de comenzar la iniciativa de la "Ruta de la Seda", pero para "liberar capital" tendrá que reducir su participación en bonos del Tesoro con ganancias cercanas a cero", dice el economista jefe de Saxo Bank.

### Enfriamiento del mercado

La posibilidad de un enfriamiento del mercado forma parte también de los argumentos que apuntan los expertos para explicar la venta masiva de bonos. El débil crecimiento mundial y la hipótesis de que los crecimientos potenciales sean más bajos de lo que el mercado cree podría estar detrás de estas reacciones.

Para Ignacio Méndez, director de Análisis de Mirabaud Securities en España, el mercado de bonos ha entrado en pánico sin una clara razón. En su opinión, "los mercados de deuda a nivel global han sufrido una severa corrección sin que exista una causa clara que la haya provocado. Siempre se ha dicho que los economistas somos expertos en predecir el pasado, pero en este caso ni siquiera podemos explicar por qué pasó. En el fondo no ha pasado nada que justifique el brusco cambio de escenario", comenta.

En Mirabaud creen que la volatilidad continuará unas semanas más. "Parece que el mercado de deuda en todo el mundo, y especialmente en la zona euro, está buscando un nuevo nivel de equilibrio y en este momento es muy difícil estimar si dentro de un mes la rentabilidad del bono español estará en 1,5% o en el 2,5%", dice Ignacio Méndez. "Seguirá habiendo volatilidad en renta variable hasta que el mercado de deuda encuentre de nuevo estabilidad", señala. "Si a ello le unimos que las valoraciones están cercanas a niveles de burbuja, el problema de Grecia sin resolver... podemos encontrarnos en el escenario perfecto para ver una corrección. Como hemos visto en el mercado de deuda, para que se produzca un cambio brusco de escenario, no tiene que pasar nada".

Barclays consideran que el movimiento en Europa es, más bien, un "saludable" reajuste de carteras, no un cambio de los fundamentales. "Es pronto para pronosticar una gran subida de los rendimientos. Estaríamos, pues, ante una simple toma de beneficios. El precio de la deuda (inverso a su interés) había subido demasiado y no era sostenible en el tiempo", comentan.

Según Russ Koesterich, responsable de Estrategias de Inversión para BlackRock y de Global de Inversiones para iShares, los rendimientos de los bonos tienden a estabilizarse. "A principios de la semana pasada, los rendimientos a 10 años y de 30 años del Tesoro estadounidense subieron a 2,35% y 3,10%, respectivamente, ambos máximos del año, lo que sugiere precios de los bonos han caído a un nivel inversores encuentran atractivo".