


Andrew Lake

Máximo responsable de renta fija en **Mirabaud** Asset Management

«El gran riesgo es que el mercado no está poniendo en precio ninguna inflación»

Los rendimientos de la renta fija parten de niveles tan bajos que cualquier cambio en las expectativas sobre la evolución de los precios puede provocar pérdidas importantes en los bonos en los que están más invertidos los fondos de inversión.

Cristina Vallejo  @acvallejo

La renta fija mantiene algún nicho de rentabilidad, como en los mercados emergentes, aunque es mejor esperar a que se produzca alguna corrección, así como en la deuda financiera europea y en la corporativa de Estados Unidos, además de en la ligada a la inflación en ese país. Pero el entorno es complicado: los bancos centrales siguen más pendientes de los riesgos que de la futura inflación y ello puede dar lugar a virajes en los bonos, según Andrew Lake.

Los bancos centrales son protagonistas en este último tramo de año. ¿Qué espera de ellos?

Del Banco Central Europeo esperamos que discuta el 'tapering' en octubre. El riesgo está en que el mercado no espera demasiados cambios, en que prevé que el 'tapering' continúe a lo largo del año que viene y que incluso se extienda. Como la inflación aún no ha llegado al objetivo del BCE y el euro está fuerte, Draghi puede tener algo de tiempo para tomar decisiones, pero debe retomar el control de la narrativa, con el objetivo de que se mantenga la estabilidad en los mercados, tal y como la Reserva Federal ha conseguido. El riesgo en la renta fija europea está en que la economía siga mejorando y el mercado empiece a especular sobre la política

monetaria y aumente la volatilidad, como ya hemos visto en algún momento de este año, cuando se esperaba que Draghi aclarara algo sobre sus próximos pasos el pasado agosto en Jackson Hole o en la reunión de septiembre. De todas maneras, la gran cuestión tanto para la renta fija europea como para la estadounidense está en la Fed.

¿Y qué prevé que haga?

Tras precisar cómo reducirá el balance, mantiene la expectativa de otra subida de los tipos este año. La situación económica es estable y la inflación ha subido levemente, lo que ha llevado a un incremento de la rentabilidad de los bonos. Aunque, en general, ni en Europa ni en Estados Unidos los mercados están descontando que vaya a haber inflación, y eso es un riesgo, porque la subida de precios podría comenzar a manifestarse. De hecho, los estímulos fiscales que se esperan de la Administración americana están aún pendientes.

¿Puede la reforma fiscal de Trump inducir a la Fed a que sea más dura?

El mercado esperaba grandes cosas cuando Donald Trump llegó al poder y cotizó en el mercado de bonos el riesgo de una mayor inflación y que la Fed tuviera que ser más agresiva. Pero a la vista de lo que ha ido ocurriendo a lo

largo del año y a la división del propio Partido Republicano, no hay que esperar nada radical desde el punto de vista fiscal. No se materializarán cifras de crecimiento del PIB del 4 por ciento, tal y como se especulaba a principios de año. Y, para la Fed, para el IPC, más importante que el plan fiscal será la fortaleza del mercado de trabajo y que comience a haber inflación de salarios. La subida de precios vendrá más de la mano del mercado laboral que de la

reforma fiscal. Una situación de pleno empleo hace aflorar inflación y ya la estamos viendo en algunas partes de la economía, como en la construcción o entre los trabajadores más jóvenes. Quizás sea pronto para decirlo, pero desde mi perspectiva como inversor, el gran riesgo es que el mercado no está poniendo en precio ninguna inflación.

«PARA LA FED, MÁS IMPORTANTE QUE EL PLAN FISCAL DE TRUMP, SERÁ LA INFLACIÓN SALARIAL»

¿Es un riesgo para la renta fija?

Si la inflación repunta, el mercado tendrá que reajustar algunos tramos de la renta fija. Y los fondos están expuestos a una duración media de entre 6,5 y 7 años, bastante larga para las circunstan-



cias actuales. Es una zona de la curva de tipos en la que se puede perder bastante dinero si los precios empiezan a subir.

Pero hay expertos que hablan de una estructuralmente baja inflación.

La cuestión está en si la inflación va a estar lo suficientemente baja como para que los tipos de interés se mantengan en los niveles actuales, para que los bonos grado de inversión sigan en el 0,5 por ciento y el alto rendimiento poco por encima del 2 por ciento. Los movimientos parten de niveles muy bajos, pero no por ello su dimensión deja de ser importante: que el bono americano pase del 2,7 al 3,2 por ciento implica una intensa caída en su precio. Por el lado de la política monetaria, diez años después del estallido de la crisis, la recuperación sigue débil y hay riesgos que pueden destruir el crecimiento en los que los bancos centrales ponen el foco. Pero estas instituciones tienen que asegurarse de que tienen herramientas para el momento en que llegue la próxima crisis, para que la próxima recesión no nos pille con los tipos de interés en el cero por ciento y la inflación en el tres por ciento.

¿Los bonos son buenos refugios?

A corto plazo, sí funcionan. Como ante la crisis de Corea del Norte, aunque los

mercados cada vez reaccionen menos a las noticias, porque saben que sus amenazas sólo son maniobras para desviar la atención de sus problemas domésticos y porque son conscientes de que a nadie le interesa un conflicto que involucraría a las principales potencias y que provocaría una catástrofe económica. Por eso, es fácil cometer errores de cálculo en las estrategias financieras defensivas. Con los bonos en particular, hay que tener en cuenta que la tendencia de los intereses es al alza, con el americano moviéndose hacia el 2,6 o 2,7 por ciento con vistas a final de año.

¿Qué estrategia adopta?

No tenemos mucho riesgo de duración. Nos gusta todavía el crédito, en general, tanto grado de inversión como alto rendimiento en Estados Unidos, sobre todo. Sin embargo, continuamos cautos en Europa, por la incertidumbre sobre la estrategia del BCE. También nos gustan los mercados emergentes, aunque creemos que podremos tener mejores puntos de entrada. En cuanto a sectores, nos gusta el financiero.

Cautela en Europa. ¿No tienen posiciones en el continente?

Tenemos exposición a bancos españo-

les, como BBVA o Santander. También a franceses, como Société Générale o Crédit Agricole, además de a británicos o suizos, aunque no a los alemanes, ni en Italia, donde sí hemos invertido, en cambio, en Telecom Italia. En general, el corazón de nuestras inversiones en Europa son los bancos de calidad, incluyendo los 'CoCos' o algunas emisiones subordinadas interesantes por su estabilidad.

En emergentes espera mejores puntos de entrada.

Nos gustan Brasil, México, Rusia y Oriente Medio. Pero muchas emisiones están muy caras porque ha habido mucha entrada de dinero en busca de rentabilidad y la situación del dólar ha favorecido ese movimiento. Momentos

de volatilidad propiciados por un repunte del dólar favorecido por los planes fiscales de Trump o por las materias primas pueden dar oportunidades de compra en los emergentes.

Bonos ligados a la inflación, convertibles... ¿los tiene en cartera?

Los bonos ligados a la inflación de EE.UU. están baratos. No tenemos convertibles porque se comportan más como acciones que como bonos. ■

«LA VOLATILIDAD PROPICIADA POR EL DÓLAR PUEDE DAR OPORTUNIDADES DE COMPRA EN EMERGENTES»